



2010.07.12

降价与反商业贿赂影响下医药板块“捡漏”

伐谋周刊（7B）


国泰君安专项组
金润

021-38676277

jinrun@gjas.com

S0880108043315

摘要:

在多重传言下，上周股市上演了一波反弹，我们总结了最近2个熊市中6次反弹情况，反弹持续的时间长至2个月，短则1个星期，大盘涨幅最大没有超过21%，小的则仅为7%。在经济景气下行期间，反弹结束后周期性板块的跌幅往往比反弹幅度更大。反弹中不建议搏传统周期性行业，因为从一个经济增长阶段向另一个阶段过渡时期，产能供需的调整不可能在短期内完成，也不是1-2年的事情，至少需要3-5年的时间。

每一次经济危机都是一种经济增长模式的结束，也是转向另一种增长模式的开始，两种模式之间的转换往往有一个痛苦而漫长的过程。对比日本80年代的状况，中国与日本当时在人口增长与人口结构、农村发展水平、外资参与程度、政府对银行企业的控制力等方面均有所不同，经济发展阶段不同，城市化水平不同，农村潜力巨大。中国可以避免像日本陷入低增长困境。中国需要建立一个以内需为主导的社会。

大消费时代中，医疗消费无疑是重头戏。医疗消费将在中国下一发展阶段中快速增长。国内方面，城市化进行和老龄化时代到来，加上政府在医疗卫生支出方面的持续投入，都将带来医疗消费稳步提升。国际方面，“奥巴马医改”及美国大量专利到期，非专利仿制药市场将有大发展。对比中高收入国家的医疗支出水平，中国人均医疗支出水平仅为其几十分之一，差距非常大。而随着收入水平的提高，医疗支出水平应该是指数级的增长。

从2个熊市来看，医药板块都是大幅跑赢市场的，有着非周期的特征。而受《药品价格管理办法》和反商业贿赂的影响，医药指数大幅下跌。我们预计受政策面的影响，医药股将出现分化。我们看好四类公司：**1、看好拥有较强研发创新能力的医药公司，新产品将推动公司不断持续增长，如恒瑞医药、康缘药业等。****2、看好奥巴马医改和美国医药专利到期后的国际仿制药市场。相关公司如恒瑞医药、海正药业、华海药业等。****3、看好拥有强势品牌和独家药品的医药公司，包括云南白药、东阿阿胶、贵州百灵、恩华药业等。****4、看好高盈利能力、盈利模式可复制、市场空间广阔，又不受短期政策影响的民营医疗连锁模式如爱尔眼科。**

结合估值水平和成长性，本周组合我们选择白马医药股**恒瑞医药**添加至核心配置中，在卫星配置中增加**海正药业**、**华海药业**以及正在进行利卡汀四期临床试验的**华神集团**。虽然对于利卡汀的应用和市场需求还有待验证，但其也拥有爆发性的潜力，所以我们在卫星配置中少量的进行参与。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

本周不得不知的数据:

6034 亿元，24543 亿美元

6月末，广义货币(M2)余额 67.39 万亿元，同比增长 18.5%；狭义货币(M1)余额 24.06 万亿元，同比增长 24.6%；流通中货币(M0)余额 3.89 万亿元，同比增长 15.7%。6月份人民币贷款增加 6034 亿元，人民币存款增加 1.33 万亿元。6月份银行间市场同业拆借月加权平均利率上升为 2.31%。6月末，国家外汇储备余额为 24543 亿美元，同比增长 15.1%。

2547 亿

6月份当月我国进出口值 2547.7 亿美元，增长 39.2%。其中出口 1374 亿美元，增长 43.9%；进口 1173.7 亿美元，增长 34.1%。海关统计显示，6月份，我国月度出口值及进出口总值均刷新 2008 年 7 月的历史记录，均创历史新高。从环比来看，今年 6 月份进出口较 5 月份环比增长 4.4%；其中出口环比增长 4.3%，进口环比增长 4.6%。

6822 亿

7月5日，国家发改委公布 2010 年西部大开发新开工 23 项重点工程，投资总规模为 6822 亿元，较前十年西部大开发年均投资总额增长 3 倍有余，显示出西部大开发力度的进一步加大。

相关报告

《伐谋周刊(7A)-低估值、高成长、高确定性》

2010.07.05

《伐谋周刊(6C)-聪明的市场和学习中期行业策略报告》

2010.06.28

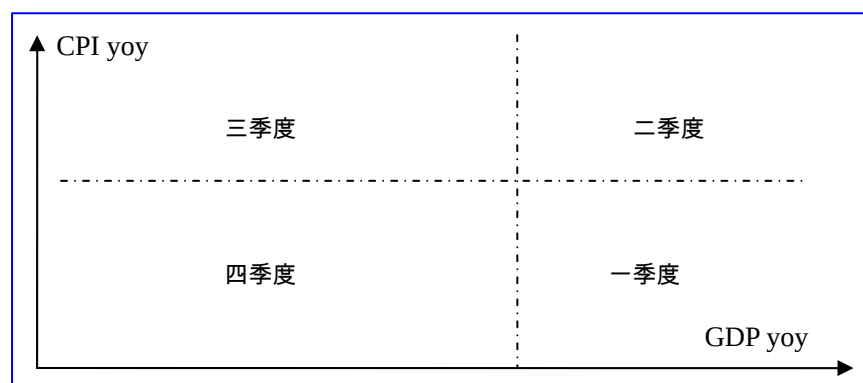
《伐谋周刊(6B)-重提进口替代》

2010.05.31

上周央行货币政策委员会二季度例会指出，下半年继续实施适度宽松的货币政策，保持货币信贷适度增长。周五传言甚多，如农行发行后 IPO 暂停，如房地产税方案暂未获批、上海多家银行重启第三套房贷等触动了股市的反弹的神经，加上申购农行的 9000 亿资金的解冻，导致了上周五股市放量上涨。

传言的真伪我们很难去辨别，从传言的内容上看主要是指政策面的放松和资金面的宽松，仔细思考一下，其实资金面的适度宽松是在市场预期之中的，而政策面受凯恩斯主义作祟仍然是投资界争论的焦点。根据我们策略研究对中国未来宏观经济的判断，下半年的经济将回落到低增长、低通胀的象限，调整经济结构是下一阶段经济增长的主导。

在经济增长从一种阶段向另一阶段过渡时期，凯恩斯主义作为辅助手段，它不改变中国未来几年要走的道路。对于政策面的预期，应该是为过渡时期保驾护航，平稳过渡的作用。



从上半年打压房地产政策的出台以来，投资界的探讨从 2009 年是否调结构的讨论已经转向调结构成功与否的争论当中来，调结构的成功与否对于经济增长的影响的不确定性时而引发市场对政策放松的期待，不时受到多重因素影响引起市场的反弹。

中报预告情况提示投资机会

截至 7 月 9 日，已公布业绩预告共 788 家公司，业绩盈利的有 601 家，其中扭亏 106 家；业绩亏损的有 181 家，其中首亏 21 家；业绩不确定的有 6 家。盈利公司家数最多的前 3 个行业为机械（118 家）、化工（75 家）、电子（53 家），亏损公司家数最多的 3 个行业分别是化工（28 家）、机械（24 家）、公用事业（14 家）。

本周业绩预告共 109 家，37 家超预期，34 家低于预期。中报业绩超预期最多的行业分别是机械设备（9 家），电子元器件（5 家），中报业绩低于预期的最多的行业是化工（6 家），公用事业（4 家），机械设备（4 家）。本周预告中，大幅超预期的有三安光电，台基股份，美的电器，厦工股份，安徽合力及中联重科。

表 1：上周中报业绩预告大幅超预期的公司情况

公司简称	最新预告		WIND 一致预测		绝对收益%		公告备注
	中期 EPS		平均值	最大值	公告	公告日	
	下限	上限	10EPS	10EPS	前 5 日	至周末	
三安光电	0.78		0.62	0.87	(6.85)	11.17	由于 LED 产品市场需求旺盛,本年度公司产能规模扩张,部分产品价格上涨,主营盈利能力进一步提升,致使 10 年中期净利润比上年有较大幅度增长。
台基股份	0.55	0.67	0.80	0.86	14.57	26.15	公司主营业务保持良好发展势头,产品结构和市场结构进一步优化,销售收入和毛利率保持一定幅度增长;公司上市募集资金到位,存款利息大幅度增加,收到省、市政府上市奖励和补贴资金。
美的电器	0.57		0.78	0.85	6.36	13.30	主要因营销体系变革深化、家电内需政策持续推动及出口环境改善原因,公司白色家电主营业务特别是冰洗业务的规模与业绩较上年同期大幅增长。
厦工股份	0.42		0.43	0.66	10.06	1.84	10 年上半年主营收入同比大幅增加;产品结构优化,且公司加强了成本控制和运营管理,毛利率提升。
安徽合力	0.48	0.56	0.60	0.75	15.14	11.05	本期公司主导产品产销两旺,生产经营延续了 2010 年第一季度恢复增长的态势。
中联重科	0.87	1.16	1.60	1.70	13.63	18.75	

表 2: 上周中报业绩预告情况汇总

股票名称	是否超预期	类型	相对大盘收益		股票名称	是否超预期	类型	相对大盘收益	
			公告前 5 日	公告日至本周末				公告前 5 日	公告日至本周末
东阳光铝	优于预期	预增	5.00	2.09	川化股份	低于预期	预亏	4.30	1.88
宏源证券	优于预期	预增	(1.38)	1.99	双环科技	低于预期	扭亏	4.08	1.78
东风汽车	优于预期	预增	4.69	4.35	美达股份	低于预期	预增	3.17	2.66
福耀玻璃	优于预期	预增	3.46	7.09	友利控股	低于预期	预增	0.49	17.13
凌云股份	优于预期	预增	6.54	3.86	韶钢松山	低于预期	扭亏	2.66	1.52
中工国际	优于预期	预增	1.39	1.54	方大特钢	低于预期	预盈	(4.06)	3.69
美的电器	优于预期	预增	6.61	8.78	凯迪电力	低于预期	预增	6.02	0.24
中联重科	优于预期	预增	13.88	14.22	西昌电力	低于预期	预亏	(3.10)	(2.18)
厦工股份	优于预期	预增	9.36	(0.72)	富龙热电	低于预期	亏损	(7.03)	(0.41)
安徽合力	优于预期	预增	14.44	8.49	川投能源	低于预期	预减	6.40	(5.85)
西北化工	优于预期	预增	(1.17)	10.74	维科精华	低于预期	预亏	3.67	0.95
兰太实业	优于预期	预盈	6.77	3.81	莱茵置业	低于预期	预增	3.64	0.25
*ST 岷电	优于预期	预盈	5.20	8.17	实达集团	低于预期	预亏	(2.22)	(1.50)
桂东电力	优于预期	预增	5.68	(4.78)	ST 零七	低于预期	预减	(1.08)	0.07
深深房 A	优于预期	预增	14.42	13.75	沃华医药	低于 1Q 预告	亏损	(2.03)	0.08
飞乐股份	优于预期	预增	9.38	7.44	圣农发展	低于 1Q 预告	预减	(0.97)	(1.06)
三安光电	优于预期	预增	0.55	7.48	ST 金瑞	符合预期	预盈	3.58	1.07
台基股份	优于预期	预增	14.82	21.62	东阿阿胶	符合预期	预增	8.57	3.29
常铝股份	优于 1Q 预告	预增	9.08	11.38	鲁抗医药	符合预期	预增	11.05	8.20
独一味	优于 1Q 预告	预增	11.06	18.76	海康威视	符合预期	预增	(0.06)	1.69
白云山 A	优于 1Q 预告	预增	(3.23)	5.62	南宁糖业	符合预期	预增	7.33	0.38
新北洋	优于 1Q 预告	预增	2.50	4.24	江苏舜天	符合预期	预盈	8.66	15.31
江苏国泰	优于 1Q 预告	预增	1.76	3.16	中大股份	符合预期	预增	1.71	4.28
福建南纸	优于 1Q 预告	预盈	2.18	0.22	友好集团	符合预期	预增	7.47	4.81

獐子岛	优于 1Q 预告	预增	3.84	4.11	招商银行	符合预期	预增	2.50	1.26
东方园林	优于 1Q 预告	预增	17.22	9.26	宇通客车	符合预期	预增	3.93	0.60
方圆支承	优于 1Q 预告	预增	0.12	1.95	上港集团	符合预期	预增	(3.95)	1.39
汉钟精机	优于 1Q 预告	预增	6.13	4.34	中材国际	符合预期	预增	4.30	4.34
山东威达	优于 1Q 预告	预增	2.83	0.78	祁连山	符合预期	预增	8.50	9.27
江苏通润	优于 1Q 预告	预增	(2.35)	1.17	冀东水泥	符合预期	预增	10.00	1.18
科华恒盛	优于 1Q 预告	预增	4.65	8.95	南玻 A	符合预期	预增	2.27	10.13
威尔泰	优于 1Q 预告	预增	6.20	(0.04)	美菱电器	符合预期	预增	8.92	6.14
安纳达	优于 1Q 预告	预增	(1.97)	(4.36)	新大新材	符合预期	预增	5.18	7.43
新民科技	优于 1Q 预告	预增	3.64	16.90	东睦股份	符合预期	预盈	6.19	(0.89)
顺络电子	优于 1Q 预告	预增	4.53	2.46	轴研科技	符合预期	预增	3.47	2.97
横店东磁	优于 1Q 预告	预增	(0.97)	5.88	长园集团	符合预期	预增	2.95	4.86
利达光电	优于 1Q 预告	扭亏	(7.62)	2.36	六国化工	符合预期	预增	0.62	0.31
株冶集团	低于预期	预亏	(9.51)	1.51	华远地产	符合预期	预增	10.91	2.56
中钢吉炭	低于预期	预减	3.06	(0.36)	中体产业	符合预期	预增	4.96	(2.14)
华联股份	低于预期	预减	2.67	(0.02)	天房发展	符合预期	预增	12.11	8.99
民丰特纸	低于预期	预增	(5.56)	3.19	中汇医药	符合预期	扭亏	0.88	(0.36)
ST 宜纸	低于预期	预亏	(6.13)	0.61	有研硅股	符合预期	预盈	(1.17)	1.32
星辉车模	低于预期	预增	6.71	5.23	金岭矿业	符合预期	预增	4.19	6.78
东北证券	低于预期	预减	(3.87)	(8.43)	云南锗业	无预测	预增	(3.56)	9.04
海通证券	低于预期	预减	(1.77)	(0.86)	中色股份	无预测	亏损	(3.64)	3.34
万向钱潮	低于预期	预增	3.55	1.92	*ST 深泰	无预测	扭亏	4.96	(3.69)
中兵光电	低于预期	预增	8.33	6.50	四维图新	无预测	预增	(1.66)	(1.03)
中远航运	低于预期	预增	0.61	3.90	*ST 炎黄	无预测	亏损	0.24	(4.53)
小天鹅 A	低于预期	预增	2.85	14.21	启明星辰	无预测	亏损	(12.04)	0.34
凤凰光学	低于预期	预增	(2.93)	(1.66)	*ST 铜城	无预测	亏损	0.24	(4.53)
苏常柴 A	低于预期	预减	0.12	(1.70)	永安林业	无预测	预亏	14.54	(5.71)
南通科技	低于预期	预增	5.42	5.81	远东传动	无预测	预增	1.44	(0.45)
平高电气	低于预期	预减	(10.85)	(5.24)	山东海化	无预测	扭亏	(6.30)	1.22
沈阳化工	低于预期	预增	5.14	3.82	梦洁家纺	无预测	预增	0.70	3.22
利尔化学	低于预期	预减	1.25	0.05					

最近两个熊市期间六次反弹的情况

细数最近 2 个熊市中，比较像样的反弹共用 6 次，2 个熊市期间各有 3 次，持续的时间长至 2 个月，短则 1 个星期，大盘涨幅最大没有超过 21%，小的则仅为 7%。周期性板块往往排在下跌前五大行业之中，但反弹幅度最大的并非都是前期跌幅最大的周期性行业。除了有色和采掘板块经常位于反弹前五大行业外，09 年 8 月以来的 3 次反弹中，受物联网概念的兴起和家电下乡大幅受益的电子和家电板块也出现在反弹前五之中，还有农林牧渔板块也经常出现在反弹前五大的行业之中，其中獐子岛、登海种业、东方园林的影响权重较大。

表 3：两个熊市期间六次反弹的情况

熊市期间	2007-10~2008-10			2009-08~2010-07		
反弹起始前日	07/11/28	08/04/18	08/09/18	09/08/31	09/09/29	10/02/02
反弹结束日	08/01/14	08/05/05	08/09/25	09/09/17	09/11/23	10/04/15
反弹持续时间（交易日）	31	9	5	13	33	46

大盘涨跌幅度	13.1%	16.7%	19.1%	7.0%	20.8%	7.6%
A 股反弹幅度	24.7%	18.0%	13.2%	8.6%	25.2%	9.1%
反弹幅度前五大板块 (流通市值加权平均)	农林牧渔	金融服务	采掘	电子元器件	家用电器	电子元器件
	信息设备	黑色金属	金融服务	信息设备	交运设备	有色金属
	信息服务	家用电器	信息服务	有色金属	采掘	采掘
	黑色金属	交运设备	农林牧渔	纺织服装	电子元器件	轻工制造
	建筑建材	农林牧渔	有色金属	房地产	农林牧渔	纺织服装
反弹前期下跌最大板块 (流通市值加权平均)	有色金属	有色金属	有色金属	黑色金属	有色金属	房地产
	金融服务	交运设备	房地产	金融服务	黑色金属	采掘
	黑色金属	黑色金属	采掘	采掘	餐饮旅游	有色金属
	房地产	公用事业	交运设备	有色金属	采掘	金融服务
	采掘	金融服务	金融服务	房地产	电子元器件	公用事业

周期性行业反弹幅度较大，但反弹结束后的跌幅也更大。在经济景气下行期间，周期性股票的跌幅最深，而每一次反弹中，有色、采掘也往往位列反弹前五。但更重要的是在经济周期继续下行，反弹结束后周期性的继续下跌幅度比反弹幅度更大。

熊市期间		2007-10~2008-9						2009-08~2010-07					
区间	下跌	反弹	下跌	反弹	下跌	反弹	下跌	反弹	下跌	反弹	下跌	反弹	下跌
反弹起始前日	10/31	11/28	01/14	04/18	05/05	09/18	08/04	08/31	09/17	09/29	11/23	02/02	04/15
反弹结束日	11/28	01/14	04/18	05/05	09/18	09/25	08/31	09/17	09/29	11/23	02/02	04/15	07/05
反弹持续时间	22	31	65	9	98	5	21	13	10	33	52	46	55
大盘涨跌幅度	-18.5	13.1	-43.6	16.7	-48.7	19.1	-23.0	7.0	-8.2	20.8	-11.3	7.6	-25.3
A 股反弹幅度	-4.4	31.4	-35.9	14.2	-48.7	8.4	-17.5	10.6	-10.6	31.7	-5.5	16.0	-22.3
采掘	-11.3	28.6	-32.6	20.8	-58.2	22.1	-28.2	9.4	-14.4	35.3	-19.1	20.3	-27.4
黑色金属	-13.3	32.7	-40.1	20.0	-54.4	9.4	-32.9	6.1	-15.6	27.8	-15.6	7.8	-29.5
有色金属	-20.6	32.2	-44.0	14.4	-56.9	11.7	-24.6	13.4	-15.8	30.7	-13.6	18.8	-23.4
房地产	-7.7	26.4	-38.1	12.0	-53.4	6.2	-21.4	14.7	-12.3	36.0	-17.0	8.6	-24.8
金融服务	-13.7	34.1	-41.6	26.9	-49.5	23.3	-26.7	9.3	-7.5	26.0	-12.0	18.1	-25.6

我们不建议反弹中在核心配置中配置传统周期性行业。主要原因是中国的重工业化步入成熟阶段，中国经济增长方式正在转型处于过渡阶段，市场也缺乏引起流动性泛滥的触发因素。从一个经济增长阶段向另一个阶段过渡时期，产能供需的调整不可能在短时间内完成，也不是 1~2 年的事情，至少需要 3~5 年的时间。周期性行业的底应该还早着呢。

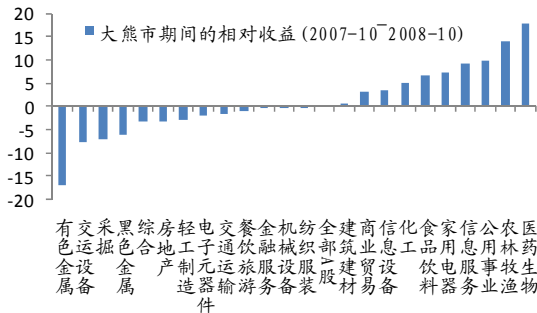
我们倾向于在核心配置估值回落的非周期或弱周期板块以及经济调结构带来新需求或需求爆发的版块，卫星配置盈利能力或将发生转变的股票。

经济调结构中权益资产配置的思路

每一次经济危机都是一种经济增长模式的结束，也是转向另一种增长模式的开始，两种模式之间的转换往往有一个痛苦而漫长的过程。股市也毫无疑问伴随着经济增长的回落进入熊市。这个阶段权益资产配置线索主要在三个方面：

- 抓住估值回落的非周期或弱周期板块（医药、食品饮料、商贸零售、农林牧渔等）
- 依靠内需增长模式的大众消费时代（医药、旅游、娱乐、餐饮等）
- 经济调结构中产生的新市场新需求（新医药、新技术、新材料等）

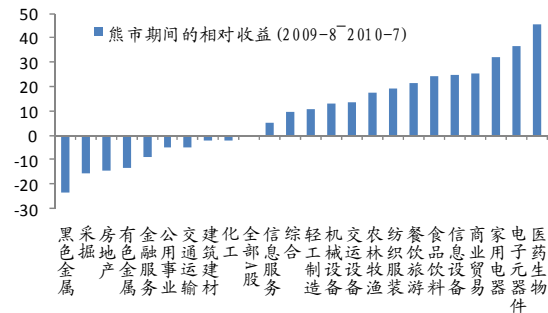
图 1: 2007-10~2008-10 大熊市期间板块相对收益



数据来源: Wind, 国泰君安研究

(在大级别的下跌中, 没有什么板块是能够有绝对收益的。在 2007 年 10 月至 2008 年 10 月的大熊市中, 指数下跌了近 70%, 除了重组股以外, 仅有屈指可数的股票有绝对收益。从板块相对收益来看, 超越大盘的板块主要是非周期或弱周期的医药、食品饮料、商贸零售、农林牧渔等板块。)

图 2: 2009-8~2010-7 熊市期间板块相对收益



数据来源: Wind, 国泰君安研究

中日对比给出的一条光明大道

对于重工业化正在步入成熟阶段以及劳动力供求关系正在逆转的中国来说, 过去以外需和投资引导的经济增长模式已经逐渐不适合中国的发展, 经济增长方式的转变是必须跨过去的一道槛。

对于中国能否成功调整经济结构, 进入另一个经济增长阶段, 学者们有着不同的观点和建议。不少学者认为中国目前的经济情况与 80 年代的日本经济极为相似, 无论是本币升值的国际环境、出口导向的发展战略、高储蓄率、宽松货币政策, 还是稳健的财政政策、相似的资产泡沫风险、相似的产业政策和转型战略与举措等。

因此不少人担心中国重蹈日本泡沫经济破灭以后, 日本经济严重衰退的前车之鉴。日本泡沫经济破灭后, 经济增长停滞不前, 失业率居高不下。从 1990 到 2000 年, 日本经济年均增长率仅为 1.75%, 远低于同期美国经济增长水平, 复苏遥遥无期。

不过, 也有一派乐观的学者给中国描绘了一条光明的道路。对比中日的差异指出, 中国与日本当时在人口增长与人口结构、农村发展水平、外资参与程度、政府对银行企业的控制力等方面均有所不同, 更重要的是经济发展阶段不同, 城市化水平不同, 农村潜力巨大。日本当时已经进入了后工业阶段, 城乡差距不明显, 城市化率达 76.7%(截至 1985 年底), 传统产业正向国外转移。中国现在仍处于工业化的初中级阶段; 与日本不同, 中国有广大的农村市场待打开。中国现有农业就业人口仍占 50% 左右, 农村人口占总人口 60% 左右, 截至 2008 年底城市化率仅有 45.68%, 城市化进程正处于加速阶段。中国仍有广大的国内市场有待开发, 城市化的加速与内需的启动将是中国经济未来的新的增长点。从宏观政策的

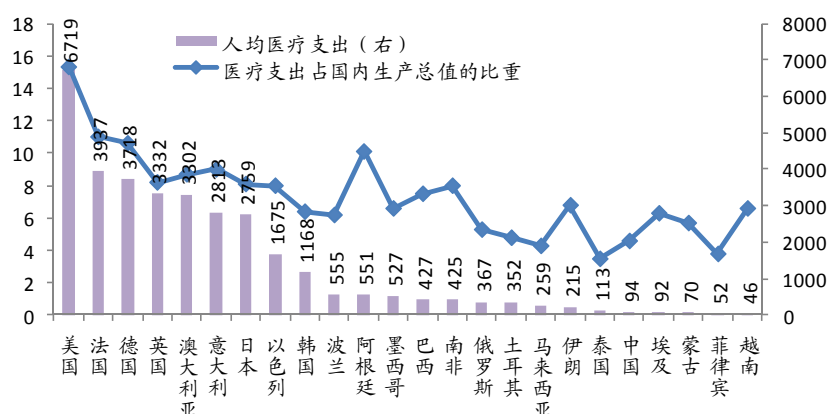
预警性和调控水平看，中国可以在多方面汲取日本的教训，例如保持对银行体系的严格监管，对房地产泡沫持十分谨慎的严厉调控基调等。在升值过程中，重点在于促进结构调整、扩大内需，培育新的增长点，不应因为担心经济受到出口下滑冲击，而保持过于宽松的货币政策。上述文字为巴曙松的近期观点，应该也代表了大部分学者想法和期待。

中国需要建立一个以内需为主导的社会，向大众消费时代的过渡。政府目前需要做的是通过充分就业、完善保障体系来建立民众的消费信心。

医疗消费将在下一经济发展阶段中快速增长

在大消费时代中，医疗消费无疑将是重头戏。对比中高收入国家的医疗支出水平，中国的人均医疗支出水平仅为其几十分之一，差距非常大。也可以想象，随着收入水平的提高，医疗支出水平可能是指数级的增长。

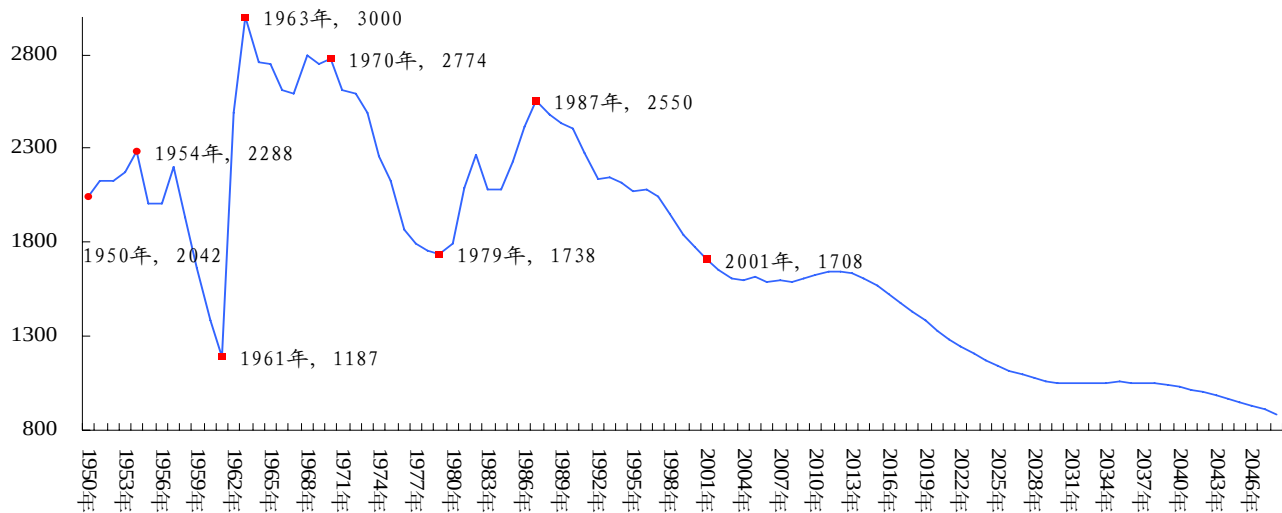
图 3: 各国医疗支出占 GDP 比重及人均医疗支出情况 (2006)



数据来源：国际统计年鉴 2010，国泰君安研究

从老龄化来看，中国 60 年代第一批婴儿潮的出生的人逐渐步入半百的年龄，中国人口的年龄结构将发生变化，老龄人的比重将大幅提高。加上环境污染、工作压力、不良生活方式等综合因素影响下，中国的医疗支出将大幅增加。

图 4: 中国每年出口人数统计与预测 (第一批婴儿潮出生的人进入半百年龄)



资料来源：国家统计局，国泰君安研究

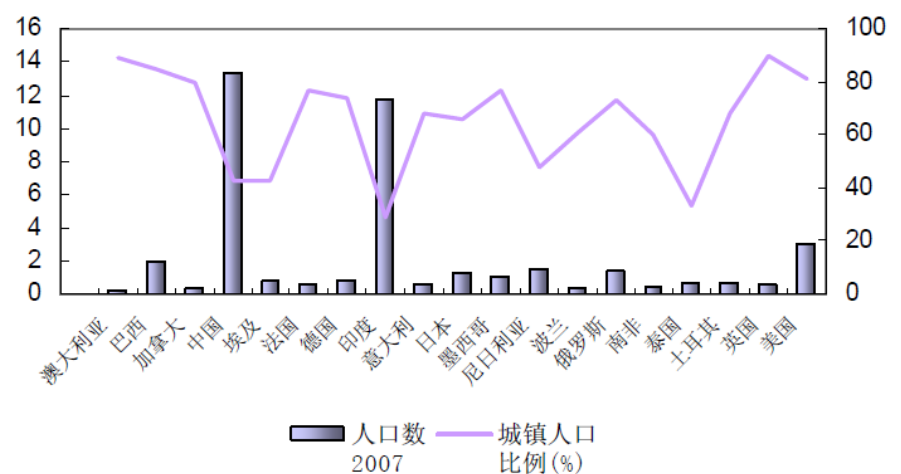
表 4: 居民慢性病患病率

慢性病患病率(‰)	合计		城市		农村	
	2008	2003	2008	2003	2008	2003
按人数计算	157.4	123.3	205.3	177.3	140.4	104.7

数据来源：卫生部，国泰君安研究

从城市化水平来看，中国的城市化率比较低，仅为 43%，远低于发达国家 70%~80%的水平。由于城镇人均医疗消费支出高于农村，我国人口城市化进程也将提升人均医疗消费水平。

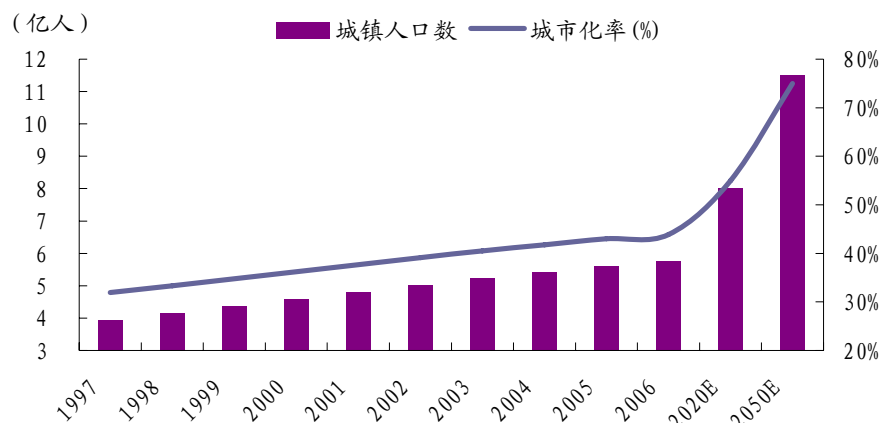
图 5: 各国城市化率水平



数据来源：卫生部，国泰君安研究

发达国家城市化率已达到较高水平，美国城市化率就已达 80%以上，日本城市化率超过 65%，世界城市化率平均水平超过 50%。

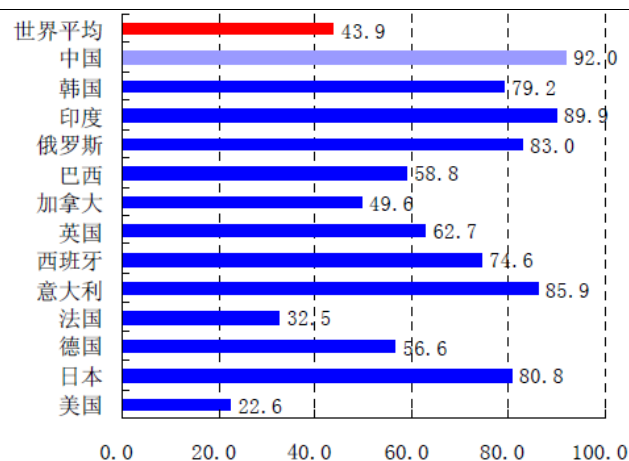
图 6: 中国城市发展报告预测的中国城市化进程



资料来源: 国家统计局, 中国城市发展报告, 国泰君安研究

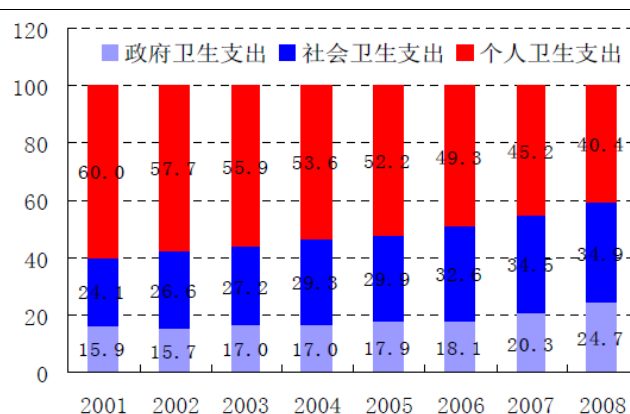
在政府投入方面, 政府在医疗卫生支出方面的投入正在持续增加。具体表现在如卫生支出构成中政府卫生投入比例逐渐增加、新农合全面铺开、补偿受益人次也不断增加, 但居民社会医疗保险构成中无社会医保人员仍占 12.9%, 与其他国家相比, 医疗费用支出中自付费用占私人卫生支出占比仍然偏高。出于预防性的需求, 居民维持高储蓄率以备防养老和重大疾病支出, 受这些经济限制, 一般性医疗保健需求受到压制。2009 年医改破冰, 医改目标定位于 2020 年前达成全民医保。随着医改的推进, 中国将逐渐进入“全民医保”时代。

图 7: 各国自付费用占个人卫生支出% (2007)



数据来源: 国泰君安研究

图 8: 卫生支出构成中政府卫生投入比例逐渐增加

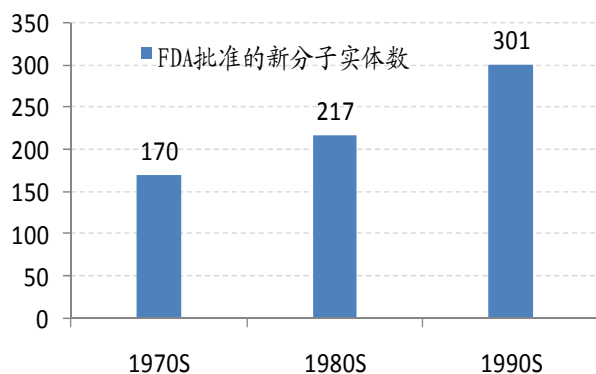


数据来源: 卫生部, 国泰君安研究

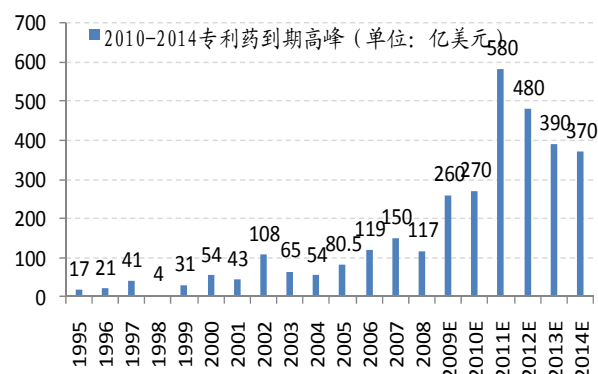
国际方面, 大量专利到期, 非专利仿制药将迎来发展。20 世纪 80-90 年代, 美国在里根政府大力推动下, 生物技术产业得到风险资本的资助, 美国制药工业带给市场一系列新产品。按照美国药品知识产权保护的相关规定, 2009-2014 年将迎来专利药到期高峰。

图 9: FDA 批准的新分子实体数

图 10: 2010-2014 专利药到期高峰 (单位: 亿美元)



数据来源：国泰君安研究



数据来源：国泰君安研究

“奥巴马医改”给中国医药产业带来国际新机遇。目前美国每年的医疗支出为 2.2 万亿美元，占 GDP 的 16% 强，人均 7,421 美元。美国医疗开支增幅比 GDP 高两个多百分点，而在其他发达国家只是略高于 GDP 增幅半个百分点左右。美国医疗开支增速不仅快于 GDP 增速，而且也高于收入和通货膨胀率增幅。但是，美国 2007 年的人口普查数据显示，4,570 万美国人仍没有医疗保险。

奥巴马医疗改革计划包括三个目标，给已有保险的人提供更多安全保障；给没有保险的人提供在他们经济支付能力范围内的选择；缓解医疗保健体系给美国家庭、企业和政府带来的开支增长压力。新医改方案已于 10 年 3 月通过，在扩大美国医保覆盖面和减少医疗支出双重动因下，中国的出口制药企业将面临国际新机遇。

《药价管理办法》和反商业贿赂冲击下医药股走势必然分化

发改委日前下发《药品价格管理办法(征求意见稿)》引起关于医药行业普遍降价的恐慌，医药指数从 6 月 11 日开始大幅下跌了 22%，经历反弹之后仍下跌了 13%。

新的《药品价格管理办法（征求意见稿）》对最高销售利润率进行了下调：销售利润率改成以类型划分，比如化学药有效成分创新为 18%，相当于过去三类新药的最高销售利润率。对中药的倾向明显：比较最高销售利润率，中药最高，生物药其次，化学药最低，依次分别高出 2-3 个百分点。

表 5：2000 版国产药品最高销售费用率和最高销售利润率（%）

最高销售费用率（%）		最高销售利润率（%）	
一类新药	30	一类新药	45
二类新药	20	二类新药	25
三类新药	18	三类新药	18
四类新药	15	四类新药	15
五类新药	12	五类新药	12
普通药品	10	普通药品	10

表 6：2010 版期间费用率和销售利润率核算标准

分类	化学药品		生物制品		中成药、天然药及民族药	
	期间费用率	销售利润率	期间费用率	销售利润率	期间费用率	销售利润率
有效成分创新	≤ 45 %	≤ 18 %	≤ 45 %	≤ 20 %	≤ 45 %	≤ 23 %
剂型创新	≤ 40 %	≤ 15 %	≤ 40 %	≤ 16 %	≤ 40 %	≤ 18 %
工艺技术创新	≤ 35 %	≤ 12 %	≤ 35 %	≤ 13 %	≤ 35 %	≤ 15 %
普通药品	≤ 30 %	≤ 8 %	≤ 30 %	≤ 10 %	≤ 30 %	≤ 12 %

根据我们医药行业研究员易镜明博士的观点，发改委关于生产企业销售利润率的设定可能是按照行业平均数来取值，但忽略了行业优秀企业的销售利润率高的事实，优秀企业往往是创新能力强的行业龙头，但硬性规定利润率低会导致优秀企业无所适从，也违背鼓励创新的出发点。鉴于国际上处方药销售额的 39% 来自于重磅炸弹级品种，创新之于国家的长远战略是非常重要的，发改委不可能是要抑制创新的。此外，该管理办法的执行难度非常大，我国有数千家企业，各种品规的产品数以万计，很难去拆分和衡量某个具体品种的成本费用。对于创新、研发能力较强的医药公司将不同于与其他公司走出不同行情。

降价、反商业贿赂历史上医药行业都是经历过的，反商业贿赂影响的主要是非刚性需求处方药品种，对于品牌的 OTC 品种几乎不会受到影响。从长期来看，这些都无法改变品牌医药股的长期向上趋势。

对于非周期或弱周期板块的投资的要点是：抓住估值偏离正常轨道的行业和公司的投资机会。这里经历了恐慌性下跌，医药整体估值回落，正是买入未来明星医药股的良机。

我们看好的四类医药及医疗卫生行业的股票

- 看好拥有较强研发创新能力的医药公司，新产品将推动公司持续增长。医药行业原本就是研发驱动型行业，高投入，高回报，高风险。我们看好研发投入高，未来不断有新产品驱动公司持续增长的公司，如恒瑞医药、康缘药业等。
- 看好全球制药产业转移中实现产业升级，市场开拓的公司，新市场来自于美国医改和美国医药专利到期后的国际仿制药市场。相关上市公司包括恒瑞医药、海正药业、华海药业、天士力、康缘药业等。
- 看好拥有强势品牌和独家药品的医药公司。相关的上市公司包括云南白药、东阿阿胶、贵州百灵、恩华药业。
- 看好高盈利、盈利模式可复制、市场空间广阔，又不受《药品价格管理办法》影响的民营医疗连锁模式的爱尔眼科。

组合调整

结合近期的调整幅度及公司的估值和成长性，选择白马医药股恒瑞医药添加至核心配置中，在卫星配置中增加海正药业、华海药业以及正在进行利卡汀四期临床试验的华神集团。利卡汀被认为是目前全球唯一专门用于治疗原发性肝癌的单抗药物，也是我国唯一具有自主知识产权全新靶点的抗体药物。虽然对于利卡汀的应用和市场需求还有待验证，但其也拥有爆发性的潜力。按照彼得·林奇的话说：“在规模较小的投资组合中，即使只有一只股票的表现出色也可以把一个赔钱的资产组合转变成一个赚钱的资产组合”。所以我们在卫星配置中少量的进行参与。

表 7：受益于美国医改和美国医药专利到期后仿制药市场爆发的公司

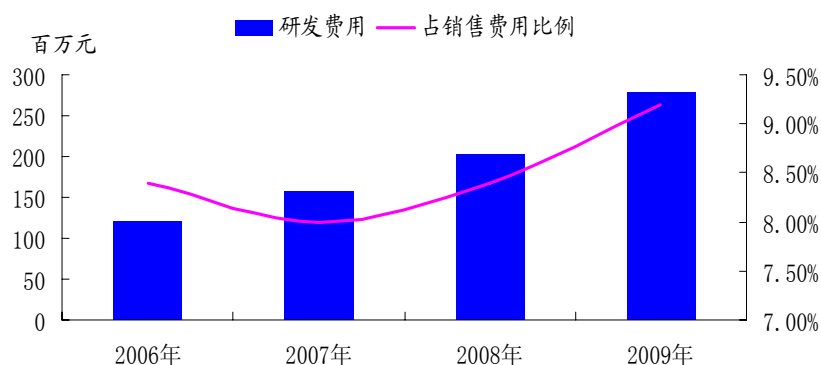
恒瑞医药	1、公司自主研发的用于治疗 II 型糖尿病的创新药——瑞格列汀在美国获批进入一期临床试验，这是我国化学制药行业首次在美国进行创新药的临床试验；
	2、伊立替康注射剂和加巴喷丁片剂 3-4 月很可能通过 FDA 制剂认证。
海正药业	1、国际市场渠道拓展：09 年在美国设立了全资的销售公司，自主进行市场开发和拓展销售渠道，并藉此加强海外药政注册工作；
	2、制剂出口投入加大：富阳制剂生产基地一期即将完成，并将申请规范市场的认证；
	3、产品储备丰富：2010-2012 年将会有 40-50 个产品申请递交 FDA。
华海药业	1、沙坦有望继续放量：未来 3-5 年数种沙坦类药物将过专利保护期，其中氯沙坦 10 年专利到期，厄贝沙坦、缬沙坦专利在 11-12 年到期；
	2、制剂出口业务壮大：100 亿片制剂项目的 1 期工程（33 亿片）在 10 年底可达产，11 年销售目标 3000 万美元；
	3、海外合同进展：3 月与美国、加拿大默克签订专利药品制剂委托加工协议，预计将在 11 年中期获得 FDA 许可。

恒瑞医药（600276）

恒瑞医药是国内化学药的标杆企业和抗肿瘤药的龙头。主营化学仿制药的生产和销售，包括抗肿瘤药、抗感染药、手术用药（麻醉镇痛药）等，其中抗肿瘤药是公司的核心业务，09 年收入占比达 58%。公司专注于两个快速增长的行业：抗肿瘤药和手术用药（主要是麻醉药），抗肿瘤药公司的市场份额更是做到了国内第一

恒瑞的成功背后有许多因素：优秀的管理层、强大的研发实力和出色的营销能力。而最核心的当属其研发实力，恒瑞在研发支出方面的投入是很大的，自 2006 年以来，公司研发费用大幅增长，和销售收入的比例一直保持在 8% 以上，2009 年公司全部研发经费的投入更是达到了 2.79 亿元，占销售收入的 9.2%，远远高于国内医药行业平均水平。公司目前拥有全球专利 89 个，2010 年研发投入预计 3 亿元，占销售收入 8% 以上。公司产品线不断升级，新品种层出不穷，而且新药研发走在了国内企业的前列。

图 11：公司 2006-2009 年研发费用占销售收入比例



数据来源：公司年报，国泰君安研究

高的研发投入换来了新品种的不断推出，目前公司正从仿制药物向创新药物转型，仿制药方面，公司计划在未来 2-3 年推出数十个新产品：5 个抗肿瘤药，7-8 个手术用药，9 个心血管药和 2-3 个内分泌药等。创新药方

面，艾瑞昔布和卡曲沙星下半年将正式上市，公司希望在三年之后每年能推出 1-2 个新品种。

面对日益激烈的市场竞争，国内的化学药企业要扩大市场份额，走上可持续发展的道路，只有两个方向可以选择：仿制药国际化（进入更为广阔的海外市场）和发展创新专利药（利用专利垄断提高市场份额）。

恒瑞近两年开始仿制药国际化的运作，在美国新泽西的实验室，有注册部、市场部和质量部，建有 5500SF 的药化实验室，共有 8 位博士和研究人员从事 ANDA 研究和申报工作。公司目前向美国 FDA 申报的有三个 ANDA（通用名仿制药）：伊立替康、甲巴喷丁和利培酮。FDA 将于今年 6 月底检查公司制剂的生产线，公司为此已作了长时间的准备工作，预计顺利通过 FDA 的认证问题不大。后续公司还将陆续申报 20 多个品种，为全面进军欧美等规范市场作准备。

原有业务抗肿瘤药和手术用药稳定在年均 20% 的增长，新仿制药和创新药通过 FDA 认证将成为公司未来新的爆发点。我们看好公司的持续研发能力。

表 8：公司研发进展情况

-
- 1、公司自主研发的用于治疗 II 型糖尿病的创新药——瑞格列汀在美国获批进入一期临床试验，这是我国化学制药行业首次在美国进行创新药的临床试验。
 - 2、卡曲沙星和艾瑞昔布的审批工作已基本完成，预计 2010 年下半年上市，这两个类似于多西他赛、奥沙利铂的大品种都有望加入“5 亿元俱乐部”。
 - 3、伊立替康注射剂和加巴喷丁片剂 3-4 月很可能通过 FDA 制剂认证。
 - 4、苹果酸法米替尼、分子靶向抗肿瘤药物甲磺酸阿帕替尼等 5 个一类新药分别处于 I 到 II 期临床，另有 6 个创新药正申报待批。并获得 10 个临床批件、盐酸右美托咪定和培门冬酶等 5 个生产批件。
-

华神集团（600276）

华神集团目前主要业务有中西成药、生物制药、兽药及兽用生物疫苗、现代钢构等。2009 年钢结构业务收入占 49.02%，毛利占比为 19.36%，药业业务收入占 44%，毛利占比为 77.31%，其中利卡汀收入占比为 4.18%，毛利占比为 8.34%。公司的主要看点在生物药品，特别是全球第一个用于治疗原发性肝癌的单克隆抗体药物利卡汀。公司利卡汀不存在产能上的限制，目前正在进行第四期临床试验。

利卡汀是全球唯一的专门用于肝癌治疗的单抗药物，上市已经三年，在治疗终端上已经形成了一定的规模，在全国大概有 30 家左右的医院里可以使用，过去的临床数据也显示其对原发性肝癌有着非常好的疗效：肝癌未进展率达到 86.30%，经利卡汀治疗后，患者生存期延长，中位生存期 19 个月，随访 21 个月时的生存率为 44.54%，同时大大提高了患者生存质量 QOL，减轻了患者的痛苦。利卡汀常见副作用主要有一过性的白细胞和血小板减少，肝肾功能损害远低于常规放化疗。复发率降低 30% 左右，生存率提高 20% 左右。

➤ **肝癌用药市场空间巨大。**全球每年新患肝癌约 62 万左右，55 % 发

生在中国，我国肝癌男性平均标化死亡率为 14.52/10 万，女性为 5.61/10 万，全国每年约有 10 万人死于肝癌，临床上仅有不到 30% 的病人可获得以肝切除术为代表的外科治疗的机会，同时病人手术以后肝癌复发率很高，病人肿瘤复发后的处理也相对较为困难，肝癌用药市场空间巨大。

- **疗效的确认将大大推动利卡汀的放量。**公司计划在未来 1 年左右的时间内，在上海同济医院第十人民医院进行 500 例的早期介入治疗，从而获得 IV 期临床的研究结果，支持其学术推广，疗效的进一步确认将能够大大推动利卡汀的放量。
- **新适用范围和用药方式的研究也将进一步推动利卡汀的推广。**过去利卡汀的使用主要定位于肝癌晚期病人，并且是在传统治疗手段无效的情况下才使用利卡汀，现在公司在努力提前利卡汀的介入时间，当病人检测到甲胎蛋白升高，而又未检测到实体瘤的时候就使用利卡汀，或者在手术后就进行介入治疗，一方面可以改善治疗效果，另一方面也可以避免与其它肝癌晚期药物的竞争。另外过去利卡汀的用药方式主要是传统的给药方式，受到很多如病房、防护、科室等因素的限制，对其推广造成了比较大的限制，小放射剂量利卡汀如能投入应用将使利卡汀的推广难度大幅降低。

投资要点：

- 拥有全球唯一的专门用于肝癌治疗的单克隆抗体类药物——利卡汀。期待今年中后期四期临床报告的发布带来的利好。预计 2010 年销售量有望达 1500 支（EPS 贡献在 0.08），未来几年有望保持良好增长态势。
- 拥有丰富的产品储备。拥有的两个储备产品：艾唯尔（国家一类新药）和氧化低密度脂蛋白定量测定试剂盒（国家新体外诊断试剂）。
- 新产品产能瓶颈有望突破。如若定增顺利，有望解决三七通舒胶囊、鼻渊舒口服液/胶囊等产品产能瓶颈，分享三七通舒胶囊等产品市场的快速增长。

截止 2010.7.9 收盘，我们的虚拟帐户持仓状况如下：（单位：元，%，万股，万元）

持仓类别	首次买入日期	股票代码	股票简称	平均成本	当前价格	当前收益率	持仓股数	持仓市值	持仓成本	本期派现	累计派现
核心	10/05/07	600827	友谊股份	15.48	15.67	1.2%	60	940.2	928.8		
核心	10/05/20	002311	海大集团	33	24.29	-26.4%	40	971.6	1320		
核心	10/05/28	002042	华孚色纺	22.3	19.62	-12.0%	80	1569.6	1784		
核心	10/05/28	600125	铁龙物流	15.58	13.66	-12.3%	80	1092.8	1246.4		
核心	10/06/25	000869	张裕 A	79.32	88.00	10.9%	5	440	396.6	6.0	6.0
核心	10/06/25	600778	友好集团	10.84	11.81	8.9%	80	944.8	867.2		
核心	10/06/25	002024	苏宁电器	11.77	11.72	-0.4%	200	2344	2354		
核心	10/06/25	300074	华平股份	69.88	68.50	-2.0%	15	1027.5	1048.2		
核心	10/07/05	000829	天音控股	14.02	15.57	11.1%	70	1089.9	981.4		
卫星	10/05/20	600309	烟台万华	17.76	14.41	-18.9%	50	720.5	888		
卫星	10/05/28	002163	中航三鑫	12.64	13.21	4.5%	50	660.5	632		
卫星	10/06/04	002326	永太科技	52.59	49.25	-6.4%	10	492.5	525.9	3.0	3.0

卫星	10/06/18	600360	华微电子	7.81	6.75	-13.6%	60	405	468.6		3.0
卫星	10/06/18	002184	海得控制	13.83	11.94	-13.7%	40	477.6	553.2	2.0	2.0
卫星	10/06/25	600553	太行水泥	10.16	10.54	3.7%	100	1054	1016		
卫星	10/06/25	002106	莱宝高科	24.97	25.55	2.3%	20	511	499.4		

(账户总资产¥99682 万元, 其中持仓市值¥14742 万元, 现金¥84941 万元, 仓位 14.8%)

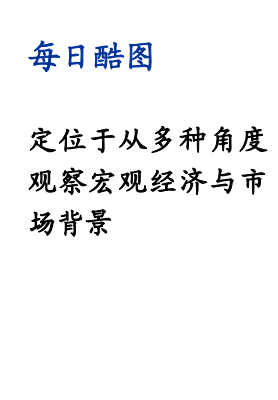
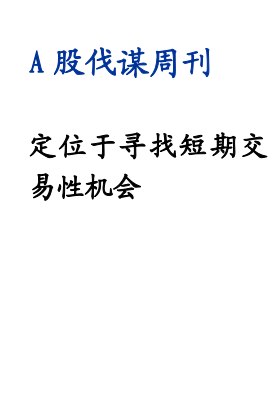
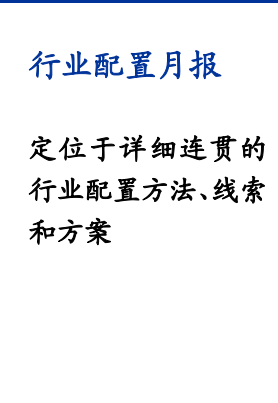
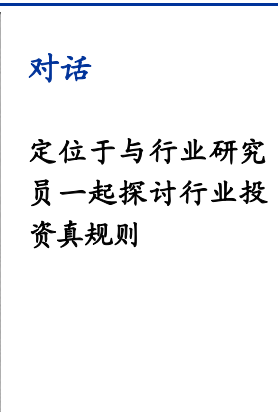
核心配置增加白马医药股恒瑞医药, 卫星配置增加海正药业、华海药业以及正在进行利卡汀四期临床试验的华神集团。买入价格为上周五均价, 并同时卖出海大集团。

调整后股票池如下:

类型	持仓类别	首次买入日期	股票代码	股票简称	平均成本	当前价格	当前收益率	持仓股数	持仓市值	本期派现	累计派现
维持	核心	10/05/07	600827	友谊股份	15.48	15.67	1.2%	60	940.2		
维持	核心	10/05/28	002042	华孚色纺	22.30	19.62	-12.0%	80	1569.6		
维持	核心	10/05/28	600125	铁龙物流	15.58	13.66	-12.3%	80	1092.8		
维持	核心	10/06/25	000869	张裕 A	78.12	88.00	12.6%	5	440	6.0	6.0
维持	核心	10/06/25	600778	友好集团	10.84	11.81	8.9%	80	944.8		
维持	核心	10/06/25	002024	苏宁电器	11.77	11.72	-0.4%	200	2344		
维持	核心	10/06/25	300074	华平股份	69.88	68.50	-2.0%	15	1027.5		
维持	核心	10/07/05	000829	天音控股	14.02	15.57	11.1%	70	1089.9		
新增	核心	10/07/09	600276	恒瑞医药	38.93	39.00	0.2%	40	1560		
维持	卫星	10/05/20	600309	烟台万华	17.76	14.41	-18.9%	50	720.5		
维持	卫星	10/05/28	002163	中航三鑫	12.64	13.21	4.5%	50	660.5		
维持	卫星	10/06/04	002326	永太科技	52.29	49.25	-5.8%	10	492.5	3.0	3.0
维持	卫星	10/06/18	600360	华微电子	7.81	6.75	-13.6%	60	405		3.0
维持	卫星	10/06/18	002184	海得控制	13.83	11.94	-13.7%	40	477.6	2.0	2.0
维持	卫星	10/06/25	600553	太行水泥	10.16	10.54	3.7%	100	1054		
维持	卫星	10/06/25	002106	莱宝高科	24.97	25.55	2.3%	20	511		
新增	卫星	10/07/09	600267	海正药业	24.56	24.47	-0.4%	50	1223.5		
新增	卫星	10/07/09	600521	华海药业	12.79	12.91	0.9%	60	774.6		
新增	卫星	10/07/09	000790	华神集团	12.26	12.57	2.6%	100	1257		

(账户总资产¥99708 万元, 其中持仓市值¥18585 万元, 现金¥81123 万元, 仓位 18.6%)

国泰君安策略产品系列

全球策略周报 SIGNAL in Noise 定位于洞察与辨别 影响全球资产配置 的主要变量		每日酷图 定位于从多种角度 观察宏观经济与市场 背景	
A 股季度策略 定位于为 A 股市场 趋势、投资主题和行 业配置提供远见		A 股伐谋周刊 定位于寻找短期交 易性机会	
策略专题系列 定位于宏观经济和 证券市场某一面的 最深度研究		行业配置月报 定位于详细连贯的 行业配置方法、线索 和方案	
小盘股策略 定位于中小板和创 业板公司的成长发 现者		对话 定位于与行业研究 员一起探讨行业投 资真规则	

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本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任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		