

[2008.12.01]

新医改下的产业温度

易镜明

倪文昊

021-38676779

0755-82485666-7722

yijingming@gtjas.com

niwenhao@gtjas.com

探讨全球医药市场目前的状况、剖析新医改下的产业形势

本报告导读:

投资要点:

- I 2007 年全球药品销售收入达到 7120 亿美元,但从 2000~2007 年的总体趋势看,受到专利药物到期影响,增速在 2005 年以来减缓,2007 年为 9.71%。治疗类别金额排序:抗肿瘤、降胆固醇、呼吸系统药物、质子泵抑制剂等。美国是全球药品消费老大,占全球销售额 45%,中国占 2%。从增长率来看,被定义为“金砖四国”BRIC(巴西、俄罗斯、印度、中国)分外亮丽。从长远来看创新是医药企业的最大前进动力。
- I 06 年 11 月至 08 年 11 月,纵观标普 500、欧洲 500、东京交易所医药行业相对各大盘表现,医药行业在百年一遇的金融危机中表现亮眼,这凸显出医药稳健增长、防御性强的特点。
- I 08 年 1-8 月统计局数据:医药制造业税前利润同比增长 38.9%,在 12 个下游消费品中位列第三。
- I A 股上市公司前三季度医药行业收入同比增长 20%、净利润同比增长 42%。08 年增长点包括:医改拉动、原料药利润的突飞猛进、两税合并,负面因素是部分公司的投资亏损。观察经营性现金流量与净利润的匹配程度,医药行业 08-3Q 比 07-3Q 经营性现金流质量虽然略降,但在行业间比较仍然是基本健康的。
- I 医改对行业的影响:我们预计政府投入对医药制造业的增幅 3.8%-4.7%,加上行业自身的存量增速,我们估计明年医药制造业收入增幅大约为 20%(不考虑原料药,统计局数据口径)。但基本药物制度、药物价格制度对行业的影响还需要观察。
- I 08 年以来医药行业至今跌幅 50%,在全市场中跌幅最小,优质公司的相对估值溢价不断抬高。如果 09 年 1-2 季报 A 股市场数据惨淡的情况下,医药上市公司增长还是不错的,可能获得相对收益。
- I 策略:重点关注白马股,我们长期推荐的“恒瑞、双鹭、云南白药、康缘、科华”成长仍然较快;关注其他成长股,我们目前比较关注的是鱼跃医疗、华东医药。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

细分行业评级

生物科技	增持
化学制药	增持
医药商业	中性
中药制药	增持

重点公司评级

恒瑞医药	增持
双鹭药业	增持
康缘药业	增持
云南白药	增持
科华生物	增持
国药股份	增持
鱼跃医疗	增持
华东医药	谨慎增持
华海药业	谨慎增持
双鹤药业	谨慎增持
东阿阿胶	谨慎增持
一致药业	谨慎增持

医药行业指数相对走势



相关报告

医改征求意见稿出台

2008.10.15

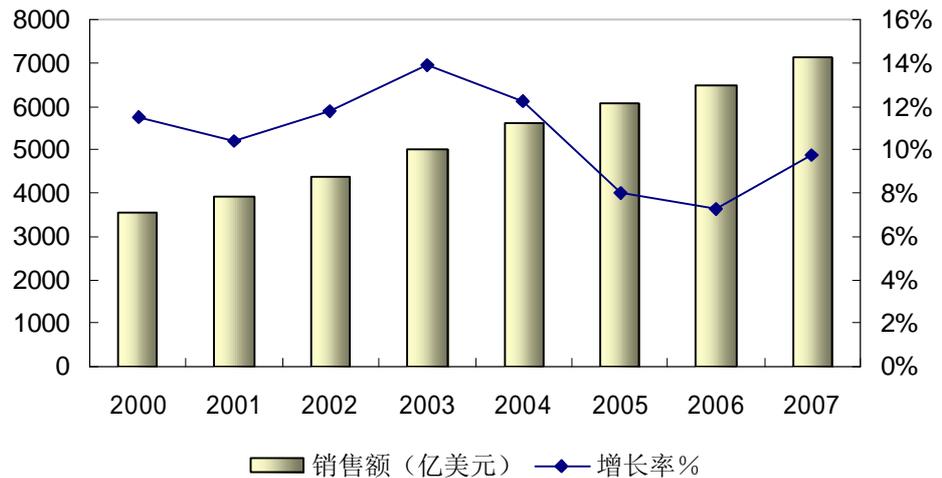
卫生部: 医改即将全面推进

2008.09.02

1. 全球医药市场：创新和专利到期影响深远

2007 年，全球药品市场再创历史新高，达到 7120 亿美元，销售收入较过去 5 年增加 1780 亿美元；虽然销售额逐年增长，但从 2000~2007 年的总体趋势看，增速却在 2005 年以来减缓，2007 年为 9.71%。

图1. 全球药物市场销售收入及增长率（单位：亿美元）



数据来源：IMS

从治疗类别看：抗肿瘤药物是最大的治疗领域药物，销售收入达 414 亿美元，比 2006 年的 356 亿美元增长了 16.2%。随后是降胆固醇药物，销售收入为 337 亿美元(从 2006 年排名第一下滑到 2007 年第二位)。其他依次为呼吸系统药物、质子泵抑制剂以及糖尿病治疗药物。

表1. 2007 年全球药物市场前十大治疗类别（亿美元、%）

排名	类别	销售额	份额	年增长率
1	抗肿瘤药	414	5.81%	16.2
2	血脂调节类	337	4.73%	-6.7
3	呼吸系统用药	286	4.02%	12.3
4	质子泵抑制剂	256	3.60%	2.8
5	糖尿病类	241	3.38%	10.7
6	抗精神病药	207	2.91%	10.6
7	抗抑郁药	197	2.77%	-6.8
8	血管紧张素 2 拮抗剂	194	2.72%	13.6
9	抗癫痫药	152	2.13%	13.5
10	免疫系统药	133	1.87%	20.3
	共计	2417	33.9%	

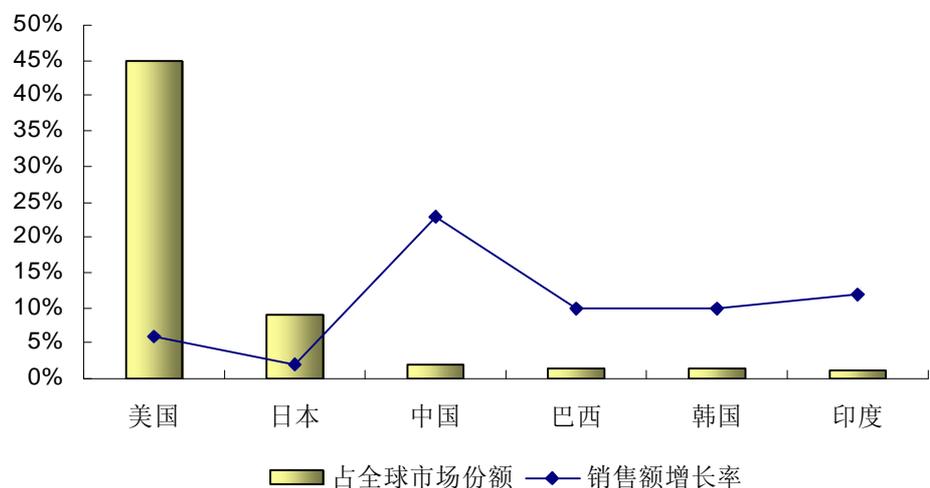
数据来源：IMS

I 国别比较:

美国仍是全球药品消费老大，占全球销售额的 45%，日本占全球销售额的 9%，中国占 2%。从增长率来看，如今被定义为“金砖四国” BRIC（巴西、俄罗斯、印度、中国）的市场则分外亮丽，医药行业进入了一个“西方不亮东方亮”的时代。

新兴市场的高增长率也许仅仅是一个开端。显而易见的是，中印两国巨大的人口基数将为这个市场带来一个庞大的病人群。与此同时，社会的老龄化以及生活方式的西方化使得这些新兴起的发展中国家疾病谱变化以及流行病学特征愈来愈接近西方主流世界。此外，虽然新兴市场内抗肿瘤药物所占比重不如发达国家，但这却是新兴医药市场中增长速度最快的用药目录。人口基数大、经济的快速增长而不断壮大的中产阶级阶层，使得跨国制药企业对这个广袤的市场垂涎欲滴。

图2. 2007 年各国药物销售收入同比增速及全球占比



数据来源: IMS

I 企业分布:

2008 年 5 月，美国《制药管理者》杂志公布了其评选出的 2007 年度全球制药企业 50 强，这 50 强制药企业的处方药销售额超过了 5100 亿美元。一个有趣的现象是，除分别排名前 3 位的辉瑞、葛兰素史克和赛诺菲-安万特，以及排名第 50 位的 Watson 公司外，榜上其他公司处方药销售业绩都呈现出较大幅度的提高，有的甚至是两位数的快速增长。

I 排名分布:

世界制药企业的格局并未有显著改变。这些企业大都来自发达国家，其中美国 20 家、英国 4 家、日本 7 家、瑞士 4 家、德国 5 家、丹麦 2 家、以色列 1 家、意大利 1 家、比利时 2 家、法国 2 家、澳大利亚 1 家、冰岛 1 家，在前 10 名中美国独占 5 家。

表2. 2007 年全球处方药制药企业 20 强 (十亿美元、%)

	公 司	2007 年全年销售额	增长率
1	辉瑞	45.1	-1.50%
2	葛兰素史克	39.2	-2.70%
3	赛诺菲 - 安万特	37.4	-1.40%
4	诺华	29.5	9.40%
5	阿斯利康	25.7	11.50%
6	强生	23.3	7%
7	默沙东	22.6	6.90%
8	罗氏	16.9	20.30%
9	惠氏	15.7	18.80%
10	礼来	14.8	19%
11	百时美施贵宝	13.9	12.70%
12	拜耳	12.87	51.90%
13	雅培	12.4	18%
14	安进	11.9	3.30%
15	勃林格殷格翰	10.9	15.40%
16	先灵葆雅	8.68	18.80%
17	武田制药	8.56	12.10%
18	基因技术	7.64	23.60%
19	梯瓦制药	7.82	20.30%
20	诺和诺德	6.85	19.60%

数据来源:《制药管理者》杂志(规则:未计入许可收入、普药收入; OTC 药物收入尽量排除)

表3. 2007 年外资制药企业在中国销售 Top5

名 次	公 司	金额 (亿元)
1	拜 耳	33
2	阿斯利康	32.8
3	辉 瑞	32.3
4	赛诺菲 - 安万特	28.5
5	罗 氏	26

数据来源: IMS

I 专利到期影响深远

目前制药巨头们普遍遇到的窘境: 新药发现越来越难, 费用越来越高, 时间越来越长伴随而来的就是风险越来越大。2007 年, 医药市场受到 160 亿美元的药物专利到期的影响, 包括抗精神病药物、钙拮抗剂和 β -受体阻断剂等产品市场, 而该数字在 2006 年达到历史峰值 (230 亿美元)。频繁的专利到期致使品牌药在全球医药市场中的份额降低, 也延缓了世界药品市场的增长。但事物的另一面是专利到期给患者带来福音, 给全球仿制药企业带来发展机遇, 对中国企业是利好。

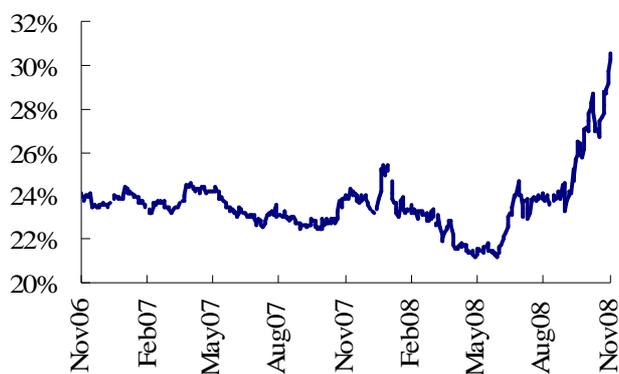
从长远来看: 创新是医药企业的最大前进动力。近年来, 大型制药企业的新药研

研发投入仍维持着高水平,表明提高创新能力仍是企业提高竞争力的主要手段。2007年度,辉瑞公司的研发费用高达 81 亿美元,占其全球销售额的 17.96%,位居全球第一,其做为制药业全球龙头的风采依旧。

1 2008 年主要交易所医药行业相对大盘表现

以 2006 年 11 月为基点,至 2008 年 11 月,纵观标普 500、欧洲 500、东京交易所医药行业相对各大盘表现,医药行业在百年一遇的金融危机中表现亮眼,08 年 5 月份以来的半年中更加大幅超越各大盘表现。这凸显出医药行业稳健增长、防御性强的特点。

图3. 标普 500 医药指数/标普 500 指数走势



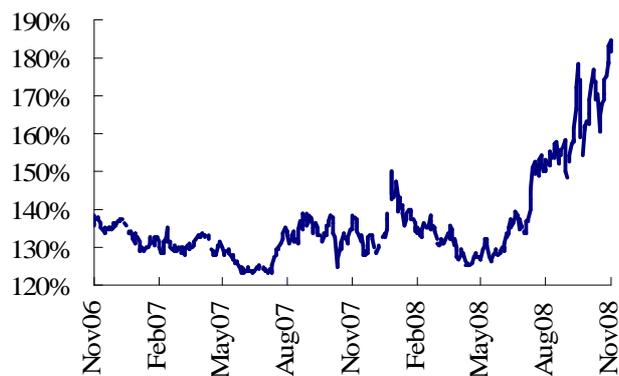
数据来源: Bloomberg

图4. 欧洲 500 医药指数/欧洲 500 指数走势



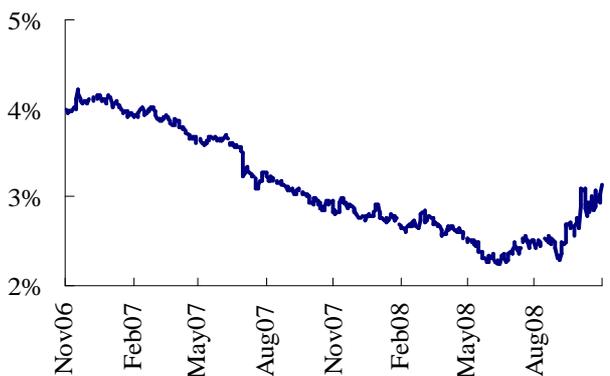
数据来源: Bloomberg

图5. 东交所综指医药指数/东交所综指



数据来源: Bloomberg

图6. 多伦多医药指数/多伦多综指



数据来源: Bloomberg

2. 医改背景下的行业温度

发改委就医改公开征求意见,于 08 年 10 月 14 日发布《关于深化医药卫生体制改革的意见(征求意见稿)》。目前,在全球经济减速,国内经济下行周期中,医药行业兼具必需品消费、政策主导下投资加大的两大特征;因此资本市场对此医改征求意见稿将给予相当的关注,我们从以下几个方面来解读: 1、政府主导下的投资加大对行业增速的影响和我们的估算 2、其他对行业有重大影响的因素的讨论。

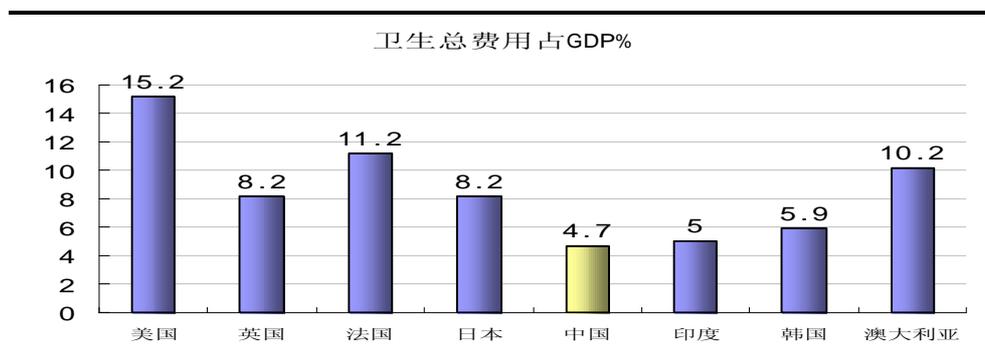
政府主导下的投资加大

2.1. 政府卫生投入增长幅度要高于经常性财政支出的增幅

本次征求意见稿提出：中央政府和地方政府都要增加对卫生的投入，并兼顾供给方和需求方。逐步提高政府卫生投入占卫生总费用的比重，使居民个人基本医疗卫生费用负担明显减轻；政府卫生投入增长幅度要高于经常性财政支出的增长幅度，使政府卫生投入占经常性财政支出的比重逐步提高。

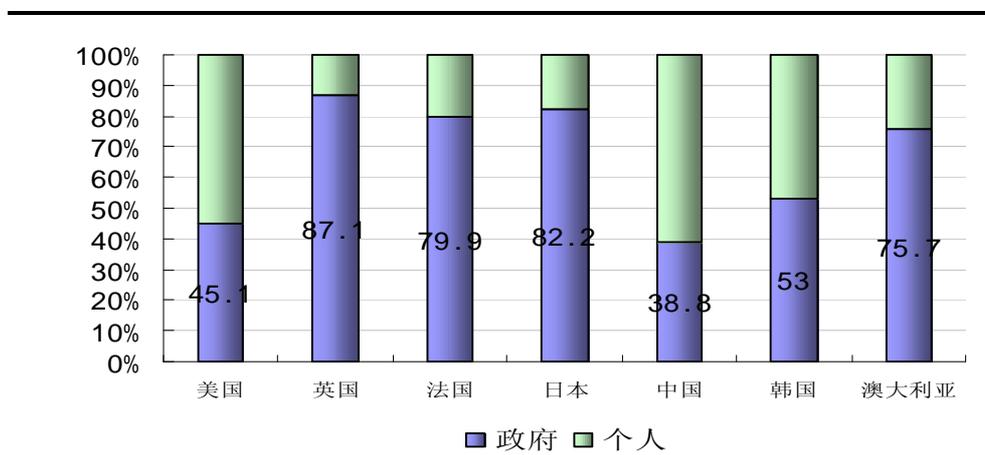
评论：从国际上来看，我国卫生总费用占 GDP 比例较低（中国 4.7%、美国 15.2%、欧洲国家 8.2-11.2%）；政府投入占卫生总费用构成比例较低（包含社会保障的政府投入占卫生总费用构成%：中国 38.8%、欧洲国家 80-90%、美国 45%）；从历史上来看：自从 1980 年以来，我国卫生总费用发生了巨大的结构性变化，政府支出（不包含社会保障的政府支出）比例从 80 年的 36.2% 降到目前的 18.1%，个人支出比重从 21.2% 上升到 49.3%。由此可见：从国际间比较来看，我国卫生总费用占 GDP 比例、政府投入占卫生总费用构成比例均有较大提升空间；从历史比较来看，我国政府支出比例目前处于低点，也有较大提升空间。本次出台的征求意见稿明确了：政府卫生投入增长幅度的参照物是经常性财政支出的增长幅度，这是一个明确的指标。

图7. 2005 年各国卫生总费用占 GDP 的比例



数据来源：卫生部

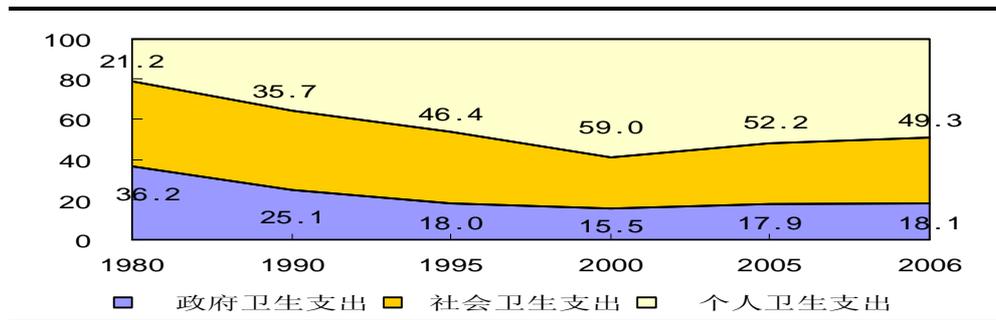
图8. 2005 年卫生总费用构成中政府和个人支出占比



数据来源：卫生部数据

注：国际间比较中政府支出包括社会保障支出

图9. 我国卫生总费用构成比例变化情况 (%)



数据来源：国泰君安研究所收集整理

2.2. 对于三大保险的覆盖规划明确

医改意见稿中提出：

- 基本医疗保障制度全面覆盖城乡居民，城镇职工基本医疗保险、城镇居民基本医疗保险和新型农村合作医疗参保（合）率达到90%以上。
- 建立覆盖城乡居民的基本医疗保障体系。城镇职工基本医疗保险、城镇居民基本医疗保险、新型农村合作医疗和城乡医疗救助共同组成基本医疗保障体系，分别覆盖城镇就业人口、城镇非就业人口、农村人口和城乡困难人群。坚持广覆盖、保基本、可持续的原则，从重点保障大病起步，逐步向门诊小病延伸，提高保障水平。建立国家、单位、家庭和个人责任明确、分担合理的多渠道筹资机制，实现社会互助共济。随着经济社会发展，逐步提高筹资水平和统筹层次，缩小保障水平差距，最终实现制度框架的基本统一。进一步完善城镇职工基本医疗保险制度，加快覆盖就业人口，重点解决国有关闭破产企业、困难企业职工和退休人员以及混合所有制、非公有制经济组织从业人员和灵活就业人员的医疗保险问题；**加快推进城镇居民基本医疗保险试点，到2009年全面推开，重视解决老人和儿童的基本医疗保险问题；全面实施新型农村合作医疗制度，逐步提高政府补助水平，适当增加农民缴费，提高保障能力。**完善城乡医疗救助制度。对困难人群参保及其难以负担的医疗费用提供补助，筑牢医疗保障底线。有条件的地区要采取多种方式积极探索建立城乡一体化的基本医疗保障管理体系。

评论：对于三大保险的覆盖讲的更加详细，09年可以预期的是一一城镇居民全面推开（目前还在试点）、新型农村合作医疗制度将逐步提高政府补助水平。方向是一一从重点保障大病起步，逐步向门诊小病延伸（新农合07年第3季度资金流量数据，住院和门诊用药比例是84.7%：14.8%）

表4. 三大医疗保障制度覆盖现状和目标

	目标覆盖人群	目前状况	近期目标
城镇职工医疗保险制度	3.4亿城镇职工	覆盖1.6亿人	进一步完善
城镇居民医疗保险制度	2.4亿城镇居民	刚刚启动	2009年全面推开
新农村合作医疗保险制度	7.2亿农村居民	覆盖地域约86%	2008年全面覆盖

数据来源：国泰君安证券研究所收集整理

表5. 国家增加投入测算

	目标覆盖人群	09年核心假设	政府新增支出
城镇职工医保	3.4亿城镇职工		
城镇居民医保	2.4亿城镇居民	覆盖50%人口，平均120元/年、人	144亿元
新农合	7.2亿农村居民	假设6亿人口中，新增20-30元/人	120-180亿元

数据来源：国泰君安证券研究所

我们在前期报告中有一个计算公式：

对医药工业部分来讲，新的增量 = 政府投入 * 药费比例 (40% - 50%) ÷ 政府报销比例 (40%)，即政府对三大保险的投入中大约 40-50% 花费在药物上，但因为国家一般是报销 40% 左右，所以除以 40% 以后得到的是对行业的增量。即对行业新的增量等于政府投资的 1-1.25 倍，我们按照上表的假设，即 09 年政府对三大保险新的增量是 260-320 亿元 (08 年全国医药工业收入预计为 6740 亿元)，即政府投入对医药制造业的增幅 3.8%-4.7%，加上行业自身的存量增速，我们估计明年医药制造业收入增幅大约为 20%。

2.3. 争论点

2.3.1. 基本药物制度

意见稿提到：建立国家基本药物制度。中央政府统一制定和发布国家基本药物目录，按照防治必需、安全有效、价格合理、使用方便、中西药并重的原则，结合我国用药特点，参照国际经验，合理确定我国基本药物品种和数量。建立基本药物的生产供应体系，在政府宏观调控下充分发挥市场机制的作用，基本药物由国家实行招标定点生产或集中采购，直接配送，减少中间环节，在合理确定生产环节利润水平的基础上统一制定零售价，确保基本药物的生产供应，保障群众基本用药。规范基本药物使用，制订基本药物使用规范和临床应用指南。城市社区卫生服务中心(站)、乡镇卫生院、村卫生室等基层医疗卫生机构应全部使用基本药物，其他各类医疗机构也要将基本药物作为首选药物并确定使用比例。基本药物全部纳入基本医疗保障体系药物报销目录，报销比例明显高于非基本药物。

评论：意见稿中明确了基层医疗卫生机构应全部使用基本药物，其他各类医疗机构也要将基本药物作为首选药物并确定使用比例。基本药物全部纳入基本医疗保障体系药物报销目录，报销比例明显高于非基本药物。这会不会对行业造成较大冲击呢，这也是我们认为行业具有不确定性的一个重要因素，老实说，这一点的影响我们现在还看不清楚。基本药物制度落实到执行上还要解决一些问题：国家的战略中，该如何平衡创新和基本药物制度的关系？什么药物应该进入基本药物目录？某些普药生产厂家众多、配送商家众多，按照什么原则去筛选供应商？从市场竞争转化到行政定厂家，从长期看如何避免政府部门的权利寻租和厂家的市场垄断？对药物如何定价及毛利率水平？基层医疗卫生机构的医生收入将只有工资，如何吸引并留住人才？药物的消费意愿是由医生决定的，医生的意愿到底多高？

2.3.2. 药物价格制度

意见稿提到：改革药品价格形成机制。合理调整政府定价范围，改进药品定价方法，利用价格杠杆鼓励企业自主创新，促进国家基本药物的生产和使用。对新药和专利药品逐步实行上市前药物经济性评价制度。对仿制药品实行后上市价格从低定价制度，抑制低水平重复建设。推行在药品外包装上标示价格制度。严格控制药品流通环节差价率。对医院销售药品开展差别加价、收取药事服务等试点，引导医院合理用药。加强医用耗材及植（介）入类医疗器械流通和使用环节价格的控制和管理。健全医药价格监测体系，规范企业自主定价行为。

评论：企业利润的预测对于药物价格是很敏感的，企业也很重视药物价格制定标准。新方案中提出了一些新的思路：对新药和专利药品逐步实行上市前药物经济性评价制度、严格控制药品流通环节差价率。对医院销售药品开展差别加价、收取药事服务等试点，引导医院合理用药等。

药物经济性评价国外也有，对于国内来说，我们首先应该要搞明白谁做这个评价、为什么要做这个评价。在美国评价者是商业医保（付账者）来做。其逻辑在于：商业医保药品数量纳入越多，其保单卖得越好。但可报销比例由商业保险公司联合起来跟药厂讨价还价，即这个价格不能由厂家说了算（这是一种监督机制）。但在国内，国家的医疗保险资金有限，工作人员有限，而药物经济性评价是一个基于市场讨价还价的行为，千万不能被视为一个行政问题来看待。这一块应该怎么做，方案中也没有明确的执行方法，但总的来讲，可能会让新药上市增加一个环节。

药物流通过程：以终端价格 100 元计，出厂价一般 20-30 元，流通环节 25 元，医院等终端 45-55 元（医院加价 15 元，医生、入院费等要花掉剩余的），方案中提出：严格控制药品流通环节差价率。（目前在深圳、韶关等三地试点医院药物零差价 即医院的 15 元取消）。但这估计在全国推广难度挺大（医院的收入中，8%来自于财政补助，50%以上来自于药品，其余来自于诊疗费、检诊费用等，如果取消药品加价，即全面取消以药养医，政府补助和诊疗费、检诊费用几乎是不可能补足医院收入的空缺的，所以全国推广难度大）。

关于价格：原来国家对于目录中的药物基本保持 2 年一调的频率，09 年存在调价的可能性，但因为调低价格后销量上升、用其他新药替代降价药物等，公司也有不少应对之策。这一块对行业的影响也还需要观察

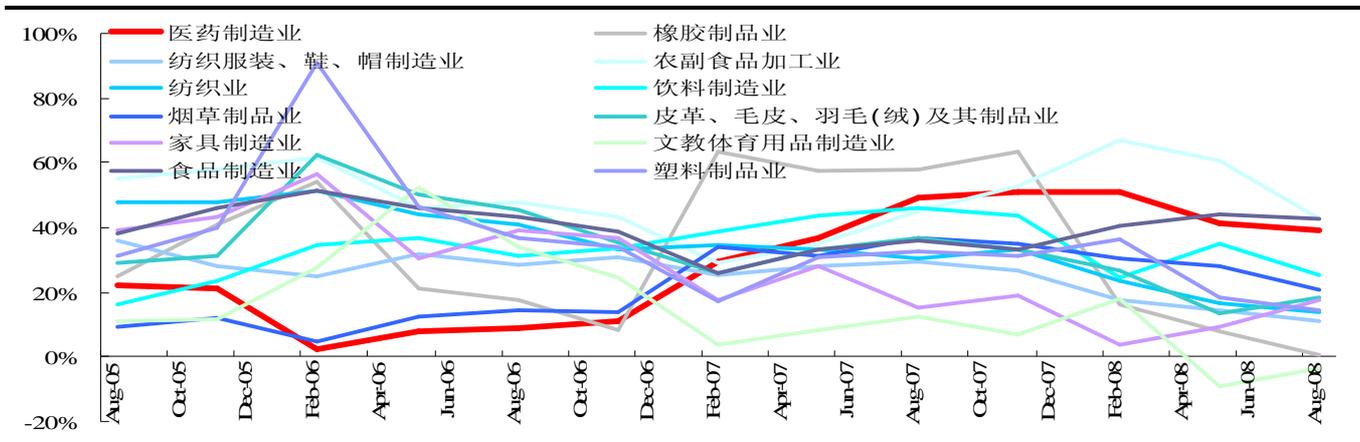
结论：总体看来，医药行业明年收入增长 20%是可以预期的（不考虑原料药），但基本药物制度是否对行业造成影响，还需要观察。

3. 08 年前三季度行业统计局数据及 A 股上市公司表现

3.1. 医药在下游消费品中仍然领先

08 年 1-8 月医药制造业表现延续上半年走势：税前利润同比增幅达到 38.9%，在 12 个下游消费品中位列第三，略低于农副食品加工业和食品制造业。

图10. 下游消费品行业利润增幅对比



数据来源：统计局网站

3.2. 中经数据及 A 股上市公司数据

表6. 医药行业前三季度数据

	营业收入		营业利润(不含投资收益)		利润总额		归属于母公司的净利润
	A 股同比	行业同比	A 股同比	行业同比	A 股同比	行业同比	A 股同比
医药板块	20.36%	27.91%	78.54%	41.70%	34.79%	38.93%	42.33%
化学原料药	30.02%	23.18%	260.80%	60.70%	245.19%	66.12%	314.18%
化学药制剂	17.71%	29.52%	40.59%	32.29%	0.62%	38.09%	-6.47%
中药	19.18%	22.81%	55.89%	29.28%	24.71%	12.47%	32.68%
生物制药	27.34%	40.40%	57.17%	67.41%	41.32%	57.29%	39.73%
医疗器械	20.85%	22.05%	22.04%	18.57%	14.61%	27.72%	20.58%
医药商业	21.70%		28.76%		22.61%		27.25%

数据来源：wind 国泰君安研究所研究所

根据我们的统计：前三季度医药行业收入同比增长 20%、净利润同比增长 42%。
08 年增长点解析

- 1、原料药利润的突飞猛进（原料药的 A 股利润占比从 07 年的 11% 上升到 29%）。
- 2、医改对行业的整体拉动：无论是 A 股还是行业，各子行业收入同比增长都不错，另外在扣除投资收益的营业利润增长中，A 股原料药板块达到了 260%、化学制剂 40%、中药 56%、生物药 57%、医疗器械和商业分别为 22% 和 28%。
- 3、两税合并对行业的正面影响（归属于母公司的净利润同比增长 42%、利润总额同比增长 34.8%）。

2008 年受到的负面影响：

部分公司的投资亏损（化学制剂和中药行业营业利润同比增幅分别为 40% 和 55%，但利润总额同比增幅分别为 0.62% 和 24%）

2009 年的展望:

医改作用仍然继续，据我们测算，对行业的拉动大约 4%，估计行业（不考虑原料药）收入同比增速约为 20%

原料药对行业整体增速为负面影响、两税合并税率影响因素消失；但投资亏损的公司明年账面不会再有今年这样的巨额亏损

基本药物制度对行业格局的影响还需等待配套政策出台。

综合考虑以上因素，我们初步预计：A 股医药上市公司包含原料药，09 年全年净利增速为 15%，不包含原料药的全年净利增速为 30% 左右。

表7. 原料药目前占 A 股净利比重较大，对 09 年上市公司净利增长产生影响。

	A 股				行业毛利率	
	毛利率		净利润占比		07-3Q	08-3Q
	07-3Q	08-3Q	07-3Q	08-3Q		
医药板块	25.78%	28.17%	100.00%	100.00%	30.81%	30.84%
化学原料药	22.55%	33.85%	11.70%	29.20%	19.83%	21.31%
化学药制剂	33.70%	34.25%	27.20%	21.30%	39.71%	39.40%
中药	37.07%	37.70%	41.90%	27.60%	38.40%	37.10%
生物制药	49.32%	52.66%	12.20%	18.00%	27.22%	28.98%
医疗器械	30.22%	28.93%	0.20%	-1.70%	22.09%	22.04%
医药商业	8.69%	8.96%	6.30%	5.30%		

数据来源：wind 国泰君安研究所

3.3. 现金流是不是问题？
表8. 行业经营性现金流和净利润的对比（亿元）

板块名称	07Q3 经营现金流量净额	07Q3 净利润	现金流/净利润 - 1	08Q3 经营现金流量净额	08Q3 净利润	现金流/净利润 - 1	净利润同比	现金流同比
农林牧渔	49.32	10.87	354%	39.96	10.61	277%	-2.39%	-18.98%
采掘	2133.44	1335.12	60%	2288.76	1395.94	64%	4.56%	7.28%
化工	1206.4	621.77	94%	131.92	314.9	-58%	-49.35%	-89.06%
黑色金属	526.92	420.32	25%	395.62	505.65	-22%	20.30%	-24.92%
有色金属	198.41	281.29	-29%	158.05	211.24	-25%	-24.90%	-20.34%
建筑建材	96.9	85.87	13%	34.16	147.58	-77%	71.86%	-64.75%
机械设备	22.28	162.41	-86%	1.05	186.17	-99%	14.63%	-95.29%
电子元器件	38.36	26.93	42%	39.53	22.28	77%	-17.27%	3.05%
交运设备	132.26	146.09	-9%	130.7	163.37	-20%	11.83%	-1.18%
信息设备	-57.3	16.64	-444%	-80.9	22.98	-452%	38.10%	41.19%
家用电器	54.85	37.27	47%	73.73	51.93	42%	39.33%	34.42%
食品饮料	131.09	69.85	88%	149.79	91.82	63%	31.45%	14.27%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

11 of 21

纺织服装	41.13	36.78	12%	39.05	41.88	-7%	13.87%	-5.06%
轻工制造	34.37	40.41	-15%	62.99	40.5	56%	0.22%	83.27%
医药生物	73.47	71.71	2%	88.93	106.65	-17%	48.72%	21.04%
公用事业	503.16	238.78	111%	291.53	15.98	1724%	-93.31%	-42.06%
交通运输	638.89	355.58	80%	736.16	487.26	51%	37.03%	15.22%
房地产	-236.7	116.46	-303%	-380.4	159.62	-338%	37.06%	60.71%
金融服务	13114.87	2790.19	370%	5518.1	3597.34	53%	28.93%	-57.92%
商业贸易	60.99	70.96	-14%	101.82	105.51	-3%	48.69%	66.95%
餐饮旅游	20.21	12.57	61%	9.26	10.44	-11%	-16.95%	-54.18%
信息服务	272.89	64.5	323%	253.54	80.4	215%	24.65%	-7.09%
综合	7.96	11.86	-33%	11.89	28.04	-58%	136.42%	49.37%

数据来源：国泰君安证券研究所

我们考察相对现金流，即观察经营性现金流量与净利润的匹配程度。我们选取的指标是：经营性现金流的同比增幅和净利润同比增幅的匹配程度、现金流/净利润-1 的变化程度。纵观市场中各行业，我们认为：医药行业 08-3Q 比 07-3Q 现金流质量虽然略降，但在行业间比较仍然是基本健康的（现金流/净利润-1 为 -17%，在各行业排名中仍然不错）；而且，关键在于：医药行业 08-3Q 现金流量中，投资亏损共计 11 亿元，将其补回后，现金流量改为 100 亿，和 106 亿的净利润是匹配的。

表9. 医药公司投资亏损排名（亿元）

	证券简称	公允价值变动净收益
1	健康元	-5.45
2	丽珠集团	-2.28
3	恒瑞医药	-1.23
4	千金药业	-0.48
5	金陵药业	-0.40
6	钱江生化	-0.29
7	新华制药	-0.23
8	羚锐股份	-0.22
9	复星医药	-0.20
10	双鹭药业	-0.16

数据来源：wind 国泰君安研究所

3.4. 政策总结

表10. 2008 年政策总结

发布时间	发布单位	政策名称	政策主要内容及评论
2008-1-8	发改委	制药工业污染物排放标准	加强对制药企业的环境管理，降低排污强度
2008-1-8	国食药监	《中药注册管理补充规定》	明确药材来源等要求
2008-1-8	国食药监	中药饮片 GMP 认证 2008 生效	未获得认证企业将一律停产，促进行业集中
2008-2-4	国食药监	新 GMP 标准认证 2008 生效， 将按品种检查	药品 GMP 检查，从过去以剂型和生产线为单元改为以品种为单元进行

2008-2-27	国务院	基本医疗保险试点扩大 财政补助提高	今年进一步扩大城镇居民基本医疗保险试点到全国 50% 以上城市, 到年底新进入试点的城市居民参保率达 50% 左右
2008-3-1	卫生部	扩大国家免疫规划实施方案	计划免疫内疾病由此前 6 种增加到 15 种, 加接种疫苗种类将有利于涉及疫苗生产的生物制品公司
2008-3-6	财政部	831 亿元投向医疗卫生事业	同比增长 25.2%, 主要支持深化医药卫生体制改革, 建立公共卫生、医疗服务、医疗保障、药品供应保障四个体系, 全面实行新型农村合作医疗制度, 以及支持加强公共卫生服务体系建设
2008-3-11	国务院	SFDA、中药局并入卫生部	卫生部成为医、药、疾控、食品安全、农村医保等领域的总统领
2008-3-25	中央财政	承担扩大免疫疫苗和注射器费用	扩大国家免疫规划后, 纳入国家免疫规划的常规免疫以及国家确定的群体性预防接种和重点人群应急接种所需疫苗和注射器的购置费用由中央财政承担。省及以下地方人民政府确定的群体性预防接种和应急接种所需疫苗和注射器的购置费仍由地方财政承担。
2008-7-1	国食药监	原料血浆检疫期制度生效	控制原料污染, 同时增加了企业的生产周期和成本
2008-9-3	国务院	实施“重大新药创制”科技重大专项	新药创制计划分三个阶段: 08~10 年是创新转型阶段, 形成国家药物创新体系; 2011~2015 年是快速增长阶段, 新药研发的主要技术规范与国际接轨; 2016~2020 年跨越发展, 新药开发的综合能力和水平接近国际发达国家水平。重要的任务有五个, 即“创新药物研究开发”、“药物大品种技术改造”、“创新药物研究开发技术平台建设”、“企业创新药物孵化基地建设”和“新药研究开发关键技术研究”。
2008-9-26	社会保障部	覆盖 13 亿人社保方案有望年底实施	城镇职工养老保险跨省续转办法、农民工养老保险、新型农村养老保险试点指导意见三份社保制度方案框架已基本完成, 待上报国务院后争取在今年年底实施。
2008-10-14	卫生部	医改草案公布	详见前文
2008-10-14	卫生部、SFDA	黑龙江省完达山制药厂生产的刺五加注射液停止销售。	据查:该厂生产的部分批号的部分样品有被细菌污染的问题。目前, 国家将对部分地标升国标的中药注射液展开重新评价
2008-11-1	最高法院、最高人民检察院	关于办理商业贿赂刑事案件适用法律若干问题的意见	明确了医务人员、教师、评标委员会等组成人员构成商业贿赂犯罪的刑事责任。
2008-11-24	发改委	新增 4.42 亿投资生物制药等产业	国家发展改革委安排新增中央投资 4.42 亿元, 支持生物医药、生物育种、生物医学工程高技术产业化专项以及国家生物产业基地公共服务条件建设专项的建设。据了解, 此举可直接带动社会投资 40 亿元, 对于促进高技术产业化、推动生物等战略性新兴产业的发展具有重要作用
2008-11-25	卫生部	向农村卫生服务体系注资 48 亿元	按照优先安排拉动面广、产业链长、能尽快启动实施项目的原则, 国家计划新增 48 亿元安排支持农村卫生服务体系建设。包括基建建设和设备采购等。

2008-11-1	财政部和税务总局	提高抗艾滋病药物、胰岛素等出口退税率	提高部分高技术含量、高附加值医药商品的出口退税率
2008-11-23	财政部和税务总局	关于提高劳动密集型产品等商品增值税出口退税率的通知	解热镇痛原料药、心脑血管类、克拉维酸及其盐、生长激素及其衍生物和结构类似物、促红细胞生成素(EPO)、胆碱及其盐、谷氨酸等都在调整目录内，提税幅度4%。

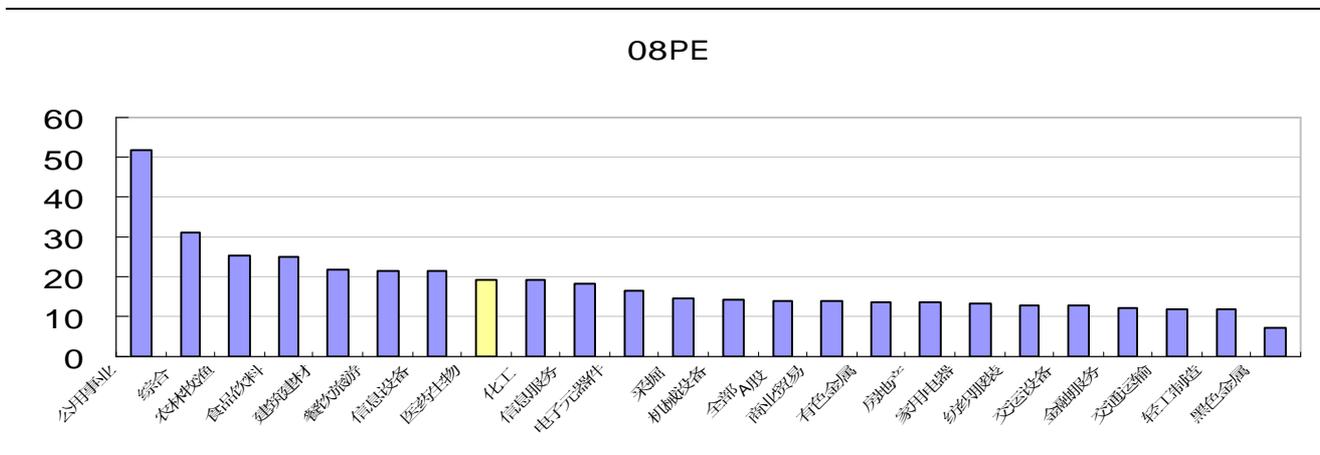
数据来源：卫生部、财政部、发改委、SFDA 网站

4. 行业策略

4.1. 行业目前估值水平

医药行业 08 年预测市盈率为 19 倍，以 wind 中导出的行业数据计算，医药行业 08 年 PE 低于食品饮料、农林牧渔、餐饮旅游等，与 A 股整体比较溢价约 39% (历史溢价平均值约 57%)，但今年由于原料药只有 5 倍 PE 左右，三线股估值也较低，拉低了整体估值，我们覆盖的重点公司 08 年平均 PE 29 倍，估值并不便宜。

图11. 行业间估值比较



数据来源：国泰君安证券研究所

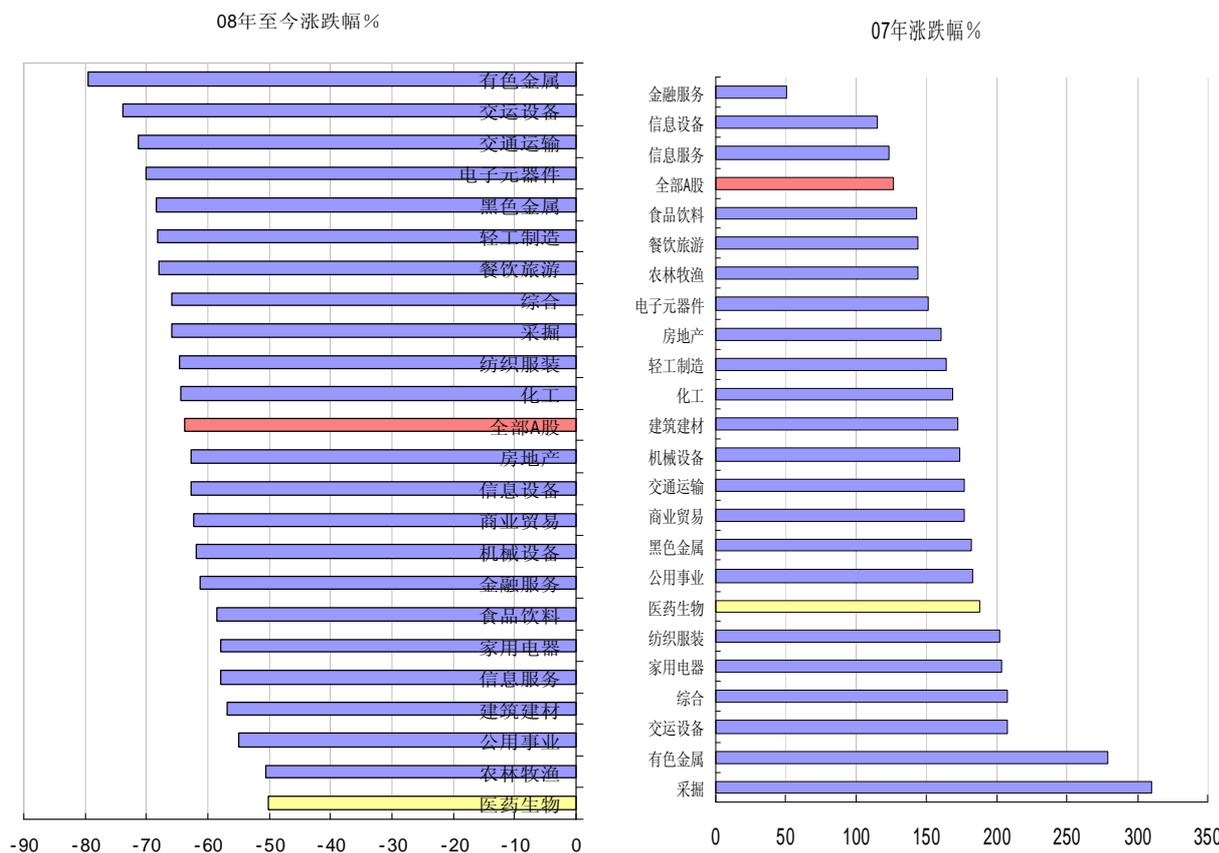
4.2. 行业近两年涨跌幅回顾

08 年以来医药行业的市场表现亮丽，以总市值加权平均计算，医药行业 08 年至今跌幅 50%，在全市场中跌幅最小。医药兼具必须消费品和政府投资加大的特点使得医药行业很抗跌，因此优质公司的相对估值水平不断抬高。展望 2009 年，我们认为：如果 09 年 1-2 季报 A 股市场数据惨淡的情况下，医药上市公司增长还是不错的，可能获得相对收益，但有些一线股票的估值已经达到 09 年 26 倍 PE，短期估值合理。

我们的策略是：1、重点关注白马股：从基本面来讲，我们长期推荐的“恒瑞、双鹭、康缘、云南白药、科华”成长仍然较快。2、关注成长股：我们目前比较关注的是鱼跃医疗、华东医药。

图12. 08年至今医药跑在所有板块第一

图13. 07年医药行业涨幅 187%



数据来源: wind

数据来源: wind

4.3. 公司数据

恒瑞医药: 根据我们的预测: 08年工业收入同比增长约25%, 抗肿瘤药达到16亿元(同比增长23.9%)、抗感染类达到3.8亿元(同比增长35%)、麻醉药物达到2.1亿(同比增长30%)。展望09年, 我们认为这三块仍是恒瑞较快发展的保证, 强大的销售体系(人海战术)给销售持续增长提供支持。目前公司的人员销售人员2090人(占65%)、生产、研发分别占比20%、9%。除了精干的300人研发队伍, 公司在销售方面仍将采取大销售模式, 创新药物推出也是未来业绩重要的增长点。15%税率下, 我们预计恒瑞08年主业EPS为1.02元, 09年预计主业能保持30%以上的增长。目前15%的税率已经通过省里公示阶段, 即将获批, 我们调高09年业绩预测, 预计08-09EPS 0.88\1.33元, 维持增持评级。

科华生物: 根据三季报我们预计全年主业部分: 收入同比增长22.5%, 净利润同比增幅40%左右。根据前三季度数据, 我们大致推断: 诊断试剂今年收入同比增幅大约为24.6%, 达到3.2亿元: 其中免疫试剂1.92亿元(同比增幅20%)、化学诊断试剂达1亿元(同比增幅21%)、核酸试剂2800万(同比增幅100%)。公司的

诊断仪器主要分两类，预计全年收入 1.5 亿。根据前三季度数据，我们估计代理仪器全年收入增幅约为 8%，达到 1.13 亿；自产仪器增幅很快，增长约 70%，达到 3900 万左右。我们预计科华 08 年、09 年 EPS 分别为 0.57、0.80 元，维持增持评级。

双鹭药业：08 年我们预计贝科能（07 年占收入比重 42%、毛利比重 35%）2008 年销售收入将达到 2 亿元，同比收入翻番；其他增长较快的包括欣尔金（紫杉醇注射液）（翻番）、欧宁（注射用胸腺五肽）、雷宁（氯雷他定分散片）、欣瑞金（注射用酒石酸长春瑞滨）等 50% 以上；公司三季度新获生产批文的阿德福韦酯胶囊、利塞膦酸钠、三氧化二砷等将逐步成为公司新的利润增长点。目前异环磷酰胺、环孢素软胶囊即将获得生产批件。这些新产品为明年的增长打下基础。暂维持 08\09 年 EPS 分别为 0.93、1.44 元，目前股价对应 08PE 为 28 倍，维持增持评级。

康缘药业：分析 08 年 1-9 月工业数据：08 年 1-9 月临床品种数据（不包含六味地黄软胶囊的工业部分，消化数据）表现不错，1-9 月累计消化 5.07 亿元（同比增幅 29.3%）。从分产品数据来看：08 年 1-9 月桂枝、热毒宁、散结镇痛、腰痹痛消化数据分别为 20790、7057、5885、6131 万元。本月的公告是：康缘集团持有的 6821 万股（占总股本比例 25.60%）获得流通权之日（2008 年 11 月 16 日）起，在未来三年内不上市流通，这彰显大股东对公司长期发展的信心；我们认为：康缘是多点发展策略，桂枝、热毒宁、散结镇痛、腰痹痛等多线发展使公司抗风险能力比较强。目前 15% 的税率已经通过省里公示阶段，即将获批，我们调高 09 年业绩预测，预计 08-09EPS 0.53\0.75 元，维持增持评级。

云南白药：从历史构成上看：08H 工业部分占收入比重的 33%、毛利比重的 85.6%，是最重要的盈利来源。08 年前三季度，工业部分收入为 14.6 亿元，其中：收购子公司增加收入约 1 亿元，白药系列 12.7 亿元，我们预计工业部分全年收入增长可达 33%，其中牙膏全年销售达到 4 亿，透皮类达到 4.8 亿，两翼产品增长约 50%，中央型产品增长 15% 左右。展望 09 年，我们认为白药的发展动力依旧充足，急救包推出、透皮类将有新产品上市、在药妆和日化方面：牙膏未来将继续开发细分产品。我们预计白药 08\09 年 EPS 分别为 0.96、1.34 元，分别同比增长 38.9% 和 38.5%，公司增发摊薄后 09EPS 为 1.21 元，维持谨慎增持评级。

鱼跃医疗：2008 年公司主营产品制氧机预计销售 4.5 万台以上，超出我们的预期，2009-2010 年公司制氧机仍有望维持 35% 左右的增速；预计超轻微氧气阀 2008 年销售量达 30 万只，同比增长 40% 左右，2009 年公司募投项目（氧气阀扩产）将逐步建成投产，预计产量将达到 45 万支左右，60 万支产能完全释放，则需要等到 2010 年。新产品领域开拓能力明显超出市场预期，2008 年 6 月公司获高频医用诊断 X 射线机生产批件，3 季度该产品即已在两个省招标中中标，其中 50 台将在今年形成销售，并贡献利润；预计 2009 年销售收入将达 5000 万元以上，实现净利润 700—800 万元。维持“增持”评级。

表11. 重点公司业绩预测

	股价	06EPS	07EPS	08EPS	09EPS	06PE	07PE	08PE	09PE	投资评级
化学药										
恒瑞医药	34.46	0.4	0.79	0.88	1.33	86	44	39	26	增持
双鹤药业	22.91	0.37	0.99	0.85	1.01	62	23	27	23	谨慎增持
华东医药	7.5	0.19	0.4	0.45	0.6	39	19	17	13	谨慎增持
华海药业	10.3	0.37	0.44	0.53	0.70	28	23	19	15	谨慎增持
海正药业	12.2	0.18	0.31	0.43	0.56	68	39	28	22	谨慎增持
中药										
康缘药业	15.28	0.41	0.37	0.53	0.75	37	41	29	20	增持
云南白药	32	0.57	0.70	0.96	1.21	56	46	33	26	增持
东阿阿胶	14.08	0.29	0.39	0.54	0.56	49	36	26	25	谨慎增持
同仁堂	11.62	0.36	0.53	0.48	0.55	32	22	24	21	谨慎增持
广州药业	11.31	0.28	0.41	0.23	0.25	40	28	49	45	中性
天士力	11.52	0.42	0.37	0.48	0.58	27	31	24	20	谨慎增持
江中药业	8.36	0.26	0.32	0.39	0.48	32	26	21	17	谨慎增持
生物药										
双鹭药业	29.7	0.30	0.55	0.93	1.44	99	54	32	21	增持
科华生物	19.55	0.23	0.37	0.57	0.8	85	53	34	24	增持
天坛生物	13.09	0.21	0.21	0.25	0.39	63	61	52	34	谨慎增持
上海莱士	21.58	0.32	0.51	0.63	0.90	67	42	34	24	谨慎增持
华兰生物	34.5	0.36	0.55	0.84	1.25	96	63	41	28	谨慎增持
医药商业及器械										
国药股份	25.62	0.36	0.55	0.77	1.01	72	47	33	25	增持
一致药业	12.65	0.25	0.43	0.55	0.76	51	29	23	17	谨慎增持
鱼跃医疗	17.3	0.31	0.37	0.57	0.8	56	47	30	22	增持
平均						57	38	29	23	

表12. 国际估值比较

	EV/EBATA	收盘价	EPS			PE			PB	PS	3年增长率	08PEG	RoE
			2007	2008	2009	2007	2008	2009					
专利药企													
NOVARTIS AG-REG	10.72	57.45	5.15	3.82	4.20	14.14	12.31	11.21	2.10	2.93	-9.7%	1.33	26.45
JOHNSON&JOHNSON	7.95	55.81	3.67	4.53	4.67	12.43	12.33	11.96	3.39	2.40	12.8%	1.56	25.60
PFIZER INC	3.86	14.45	1.18	2.38	2.50	6.34	6.07	5.79	1.45	2.00	45.5%	81.98	11.96
MERCK&CO	6.36	23.56	1.51	3.30	3.54	7.04	7.15	6.66	2.55	2.08	53.1%	1.32	18.33
ABBOTT LABS	10.08	50.35	2.34	3.32	3.68	15.78	15.15	13.69	4.04	2.70	25.4%	1.32	22.66
WYETH	5.18	32.03	3.44	3.54	3.69	9.10	9.04	8.68	2.17	1.83	3.6%	4.86	28.09
ELI LILLY	5.05	29.91	2.71	4.01	4.29	7.77	7.46	6.97	2.47	1.65	25.8%	1.47	23.96
ASTRAZENECA PLC	5.29	2459	3.74	4.78	5.10	8.64	7.62	7.15	3.26	1.65	16.7%	1.37	37.20
平均值	6.81					10.16	9.64	9.01	2.68	2.16	15.5%	11.90	24.28
通用名药													
TEVA PHARMA	11.82	16980	2.54	2.80	3.02	17.28	15.06	13.96	2.32	3.05	9.0%	0.96	15.70
BARR PHARMACEUTI	10.92	64.00	1.20	2.90	3.61	22.94	22.11	17.73	3.39	2.51	73.4%	1.65	7.22
RANBAXY LABS LTD	12.89	218.65	20.77	11.69	14.18	10.53	18.71	15.42	2.91	1.25	-17.4%	0.93	28.74
WATSON PHARM	4.85	20.76	1.38	1.99	2.04	11.22	10.44	10.18	1.06	0.86	21.6%	0.69	7.99
HI-TECH PHARMACA		5.04	-0.45	0.38	0.55		13.26	9.16	0.74	0.60		0.53	-6.45
平均值	10.12					15.49	15.91	13.29	2.08	1.65	-4.1%	0.95	10.64
生物技术													
GENENTECH INC	12.96	73.03	2.63	3.42	3.91	25.27	21.35	18.67	5.25	5.77	22.0%	1.17	25.90
AMGEN INC	7.97	50.13	2.83	4.52	4.68	11.38	11.09	10.71	2.68	3.53	28.6%	1.06	17.19
GILEAD SCIENCES	13.39	41.53	1.74	2.12	2.43	21.74	19.61	17.10	9.18	7.09	18.2%	1.11	61.24
GENZYME CORP	10.39	66.87	1.82	3.97	4.73	21.30	16.83	14.14	2.50	3.91	61.2%	0.87	7.82
BIOGEN IDEC INC	6.14	39.77	2.02	3.61	3.93	11.41	11.01	10.11	2.01	2.84	39.5%	0.84	10.06
MILLIPORE CORP	8.74	44.61	2.52	3.56	3.85	12.32	12.52	11.59	1.94	1.53	23.6%	0.94	13.09
INVITROGEN CORP	5.66	21.10	1.54	2.60	2.68	8.63	8.13	7.88	1.06	1.36	32.1%	0.56	8.43
平均值	9.32					16.01	14.36	12.88	3.52	3.72	-32.2%	0.94	21.11
医药商业													
WALGREEN CO	5.20	22.85	2.18	2.28	2.52	10.74	10.02	9.08	1.76	0.36	7.4%	0.80	18.00
CARDINAL HEALTH	4.80	28.38	3.63	3.81	4.30	7.69	7.46	6.61	1.29	0.11	8.8%	0.56	17.20
CVS CORP	6.48	26.80	1.97	2.43	2.73	11.50	11.04	9.80	1.15	0.44	17.8%	0.75	12.85
MCKESSON CORP	4.01	28.60	3.40	3.99	4.30	7.88	7.17	6.65	1.23	0.07	12.4%	0.56	15.98
AMERISOURCEBERGE	4.93	27.48	1.56	3.16	3.50	9.44	8.69	7.85	1.59	0.06	49.8%	0.73	8.63
CELESIO AG	8.47	19.09	2.53	1.64	1.98	10.72	11.63	9.67	1.18	0.15	-11.6%	1.92	15.91
LONGS DRUG STORE	9.62	75.24	2.58	3.06	3.41	25.93	23.37	20.95	3.17	0.49	15.0%	1.06	11.71
平均值	6.21					11.99	11.34	10.09	1.62	0.24	12.9%	0.91	14.33
日本公司													
ASTELLAS PHATMA	5.36	3860.00	349.89	337.89	330.29	10.64	11.42	11.69	1.74	2.00	-2.8%	1.87	16.06
EISAI CO LTD	7.79	3210.00	-59.80	207.27	242.42		15.49	13.24	1.99	1.18			-3.40
CHUGAI PHAR	10.11	1474.00	73.23	64.98	71.29	21.22	22.67	20.66	2.04	2.52	-1.3%	2.05	10.36
SHIONOGI&CO	10.83	2030.00	74.21	80.53	120.78	26.05	25.21	16.81	1.99	3.06	27.6%	0.96	7.29
平均值	8.52					19.30	18.70	15.60	1.94	2.19	32.2%	1.63	7.58

印度公司													
CIPLA LTD	13.00	176.75	9.02	10.40	12.99	19.59	16.99	13.61	3.66	2.74	20.0%		20.06
RANBAXY LABS LTD	12.89	218.65	20.77	11.69	14.18	10.53	18.71	15.42	2.91	1.25	-17.4%	0.93	28.74
DR REDDY'S LABS	7.77	416.15	26.07	33.70	40.38	15.96	12.35	10.31	1.56	1.13	24.5%	0.62	10.32
WOCKHARDT LTD	4.54	92.65	35.26	30.30	33.89	2.63	3.06	2.73	0.80	0.29	-2.0%	0.14	32.98
CADILA HEALTHCAR	7.31	240.25	20.51	23.71	28.64	11.72	10.14	8.39	2.84	1.12	18.2%	0.53	26.73
MATRIX													
LABORATORIES	6.46	50.90	-29.59	10.69			4.76		1.26	0.37			-54.33
AVENTIS PHARMA	7.04	799.90	62.71	69.40	78.30	12.76	11.53	10.22	2.61	1.90	11.7%		21.96
平均值	8.43					12.20	11.08	10.11	2.23	1.26	29.6%	0.56	12.35
香港上市公司													
SINO BIOPHARM		1.03	0.10	0.12	0.15	8.58	8.80	6.73	1.12	1.11	24.3%	0.25	11.42
TONG REN TANG-H		4.88	0.81	0.83	0.87	6.66	5.20	4.96		0.70	3.5%	0.87	13.38
MINGYUAN MEDICA	4.57	0.50	0.05	0.06	0.09	9.30	8.12	5.38	1.53	4.04	43.0%		17.95
平均值	4.57					8.18	7.37	5.69	1.33	1.95	8.0%	0.56	14.25

作者简介:

易镜明:医学博士,2006年进入国泰君安证券研究所

倪文昊:毕业于中国药科大学,曾先后就职于国家食品药品监督管理局南方医药经济研究所,及平安证券综合研究所。2008年进入国泰君安证券研究所,两年医药行业从业经验,三年证券从业经历,现为国泰君安证券研究所生物医药研究员。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为国泰君安证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15% 以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5% 以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.com

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com