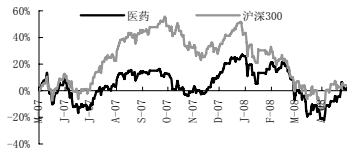



医药
Medical - drugs
2008 年 5 月 20 日
行业相对中标 300 表现


表现	1m	3m	12m
医药	28.5%	-15.9%	1.9%
中标 300	19.6%	-22.0%	3.6%

行业重点股票	6m%	YTD%	评级
恒瑞医药	12.9%	41.4%	增持
科华生物	34.1%	102.2%	增持
江中药业	4.0%	-20.3%	增持
亚宝药业	31.9%	40.4%	增持

相关报告

《2008 医药行业研究报告》2008.1
 《2008 年 2 季度医药行业投资策略报告》2008.3

张伟
+86 755 83199427
zhangwei@csc.com.cn
分析师申明:

本人, 张伟, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

新“医改”预热推动医药消费增长

--- 2008 年 6 月份医药行业投资策略报告

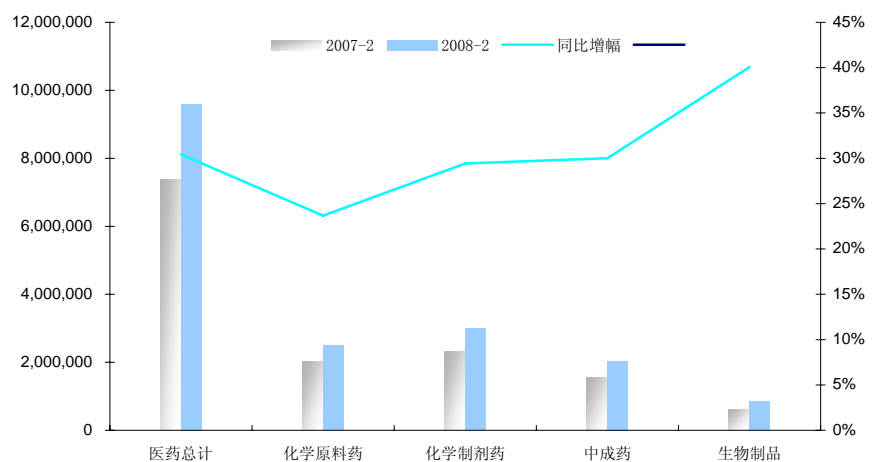
评级: 强于大市

- 2008 年前 2 个月医药行业累计产品销售收入与利润总额分别同比增长 30.44% 和 51.15%。增长势头持续主要源于新“医改”方案出台实施前的“预热”效应以及结构性通胀的刺激和带动促使医药消费快速升温以及化学原料药产品的周期性价格上涨的品种轮动效应仍在推动化学原料药市场维持高位运行。
- 先行展开的包括公共投入增加和医疗卫生体系构建等新“医改”基础性改革和重建正在发挥愈来愈明显的新“医改”前期“预热”效应, 并且对于直接面向医药消费市场的中西制剂药产品的销售产生积极的推动作用。
- 国际产业转移以及专利药到期使得化学原料药产品供需矛盾表现突出, 不利的行业发展环境下供应紧张局面难以短期缓解成为维持化学原料药产品价格普遍上涨并维持高位的重要原因。
- 医药板块市场估值水平依然偏高, 在弱势震荡市场环境下面临较大的上行压力。但医药行业总体面临宏观调控压力相对较小并受惠于化学原料药周期性景气延续和新“医改”预热效应, 加上商品涨价推动消费增长, 可望继续保持持续快速发展的良好势头, 并且具有较突出的防御性行业的优势特点, 给予医药行业“强于大市”的投资评级。其中, 化学原料药行业长远观察难以避免周期性波动影响, 继续给予“中性”的投资评级。而直接面向医药消费市场的中西制剂药细分行业和生物医药行业随着新“医改”的预热效应扩大以及新“医改”总体推进, 将迎来持续扩大的市场机遇和成长空间。继续看好该类行业的未来发展前景, 给予“强于大市”的投资评级。并给予相关重点公司恒瑞医药 (600276)、科华生物 (002022)、江中药业 (600750)、亚宝药业 (600351) “增持”的投资评级。

2008年医药行业迎来“开门红”

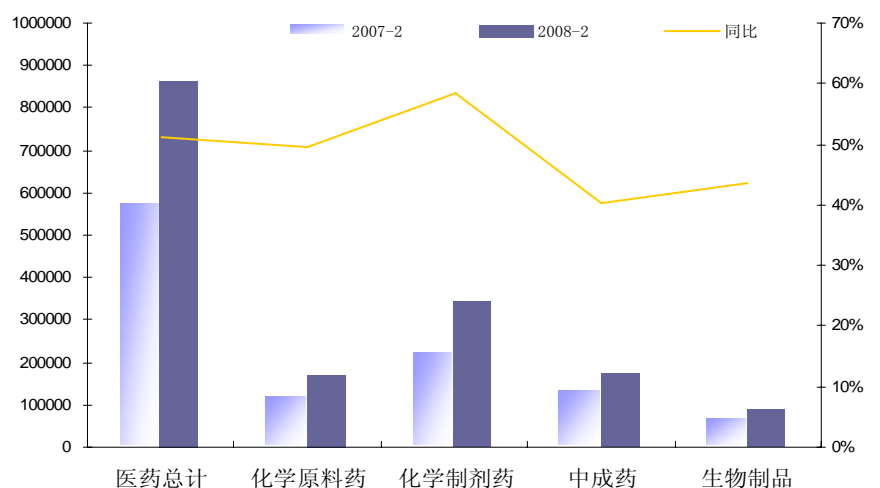
根据国家统计局发布的数据显示:2008年前2个月医药行业累计产品销售收入达到960.56亿元,比上年同比增长30.44%,增幅分别高于上年同期及去年前11个月累计增幅14.5和5.88个百分点;前2个月累计利润总额达到86.52亿元,同比增长51.15%,远远高于上年同期2.13%的增幅,并继续超出去年前11个月累计48.65%的增幅,增长势头十分明显。

Figure 医药行业2007-2008年前2月产品销售情况



*资料来源:北京华通人公司;世纪证券研究所

Figure 医药行业2007-2008年前2月销售利润情况



*资料来源:北京华通人公司;世纪证券研究所

2008年前2个月医药行业的亮丽表现首先源于新“医改”方案出台实施前的前期基础建设和准备已经开始产生“预热”效应，推动医药消费快速升温；其次，波及全社会的结构性通胀一定程度上对医药商品消费产生刺激和带动；另外，源于国际产业转移和成本推动的化学原料药产品的周期性价格上涨的品种轮动仍在推动化学原料药市场维持高位运行。

新“医改”预热推动中西药品消费增长

国家统计局的数据显示：2008年前2个月化学制剂药产品累计销售收入达到299.99亿元，比上年同比增长29.44%，高于上年同期14.04个百分点；利润总额为34.43亿元，同比增长58.4%，超出上年同期增幅27.91个百分点。去年前11个月，化学制剂药产品累计销售收入和利润总额分别同比增长22.88%和49.79%。统计数据还显示，2007年前2个月，中成药产品累计销售收入203.18亿元，同比增幅达到30.01%，超出上年同期12.95%增幅17.06个百分点，而利润总额达到17.68亿元，同比增长40.21%，高于去年同期28.68%的增幅，但低于去年前11个月的增幅。去年前11个月，中成药产品累计销售收入和利润总额分别同比增长21.08%和52.6%。统计数据说明，化学制剂药和中成药产品在2008年前2个月的销售依然延续了去年全年的增长势头，尽管利润总额增速略有减缓。

新的“医改”方案仍处在征询意见和调整修改阶段，最终总体方案的推出与实施有可能迟于预期。但是，作为一项全方位的政策设计和制度指引，一些基础性的如医疗卫生体系的构建并不涉及较为复杂的既有体制的改变，从而得以先行展开，正在发挥愈来愈明显的新“医改”前期“预热”效应，并且对于直接面向医药消费市场的中西制剂药产品的销售产生积极的推动作用。

首先，包括新型农村合作医疗制度和城镇基本医疗保险制度为主要内容的新“医改”重要组成——基本医疗卫生体系的构建和覆盖规模扩大可望带来1500亿元以上的筹资规模，增量资金达到600亿元以上。从而对农村与城镇基本医疗消费提供巨大的支持，为长期因药品价格虚高而无力消费的低端医药市场打开了一扇成长之门。直接面向低端医药消费市场的部分化学制剂药产品和主要以低端市场为主的中成药产品首先获益。截至2007年9月底，新型农村合作医疗参合率达86%，筹集资金达353亿元。全国新农合基金累计支出220.3亿元，累计受益2.6亿人次。截至2007年底，全国城镇居民基本医疗保险参保人数4068万，达标2.4亿人后，全国城镇基本医疗保险筹资可达500亿~600亿元。

其次，虽然作为我国医药市场主体的大中型公立医院的机构改革目前尚无明确的路线图。但是，以构建公益性社区医院为主要内容的新“医改”医疗机构改革试点已经启动。通过在社区医院建立以保障公益性为目的的“收支两条线”和“零差率”制度，虽然在一定程度上限制了医药产品供应企业的利润空间，并对药品零售企业带来一定的竞争性冲击；但由于社区医院药品采购的选择性而有利于提高医药行业的产业集中度，并且可以吸引更多的就诊者到社区医院就医，从而可以培育、巩固和扩大医药基础市场规模，推动医药产品尤其是中西制剂产品的消费。据卫生部门资料表明，在保证医疗质量的情况下，三级医院65%的门诊病人和77%的住院病人可分流到社区卫生服务机构。截至2007年底，全国共建立社区卫生服务中心6340个，社区卫生服务站20132个，分别比上年增长25%和12%。据统计，2007年全国社区卫生服务中心（站）诊疗人次达到2.26亿人次。目前上海市前往社区卫生服务中心就诊的人数已高达1813.86万，占全市门急诊总量的33%；北京目前社区社区门（急）诊人次从占全市总量的10%增加到25%。

另外，作为新“医改”的重要组成部分，基本药物制度的建立和药品政府定价范围的扩大改革尽管对药品生产企业的利润增长带来较大压力，但有利于减少流通环节，减少药品销售成本和费用，扩大药品消费市场空间，提高产业集中度，为行业龙头和优秀企业赢得定点采购通道，增强市场地位。

SFDA南方医药经济研究所提供的资料显示：2007年，调查的样本医院用药金额增幅在28.7%，是近4年来的又一次增长高峰；药品零售市场销售规模复合年增长率达21.59%；在新农合等政策助推下，农村药品市场规模也同比增长15%以上。

今年3月以来，从安徽省阜阳市开始，并且扩大到全国其他一些地区陆续出现了较大规模的手足口病疫情和发病病例增加的趋势，给全社会以及医药市场带来一定程度的扰动。虽然手足口病是一种由多种肠道病毒引起的，以婴幼儿发病为主的全球性传染病，在世界大部分地区均有流行，但明显高出以往发病率水平和短时间内局部区域发病病例的突然增加还是引起全社会的警觉。国内外资料显示，6月至7月份是手足口病的发病高峰期。因此有专家预测，今后一段时间我国部分地区的手足口病疫情存在继续上升的可能。由于这种由EV71病毒引发的疾病目前尚无针对性的特效治疗药物和疫苗，加上症状多为腹泻发热口腔溃疡等。因此只给生产抗病毒药物以及抗感染类清热解毒和呼吸道疾病治疗药物等产品的企业带来一定的市场机遇，对医药行业并不太可能带来可以延续的实质的影响。

价格周期性轮番上涨维持化学原料药产品高位运行

2008年前2个月中,化学原料药产品累计销售收入达到249.35亿元,同比增长23.68%,高于上年同期14.31%增幅9.37个百分点;利润总额16.78亿元,同比增长49.61%,远远高于上年同期18.35%的增幅。而2007年前11个月,化学原料药产品累计销售收入和利润总额分别同比增长24.14%和48.65%。数据显示,化学原料药产品在2008年前2个月中保持了上年总体增长水平的平稳态势。

在2007年先后经历了青霉素、头孢霉素以及大环内酯类等抗感染类以及维生素B类大宗化学原料药产品周期性涨价之后,维生素A、E、H以及维生素C类也开始表现出轮动上涨的市场态势,从而推动我国以出口为主的化学原料药产品继续维持高位运行。

中国医药保健品进出口商会提供的信息显示:2008年第一季度我国医药保健品进出口总额达108.8亿美元,同比增长30.1%。其中,进口23.5亿美元,同比增长26%;出口70.3亿美元,同比增长32.8%。而大宗原料药出口价格持续高位运行。如维生素C平均出口价6.9美元/公斤,上涨103%。糖精钠平均出口价12美元/公斤,上涨227%。就连过期出口情况一直不好的扑热息痛,平均出口价也上涨了18.6%。预计2008年医保产品的进出口将保持稳定增长,增幅在20%左右。

经过国际产业转移后的化学原料药产品供应趋紧,需求却随着专利药到期明显回升,从而推动产品价格持续飙升。而在面临原材料能源成本增加、环保标准提高等行业环境不利因素影响下,供应紧张的局面难以短时间缓解,成为维持化学原料药产品价格普遍上涨并维持高位的重要原因。

另外,受新“医改”预热效应推动,主要面向低端医药市场的抗感染类、抗病毒类、解热镇痛抗感冒类以及大输液等普药产品消费趋旺,对上游相应的原料药产生拉动作用,亦成为化学原料药产品新的增长点。

医药板块月度投资分析

医药上市公司披露的2008年一季度季报相关数据显示:剔除可比性较差的企业后,医药上市公司2008年第一季度的营业收入继续保持稳定增长的发展态势,同比平均增长20.81%,略高于2007年全年同比18.95%的增幅;而营业利润仍保持大幅增长,同比平均增幅达到42.75%,较2007年全年54.13%的平均增幅有所下降。显示出,2007年推动医药全行业营业利润大幅上涨的主要角色——化学原料药行业,因为产品价格飙升带来的营业利润快速大幅上涨的势头有所缓解,但轮

动型的涨价仍然使化学原料药产品继续维持高位运行，给全行业的盈利持续增长带来支撑；同时化学制剂药和中成药行业受惠于新“医改”预热效应，销售收入与利润均实现良性发展，成为医药全行业盈利增长持续的新的推动力。2008年第一季度，化学原料药上市公司营业收入与营业利润同比平均增幅分别为 22.53% 和 28.27%；化学制剂药行业营业收入与利润同比平均增幅分别为 22.86% 和 31.97%；而中药上市公司营业收入与利润同比平均增幅分别为 22.43% 和 40.52%。

Figure 部分医药上市公司一季度营业收入增长情况

代码	简称	主要业务及产品	营业收入 同比增幅
化学原料药行业			
600216.SH	浙江医药	维生素 E	74.85%
000952.SZ	广济药业	维生素 B2	52.59%
000627.SZ	天茂集团	解热镇痛类	40.39%
600253.SH	天方药业	抗感染抗病毒	36.53%
600488.SH	天药股份	皮质激素	35.57%
中西制剂药行业			
000566.SZ	海南海药	抗肿瘤、消化、抗感染中西制剂药	100.82%
600479.SH	千金药业	妇科中成药；医药商业	61.05%
000153.SZ	丰原药业	抗感染、解热镇痛、抗肿瘤中西制剂；医药商业	53.07%
000423.SZ	东阿阿胶	补血、妇科中成药	49.58%
600276.SH	恒瑞医药	抗肿瘤、降压、降糖制剂药与原料药	48.91%
600351.SH	亚宝药业	儿科、高血压中西制剂药；医药商业	36.15%
600993.SH	马应龙	外科中成药；医药商业	35.57%
002107.SZ	沃华医药	心脑血管、泌尿中成药	35.20%
000513.SZ	丽珠集团	消化、抗感染、抗病毒、心脑血管中西制剂药	34.19%
000538.SZ	云南白药	止血中成药；医药商业	31.87%

*资料来源：WIND 资讯；世纪证券研究所

测算近期医药板块的动态市盈率，全行业平均为 48.3 倍，高于 A 股当前平均市盈率水平，估值明显偏高。在当前市场处于弱势震荡环境下，医药上市公司存在较大的上行压力。但是，相比较其他制造行业，医药行业总体面临的宏观调控压力相对较小，而且，继续受惠于化学原料药周期性景气延续和新“医改”预热效应以及后续推出实施带来的制度革新和市场机遇的有利促进，加上商品涨价推动消费增长刺激，医药行业可望继续保持持续快速增长的良好势头。尽管目前医药板块市场估值水平偏高，但鉴于医药行业未来具有较大确定性的良性发展和成长前景，以及在弱势的市场中具有较突出的防御性行业的优势特点，给予医药行业“强于大市”的投资评级。其中，化学原料药行业面临着汇率波

动、原材料及能源价格上涨、环保压力增大等不利因素影响，虽然存在下游制剂药消费增长的拉动，少数个别企业仍处于周期性景气阶段，并且由于供需矛盾短时间内难以缓解从而有望延续高位运行态势，但从长远观察，化学原料药行业难以避免周期性波动影响，继续给予“中性”的投资评级。

Figure 部分医药上市公司一季度营业利润增长情况

代码	简称	主要业务及产品	营业利润 同比增幅
化学原料药行业			
600216.SH	浙江医药	维生素 E	2926.30%
000952.SZ	广济药业	维生素 B2	966.03%
000597.SZ	东北制药	维生素 C	278.83%
000705.SZ	浙江震元	抗感染类	120.42%
002019.SZ	鑫富药业	泛酸钙	105.67%
中西制剂药行业			
600594.SH	益佰制药	清热解毒、心脑血管、抗肿瘤中成药；OTC	309.81%
600535.SH	天士力	心脑血管植物药；医药商业	199.20%
600196.SH	复星医药	传染病、内分泌、肝科、妇科中西制剂药与生物医药；医药商业	145.21%
000078.SZ	海王生物	抗肿瘤、抗病毒、解热镇痛化学制剂药	140.75%
600750.SH	江中药业	消化中药 OTC；抗感染化学原料药、制剂药	137.99%
000566.SZ	海南海药	抗肿瘤、消化、抗感染中西制剂药	121.35%
600351.SH	亚宝药业	儿科、高血压中西制剂药；医药商业	103.18%
600222.SH	太龙药业	清热解毒、糖尿病中西制剂药；医药商业	82.36%
600062.SH	双鹤药业	降压、降糖、大输液化学制剂药	70.88%
600211.SH	西藏药业	心脑血管、清热解毒藏药；医药商业	60.10%

*资料来源：WIND 资讯；世纪证券研究所

而直接面向医药消费市场的中西制剂药细分行业和作为承担国家疾病预防和卫生保障重要角色的生物医药行业随着新“医改”的预热效应扩大以及后续出台的新“医改”总体推进，医疗投入继续增加、医疗卫生服务水平不断提高、医药消费市场扩大的作用将持续发酵，将给该类细分行业带来持续扩大的市场机遇和成长空间。继续看好该类行业的未来发展前景，给予“强于大市”的投资评级。并给予相关重点公司恒瑞医药（600276）、科华生物（002022）、江中药业（600750）、亚宝药业（600351）“增持”的投资评级。

重点公司投资评级

Figure 重点股票池:

股票代码	股票简称	投资评级 (5.20)	市价	EPS			PE		
				2006A	2007A	2008E	2006	2007	2008
600276	恒瑞医药	增持	39.81	0.62	0.96	1.04	64.2	41.5	38.3
002022	科华生物	增持	26.80	0.53	0.56	0.75	50.6	47.9	35.7
600750	江中药业	增持	13.52	0.27	0.33	0.55	50.1	41.0	24.6
600351	亚宝药业	增持	15.81	0.17	0.34	0.56	93.0	46.5	28.2

资料来源：世纪证券研究所

恒瑞医药 (600276)

公司具有较强的产品创新优势，拥有较强的新产品开发能力和充足的新产品储备，其突出的产品优势和市场优势构成了显著的行业龙头地位。目前也已阶段性地完成了向上游原料药产业链和抗感染类制剂药产品的扩展建设。虽然公司的金融资产面临市场波动带来的减值压力，但公司在医药消费主体市场的明显优势将随着新“医改”总体推进而继续保持持续发展的良好势头。看好公司的长期持续成长前景，给予“增持”的投资评级。

科华生物 (002022)

公司产品市场化步伐进一步加快，诊断试剂产品优势明显，继续保持稳定增长。公司自产诊断仪器产品取得重大突破，并可望在未来实现快速成长，成为公司重要盈利增长点。公司目前已完成多项生化试剂欧盟 CE 注册，增强了进入国际市场的竞争能力。公司目前仍然运行在持续快速增长通道上，未来长期持续成长可期。给予公司“增持”的投资评级。

江中药业 (600750)

公司总收入的约 80% 来源于 OTC 中成药产品，并且拥有成熟的营销网络和和优势明显的品牌影响力。公司新产品的产能扩大与市场投放将推动公司业绩成长。公司抗感染类产品主要面向中低端医药消费市场，将随着新“医改”的推进而得以改善，看好公司受惠于新“医改”获得的新的发展机遇，给予公司“增持”的投资评级。

亚宝药业 (600351)

公司主营中西制剂药与药品批发业务，产品面向中低端市场，覆盖广，并在主导产品上建立了一定的品牌影响和市场优势地位，同时近年

公司加大了市场营销力度。随着新“医改”的实施，中低端医药需求增大，市场扩容可望为公司的产品销售提供更大的增长空间，从而推动业绩成长。给予公司“增持”的投资评级。

世纪证券投资评级标准：

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中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。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.