

“速度与激情”之后：方向看多、波动加大

——国泰君安2015年5月医药行业投资策略

行业评级：增持

证券研究报告 2015年5月4日

姓名：丁丹（分析师）

邮箱：dingdan@gtjas.com

证书编号：S0880514030001

姓名：胡博新（分析师）

邮箱：huboxin@gtjas.com

证书编号：S0880514030007

屠炜颖（分析师）S0880514090002

杨松（研究助理）S0880114080037

赵旭照（研究助理）S0880114080042

医药工业增长放缓，龙头企业积极求变

- 2015年一季度医药工业收入增长9.5%、利润增速12.4%，过去10年来首现收入个位数增长。医药板块196家上市公司2014年收入利润分别增14.5%、16%，2015Q1分别增15 %、21%。上市公司整体增速高于行业，且效益有所改善，主要是由于龙头企业更快增长的拉动：①占比更大的龙头企业在行业压力之下积极应变的自我调整能力经受住了考验；②外延并购进入并表和整合期。

“速度与激情”之后，我们继续方向性看多但预计波动加大

- 2015年1-4月医药指数上涨59%，大幅跑赢上证综指21pp，短时间内依靠估值提升的快速、大幅上涨，演绎了医药板块的“速度与激情”，但也并非是脱离基本面的：增速放缓明显的传统制药股涨幅最小。然而，自下而上的选股还是被弱化，以创业板和中小板为主的器械和服务板块平均涨幅都在100%以上。目前板块2015PE39X处于历史高位，但由于大盘估值中枢的更快上扬，相对全部A股的估值溢价反而回落至100%左右，处于历史低位。传统制造业积极求变、新兴领域趋势明确——我们继续方向性看多，持行业增持评级。但短期涨速过快且估值高企，预计波动将加大。

选股思路：蓝筹新风、主题轮动

- 大盘4000点以上和2000点的选股会有差异，我们二季度策略报告提出了医药板块“蓝筹新风、主题轮动”的投资框架，5月延续这一思路，重点推荐：①质地优良、估值合理、产业布局积极求变的蓝筹股（过去10年激烈竞争中胜出的企业应对行业趋势变化的能力更可靠）；②成长和主题板块轮动到有核心竞争力但市场认知尚不十分充分的潜力公司。
- 5月组合：恒瑞医药、国药一致、现代制药、华东医药、乐普医疗、鱼跃医疗、通策医疗、康恩贝、太安堂、北陆药业、理邦仪器、汉森制药。

-  1 2015年二季度投资框架回顾
-  2 2014年报和2015一季报解析：龙头公司积极求变
-  3 2015年一季度医药行业运行和政策动态
-  4 估值动态：绝对值高企、相对值有优势

医药蓝筹的机会：讲事实、树新风

选股思路：

- ①市值中大的一、二线蓝筹股；
- ②估值合理或明显低于板块平均水平；
- ③公司积极求变，向新兴领域拓展的催化剂出现或者市场预期上升（此为必需条件。没有变化的传统制药股，估值相对板块折价将是常态）。

逻辑：

- 讲事实：公司基本面较为优质、有业绩支撑（但往往弹性不足）、自身趋势向上、估值还在价值区域内（基本面可支持的估值内）。
- 树新风：积极求变，如果新兴领域拓展形成持续的产业投资趋势得到验证，则有望进一步打开空间。

标的池：

- 恒瑞医药、国药一致、海思科、华东医药、益佰制药、东阿阿胶、信立泰、现代制药、华海药业

成长/主题医药股的机会：抓紧龙头、把握轮动

选股思路：

- ①空间反应尚不充分
- ②时间预期尚未透支
- ③有一定核心竞争力
- ④有产业资本兜底价（增发价、激励价）是优选标的

逻辑：

- 赚钱效应下市场对成长股和主题股（互联网+医药、国企改革、跨界转型等）的投资偏好仍较高。
- 新兴行业90%的探索者会成为炮灰，但这并不改变“赛道”的正确性。目前几大主题板块已进入政策推进和产业投资良性互动的阶段。

标的池：

- 太安堂、和佳股份、嘉事堂、鱼跃医疗、太龙药业、九洲药业、乐普医疗、康恩贝、汉森制药、理邦仪器、通策医疗

-  1 2015年二季度投资框架回顾
-  2 2014年报和2015一季报解析：龙头公司积极求变
-  3 2015年一季度医药行业运行和政策动态
-  4 估值动态：绝对值高企、相对值有优势

医药上市公司：增速平稳、效益提升

- 医药上市196家公司2014年收入利润分别增14.5%、16%，2015Q1分别增15 %、21%。上市公司整体增速高于行业，且效益有所改善，主要是由于龙头企业更快增长的拉动：①占比更大的龙头企业在行业压力之下积极应变的自我调整能力经受住了考验；②外延并购进入并表和整合期。（由于次新股资产负债表2013年数据不披露，左表样本为可比口径共170家公司）
- 应收账款的继续增加，下游经销商和医院回款情况尚未好转是主要原因。
- 整体经营性现金流受商业公司影响，季度间波动较大，2015和2014年Q1均较差，2014年年底有显著改善。
- 固定资产增速开始回落，2014年GMP认证高峰过后，剩余主要是部分口服制剂产能升级。制剂出口升级+创新药转型，行业整体仍明显处于投资扩张，在建工程维持高位。
- 2014、2015Q1长期股权投资保持平稳增长，外延并购持续，但并购节奏相对缓慢。并购市场活跃，并购标的价格提升，一二级市场价差缩窄，并购的成功率在下降。

表. 医药板块重要财务指标

单位：亿元	2015Q1	增长率	2014	增长率	2014Q4	增长率
营业总收入	1709	15%	6363	14%	1684	11%
毛利	499	15%	1888	14%	517	7%
销售费用	205	10%	816	11%	237	5%
管理费用	109	17%	427	15%	133	12%
财务费用	17	26%	61	32%	17	27%
所得税	31	17%	109	13%	26	-4%
归母净利润	141	22%	489	16%	128	16%
扣非净利润	127	23%	424	18%	95	13%
应收账款	1478	26%	1245	25%	1245	25%
存货	1200	21%	1180	20%	1180	20%
固定资产净值	1499	21%	1497	21%	1497	21%
在建工程	464	3%	417	-2%	417	-2%
长期股权投资	323	7%	308	6%	308	6%
经营性现金流	-9	-18%	385	22%	166	-4%

请参阅附注风险提示

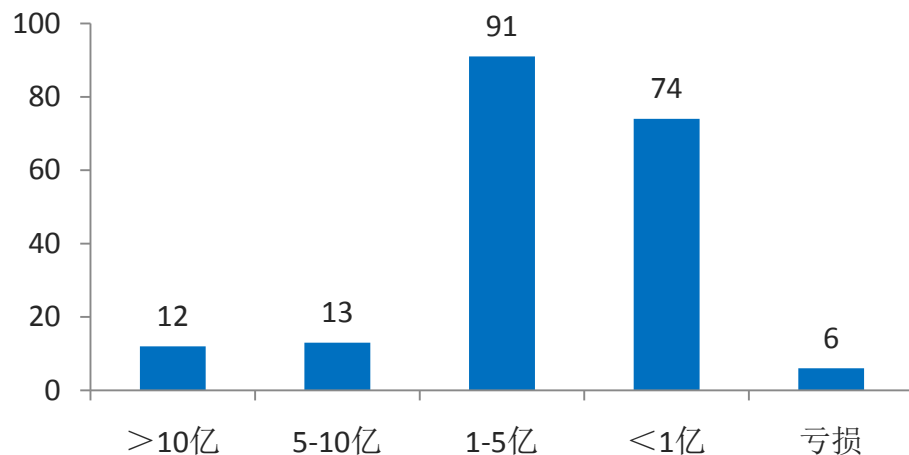
数据来源：wind，国泰君安证券研究

医药上市公司结构性差异突出，“中产阶级”崛起

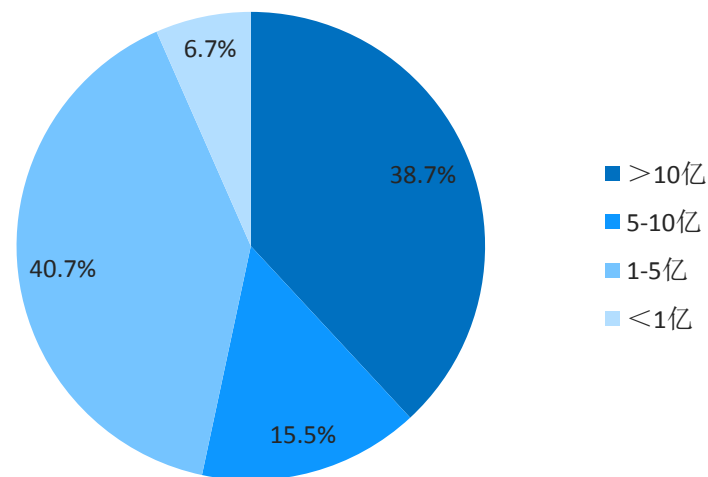
7

- 医药上市公司板块和整个A股一样结构性差异突出，是经历了多年重化工发展的“中国制造业”典型特征。净利润超过10亿的12家医药公司占整个由196家公司构成的医药板块的39%；而多达74家净利润小于1个亿的小型公司占比仅为6.7%；“中产阶级”（净利润1-5亿）正在迅速发展壮大：2013年这一群体还只有84家，一年内增加了7家。

2014年医药上市公司按利润体量的数量分布



2014年医药上市公司按利润体量的占比分布



数据来源：wind，国泰君安证券研究

请参阅附注风险提示

表：化学制剂板块重要财务指标

- 化学制剂上市公司（29家，剔除无同比数据的新股和重组公司）：2014Q4收入增速较低，预计主要是GSK事件之后，2013Q4渠道大量补货，收入基数较高所致。受Q4拖累，2014全年收入增速14%，2015Q1收入增速15%，环比已有明显提高，预计随着已招标省份开始执行以及新省份的招标，全年增速有望提升。
- 无菌制剂GMP认证高峰过后，固定资产净值增速逐季降低，但随着2015年非无菌制剂GMP认证大限到来，以及2014Q1大量转固导致的低基数影响，2015Q1在建工程增速再度提升。
- **新方向：开拓海外市场。**国内市场处于政策高压，制剂出口可开辟新的市场，恒瑞医药开始进入收获期业绩加速增长，华海药业具备潜力业绩拐点已现。
- **新方向：以品种为核心的外延并购。**化学制剂行业整体产能过剩，有效并购亦不再以收购产能为目标（除非整合对手），而以品种为目标。尤其拥有渠道销售优势的誉衡药业、亿帆鑫富，预计将在以品种为核心的外延并购上继续加大力度。

单位：亿元	2015 Q1	同比	2014	同比	2014 Q4	同比
营业总收入	188	15%	715	14%	192	4%
毛利	104	22%	378	15%	101	-4%
销售费用	47	19%	181	15%	50	-9%
管理费用	21	23%	77	18%	22	5%
财务费用	3	59%	8	47%	2	49%
所得税	6	32%	17	3%	4	-17%
归母净利润	25	25%	83	6%	20	-19%
扣非净利润	23	24%	77	11%	18	-6%
应收账款	182	21%	160	17%	160	17%
存货	115	23%	109	21%	109	21%
固定资产净值	331	21%	320	23%	320	23%
在建工程	109	17%	100	2%	100	2%
长期股权投资	16	-30%	15	-17%	15	-17%
经营性现金流	15	-5%	100	18%	34	-1%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

请参阅附注风险提示

中药板块：基数高压大，医保控费影响将持续

- 中药板块55家公司，2014年收入增长12%，归母净利润增长17%，2015Q1收入增长8%，归母净利润增长23%。
- 收入增速依旧地位徘徊：从2014年二季度开始，中药板块收入增速就从之前的20%增速骤降到10%左右，此后一直在10%左右的低位徘徊。中药板块过去几年保持高速增长得益于两个因素：1) 竞争格局相对较好，独家/类独家、优质优价品种较多，中标降价压力较小。2) 中药大品种，尤其是部分中药注射剂大品种面对的医保政策环境较好。随着招标制度趋严（尤其湖南等省份直接设定降价幅度）和医保控费力度加大（尤其是针对中药注射剂品种），中药板块整体收入压力开始加大并预计将延续。
- 中药板块的结构性问题较行业整体更突出，仅前5家最大的公司利润占比高达40%左右，（其中，吉林敖东因为参股广发证券，导致其一季度净利润达到5.87亿，同比增长154%），对统计结果影响较大，去掉5家最大公司后，2015Q1子板块其他公司收入和净利润增速均在10%左右。

表. 中药板块重要财务指标

单位：亿元	2015Q1	增长率	2014	增长率	2014Q4	增长率
营业总收入	433	8%	1688	12%	463	6%
毛利	193	10%	749	13%	206	6%
销售费用	89	4%	369	10%	112	13%
管理费用	30	13%	123	10%	41	10%
财务费用	4	2%	18	20%	5	17%
所得税	11	2%	40	14%	9	-17%
归母净利润	60	23%	213	17%	62	23%
扣非净利润	58	29%	191	21%	49	22%
应收账款	264	29%	218	27%	218	27%
存货	425	25%	424	27%	424	27%
固定资产净值	427	20%	432	18%	432	18%
在建工程	107	2%	94	-1%	94	-1%
长期股权投资	138	5%	132	2%	132	2%
经营性现金流	29	1%	145	17%	31	-26%

医药商业：行业处于“推陈出新”的快速变革期

表：医药商业板块重要财务指标

- 医药商业板块（13家，剔除无同比数据的新股）：受医药工业整体增速放缓影响，2014年整体增速放缓，2015Q1与2014年增速基本持平。
- 2014Q4-2015Q1行业毛利率有所提升，利润增速快于收入增速，主要为华东医药等工商一体企业工业部分利润率较高所致，若剔除则收入利润增速相近。
- 由于部分企业通过再融资降低财务费用（例如国药一致19.2亿定增，华东医药10亿公司债），财务费用增速有所下降。
- 传统的连锁药店竞争激励且利润微薄，随着一心堂、益丰药房和老百姓等一批龙头成熟壮大并相继上市，初步在A股形成连锁药店子板块；传统B2B医药商业公司也在不断并探索各种新的经营模式：医院供应链延伸服务（国药一致、柳州医药）、医院药房托管（上海医药）、GPO（嘉事堂）、电商（“三堂一通”等），但新业务都处于探索初期，暂时对利润表无明显贡献。

单位：亿元	2015 Q1	增长率	2014	增长率	2014 Q4	增长率
营业总收入	716	17%	2635	18%	682	18%
毛利	81	21%	283	17%	76	17%
销售费用	33	22%	114	15%	32	17%
管理费用	17	19%	67	13%	20	14%
财务费用	5	10%	18	21%	4	8%
所得税	5	5%	20	22%	5	12%
净利润	19	22%	63	20%	17	20%
扣非净利润	18	30%	54	16%	13	15%
应收账款	674	29%	557	29%	557	29%
存货	345	19%	343	17%	343	17%
固定资产净值	130	19%	129	19%	129	19%
在建工程	28	-13%	25	-18%	25	-18%
长期股权投资	37	-5%	35	-6%	35	-6%
经营性现金流	-50	na	13	-8%	42	-13%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

请参阅附注风险提示

- 疫苗行业：整体产能过剩，竞争激烈。2014年智飞生物整体增长稳定，沃森生物和天坛生物收入和利润均出现较大幅度下降，财务费用高企，沃森生物扣非后净利润亏损严重。2015年一季度沃森生物度延续亏损势头，天坛生物收入和利润继续下降。预计行业将发生较大规模的整合和转型（沃森已启动）。
- 血液制品：不考虑并表因素，2014年行业整体收入增速上升，利润增速放缓。2015年一季度博雅生物保持高速增长，ST生化和华兰生物营业外收入显著下降，利润有所下滑。行业正处于整合中，除了原有企业之间的并购，也出现博晖创新等新进入者
- 体外诊断试剂：生化诊断、免疫诊断整体增长稳定，分子诊断现增长提速趋势。
- 生化、细胞、基因工程药物：收入增速放缓，利润增长提速，现金流充裕。高端专科药安科生物、通化东宝、新兴细胞工程产业中源协和高速增长。

表. 生物制剂板块重要财务指标

单位：亿元	2015Q1	增长率	2014	增长率	2014Q4	增长率
营业总收入	107	12%	433	22%	122	20%
毛利	48	12%	199	18%	56	13%
销售费用	16	9%	72	17%	22	11%
管理费用	13	11%	55	21%	17	9%
财务费用	2	28%	8	28%	3	34%
所得税	4	47%	14	1%	4	-19%
归母净利润	21	37%	68	17%	18	30%
扣非净利润	14	21%	49	13%	8	-16%
应收账款	120	23%	108	22%	108	22%
存货	85	20%	84	21%	84	21%
固定资产净值	183	23%	185	38%	185	38%
在建工程	53	-15%	48	-24%	48	-24%
长期股权投资	135	13%	131	14%	131	14%
经营性现金流	3	na	52	25%	22	17%

医疗器械：利润增长存在压力，并购有所放缓

- 医疗器械板块上市公司（19家）：2014年板块收入实现快速增长，但净利润增速较为平缓，主要是行业样本较少，个体变化干扰大，大型公司乐普医疗、鱼跃医疗因并购引起的业务变化和费用投入变化均对统计数据有较大影响。
- 扣非净利润2014年增长15%，2015Q1增长14%，继续放缓，主要系行业竞争趋向激烈，产品盈利趋向下降。同时新产品研发投入又相对刚性，移动医疗等新模式探索尚在构建初期不能贡献业绩，自2012年以来，扣非利润增速持续低于收入增速。
- 上市公司整体并购节奏略有放缓，2015年Q1长期股权投资增速有明显下降，然而，考虑到医疗器械“碎片化”特征，未来并购仍将是成为板块业绩增长的主要动力。
- 医疗设备制造类公司业绩增长分化严重，2015年Q1，东富龙收入、净利增速30%、49%，楚天科技分别为-28%、-41%，随着新版GMP到期，下游需求降低，设备制造类企业需要谋求外延拓展持续良性增长。

表：医药器械板块重要财务指标

单位：亿元	2015 Q1	同比	2014	同比	2014 Q4	同比
营业总收入	53.1	27%	200.0	29%	56.8	31%
毛利	20.7	25%	77.3	23%	21.7	31%
销售费用	5.4	20%	23.1	19%	7.1	26%
管理费用	6.3	26%	22.4	26%	6.7	34%
财务费用	0.3	na	-0.4	na	-0.1	na
所得税	1.7	29%	5.4	27%	1.0	-8%
净利润	6.9	17%	26.6	19%	7.6	37%
扣非净利润	6.0	14%	23.4	15%	5.9	26%
应收账款	72.3	42%	61.0	37%	61.0	37%
存货	64.6	17%	61.3	18%	61.3	18%
固定资产净值	58.5	35%	54.1	19%	54.1	19%
在建工程	19.3	17%	16.2	22%	16.2	22%
长期股权投资	5.6	24%	7.1	111%	7.1	111%
经营性现金流	-4.7	na	8.6	-38%	12.0	27%

医疗服务：持续高增长，并购快速推进

表. 医疗服务板块重要财务指标

- 医疗服务板块上市公司（7家，爱尔眼科、通策医疗、迪安诊断、泰格医药、信邦制药、金陵药业、恒康医疗）：2014年及2015年Q1，板块收入、利润都保持快速增长，部分来自信邦制药并购带来的新增量。
- 从趋势来看，线上模式创新是服务行业的发展趋势。通策医疗试水互联网方式将线上用户导入线下医院形成闭环，
- 无论模式如何创新，医疗服务行业仍需资本式扩张，尤其是模式创新更加依赖于线下资源的完善。2014年、2015年Q1整体在建工程增长523%、250%。
- 由于医疗服务是一个需持续依靠外延扩张的产业，近年来不断出现产业资本与企业合作设立并购基金，爱尔眼科是典型代表。2015年Q1长期股权投资翻倍增长，主要是迪安诊断加快收购、合作等外延扩张步伐。

单位：亿元	2015 Q1	同比	2014	同比	2014 Q4	同比
营业总收入	30.8	60%	108.8	44%	30.4	51%
毛利	9.7	32%	38.1	27%	9.3	18%
销售费用	1.9	25%	8.6	1%	2.4	2%
管理费用	3.4	39%	12.3	26%	3.3	9%
财务费用	0.3	47454%	0.6	na	0.3	na
所得税	0.9	32%	3.3	29%	0.6	-12%
净利润	3.3	26%	12.7	46%	2.8	48%
扣非净利润	3.0	23%	12.1	42%	2.6	42%
应收账款	28.3	48%	26.6	112%	26.6	112%
存货	13.6	18%	13.1	30%	13.1	30%
固定资产净值	34.8	36%	29.5	37%	29.5	37%
在建工程	4.6	42%	3.2	28%	3.2	28%
长期股权投资	4.8	252%	1.7	13%	1.7	13%
经营性现金流	0.5	-6%	10.4	-6%	3.7	-24%

- 原料药板块（共23家）2014年、2015Q1扣非利润均为正增长，扭转12年~14Q1年利润持续下滑的趋势。肝素、VC和头孢中间体等大宗原料药价格触底是支撑板块业绩回升重要基础，同时产业升级持续推进，CMO和原料药制剂一体化等高级竞争模式占比提升，带动板块盈利能力提升。
- 2015Q1和2014年收入增速仍为个位数增长，而且较2013年降低，显示传统原料药出口压力较大，人民币升值的汇率压力以及海外形势不确定，将继续影响销售增长。
- 固定资产和在建工程继续保持高增长，虽然传统大宗原料药新产能建设节奏放缓，但设备持续，企业搬迁等继续需要重资产投入。产业升级也依赖于新厂房建设。
- 已逐步完成产业升级的企业华海药业，京新药业和博腾股份等扣非业绩增速较快，浙江医药等传统大宗原料药企业仍在面临品种价格波动压力，2015年Q1业绩大幅波动。

表 化学原料药板块重要财务指标

单位：亿元	2015Q1	增长率	2014	增长率	2014Q4	增长率
营业总收入	151	5%	595	5%	146	3%
毛利	42	16%	171	21%	48	24%
销售费用	12	21%	51	24%	14	11%
管理费用	15	13%	64	16%	21	24%
财务费用	2	45%	9	31%	3	10%
所得税	3	31%	10	35%	3	35%
归母净利润	9	-3%	34	12%	6	-11%
扣非净利润	8	11%	29	25%	5	93%
应收账款	109	9%	100	12%	100	12%
存货	132	16%	132	13%	132	13%
固定资产净值	326	19%	331	21%	331	21%
在建工程	133	7%	122	6%	122	6%
长期股权投资	8	-7%	8	-8%	8	-8%
经营性现金流	6	-19%	60	30%	21	-12%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

请参阅附注风险提示

-  1 2015年二季度投资框架回顾
-  2 2014年报和2015一季报解析：龙头公司积极求变
-  3 2015年一季度医药行业运行和政策动态
-  4 估值动态：绝对值高企、相对值有优势

医药工业：1-3月收入增速继续下探，利润增速平稳

16

- 2015年1-3月医药工业收入增9.51%，利润增12.54%。与1-2月增速相比：收入增速下降1.42pp，利润增速上升0.14pp。一季度收入增速继续下探，但一季度增速受春节扰动较大，2015年医药行业增速是否会重现2014年走势（一季度下探，确立全年增速的基调），尚需要二季度数据确认。
- 在政策层面，医保控费和药价管制两大因素方向不可逆，压力仍在，但考虑到医保筹资仍在稳步扩容，我们维持2015年行业增速和2014年（12%左右）大致持平的预测。

图1.2015年1~3月医药工业收入增速继续下探

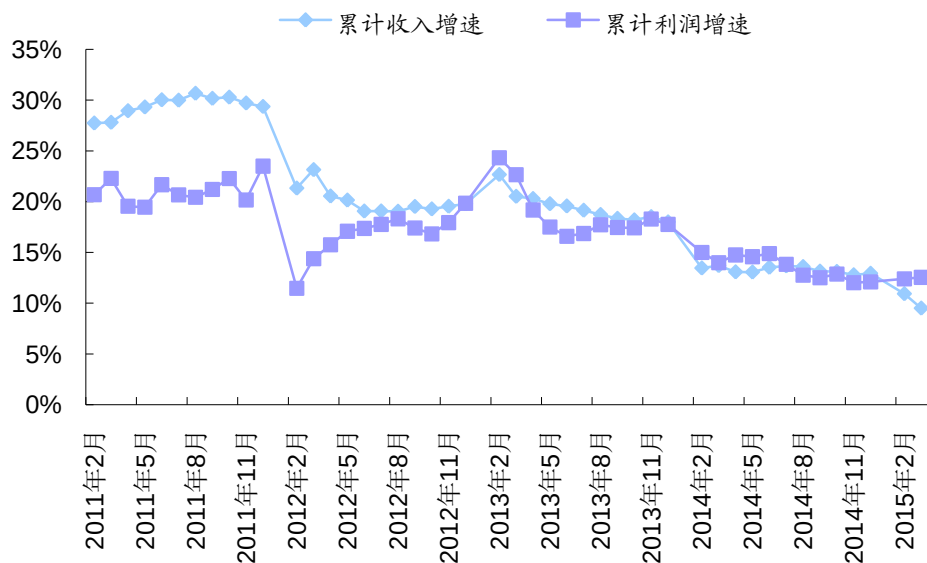
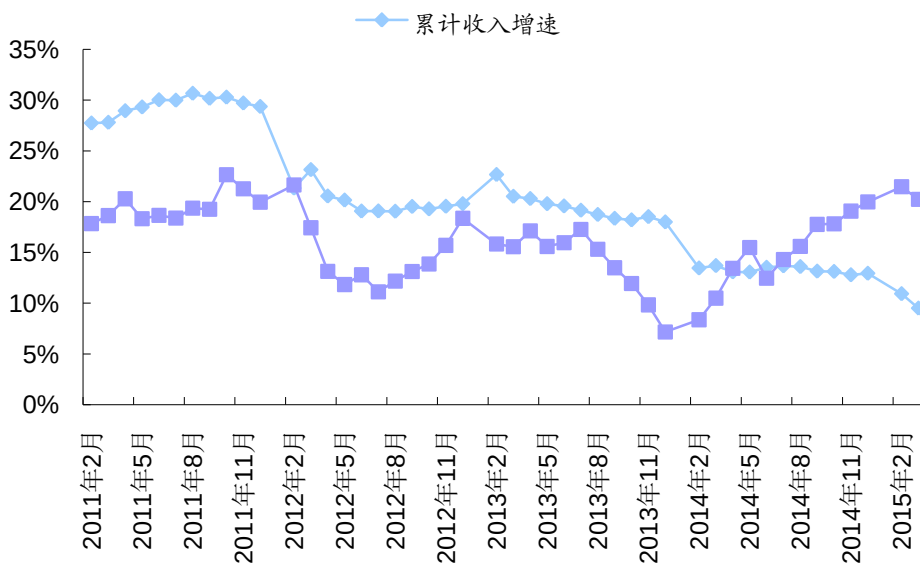


图2.2015年1~3月医药工业产成品增速略有回落

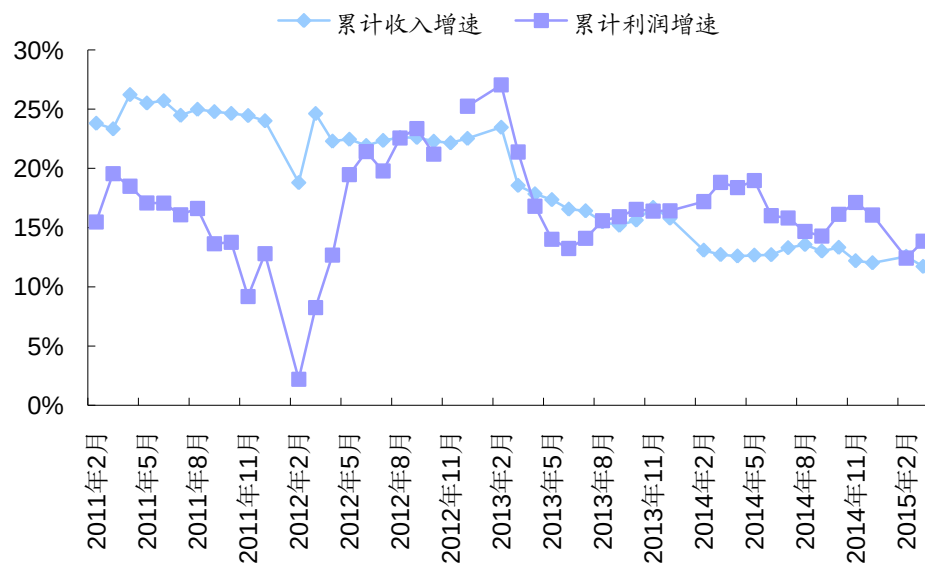


数据来源：wind，国泰君安证券研究

请参阅附注风险提示

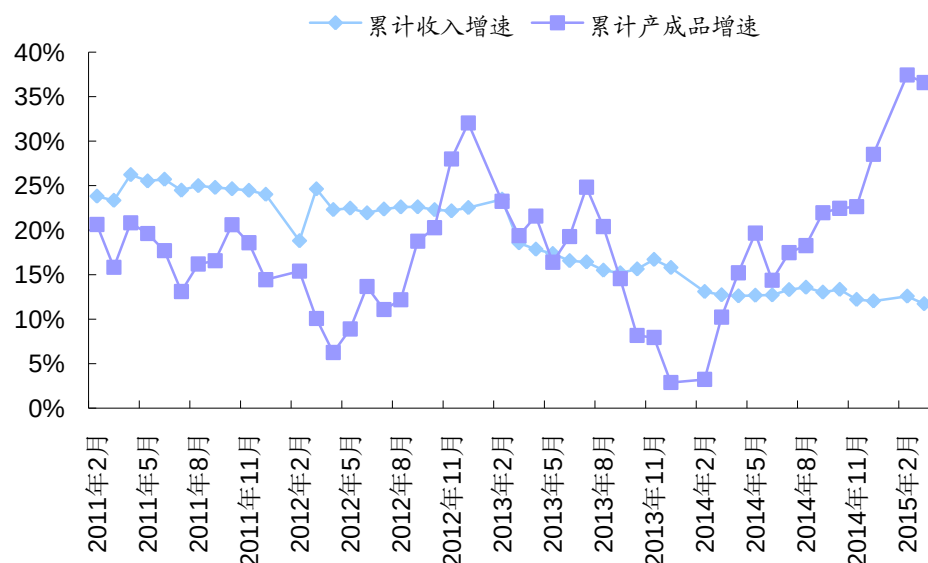
- 2015年1-3月化学制剂收入增速11.72%，利润增速13.86%。与1-2月增速相比：收入增速下降0.85pp，利润增速上升1.42pp。产成品增速36.58%，处于历史高位，可能为招标加快备货。
- 作为经历了长期厮杀的竞争性行业，化学制剂受政策冲击的边际影响反而相对较小，预计2015年仍有望保持12%~15%的增速。

图3.2015年1~3月化学制剂收入增速小幅下降



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图4.2015年1~3月化学制剂产成品增速处于历史高位



中成药：收入增速继续下降，盈利水平相对平稳

- 2015年1-3月中成药收入增速5.68%，利润增速9.15%，收入增速较2014年同期下降8.15pp，尤其是部分体量较大的中药注射剂品种增长压力明显。
- 预计政策难以改善，个位数增长或将延续：浙江、湖南等部分省份的招标方案对中药注射剂的价格压力较大，近期的舒血宁和生脉注射液事件也增加了中药注射剂的争议，预计医保控费和招标降价对中成药的影响仍将延续，中成药个位数的增长短期或将延续。

图5.2015年1~3月中成药收入增速继续下降

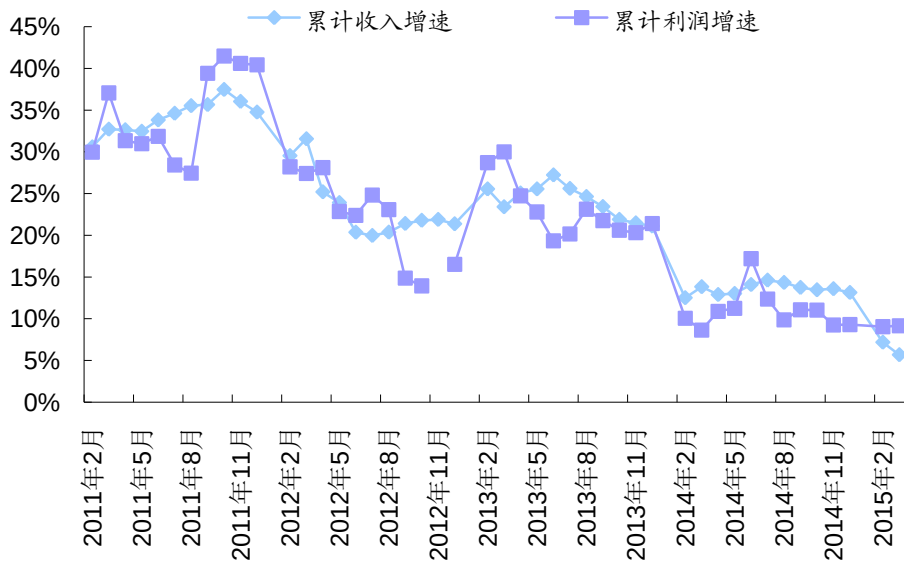
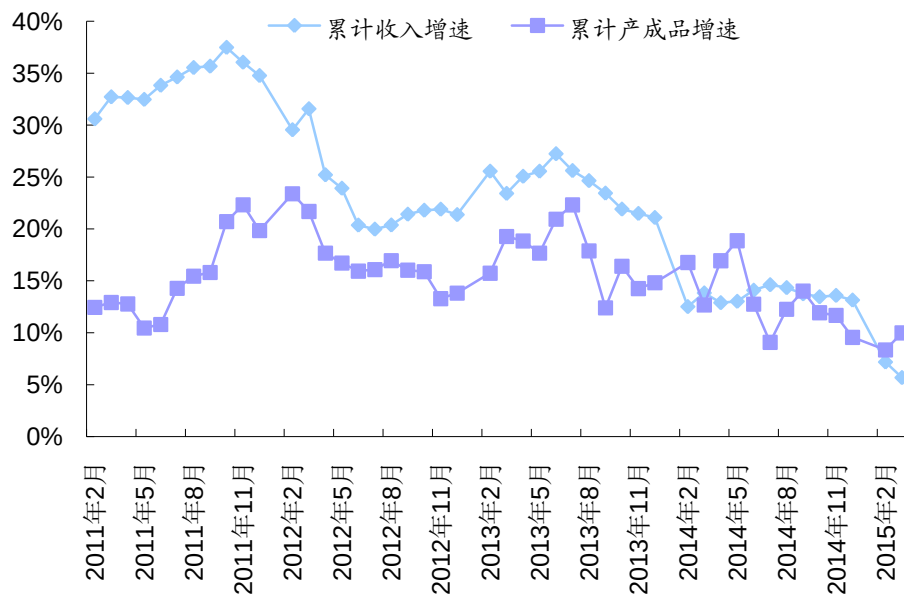


图6.2015年1~3月中成药产成品增速小幅上升



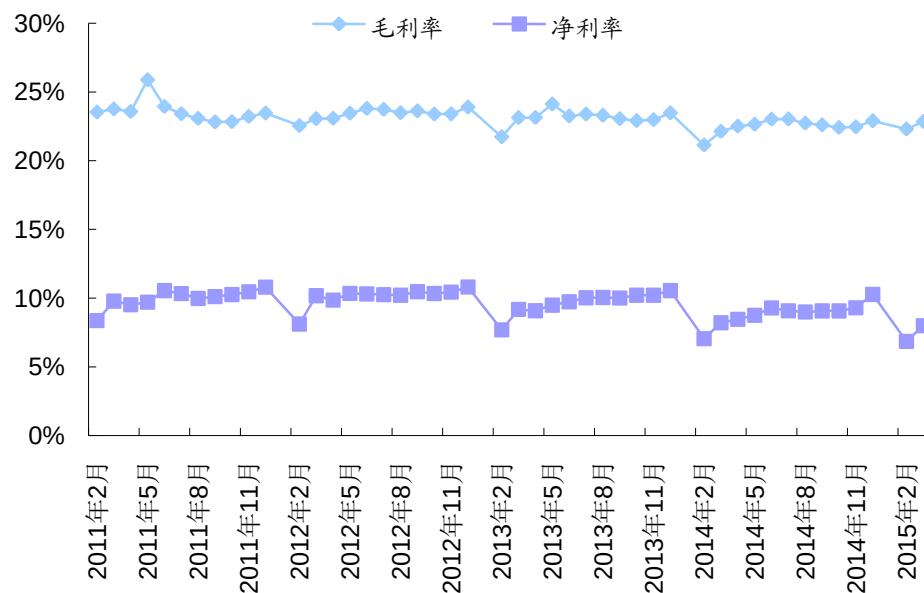
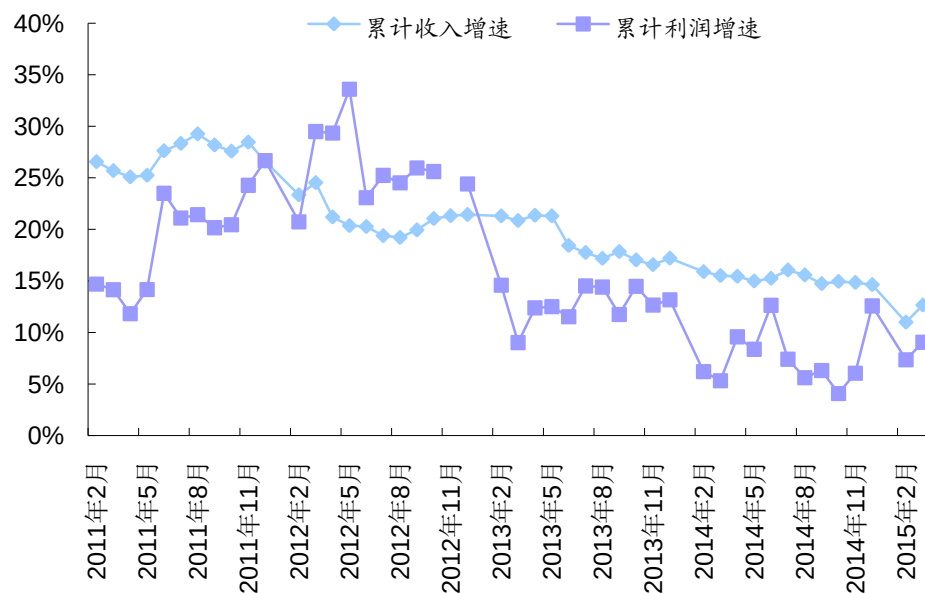
数据来源：wind，国泰君安证券研究

请参阅附注风险提示

- 2015年1-3月收入增速12.65%，利润增速9.05%。与1-2月增速相比：收入增速上升1.66pp，利润增速上升1.70pp，收入利润增速同步回升。医疗器械出口形势不明朗，国内反腐导致医院工程建设放缓，器械行业短期内整体市场需求趋弱。
- 政策频出，支持进一步明确：2014年12月15日，首批国产医疗设备产品目录公布，利好中高端国产设备。近日公布的《医疗卫生服务体系规划纲要》提出逐步提高国产医用设备配置水平以及建立区域医学影像中心，对国产器械的支持进一步明确。

图7.2015年1~3月医疗器械收入和利润增速同步回升

图8.2015年1~3月医疗器械毛利率和净利率正常波动



数据来源：wind，国泰君安证券研究

请参阅附注风险提示

化学原料药：行业仍处底部，转型或为出路

- 2015年1-3月原料药收入增速9.16%，利润增速8.79%。与1-2月增速相比：收入增速下降1.85pp，利润增速大幅下降4.36pp。
- 2014年以来行业收入增速相对平稳，但受库存周期和产品价格影响，利润增速不断下降，目前行业利润增速处于2014以来的底部，虽然少数品种如VD3、谷氨酸钠、硫氰酸红霉素等出现回暖，但整体不景气，制剂转型或为原料药企业出路，例如华海药业、京新药业开始转型制剂，显著提升成长空间。

图9.2015年1~3月化学原料药利润增速仍处在底部

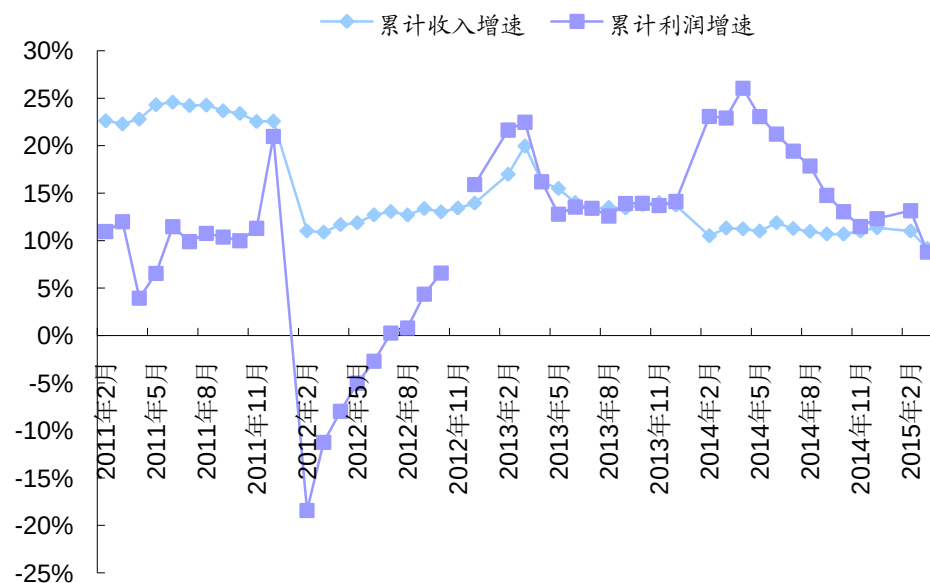
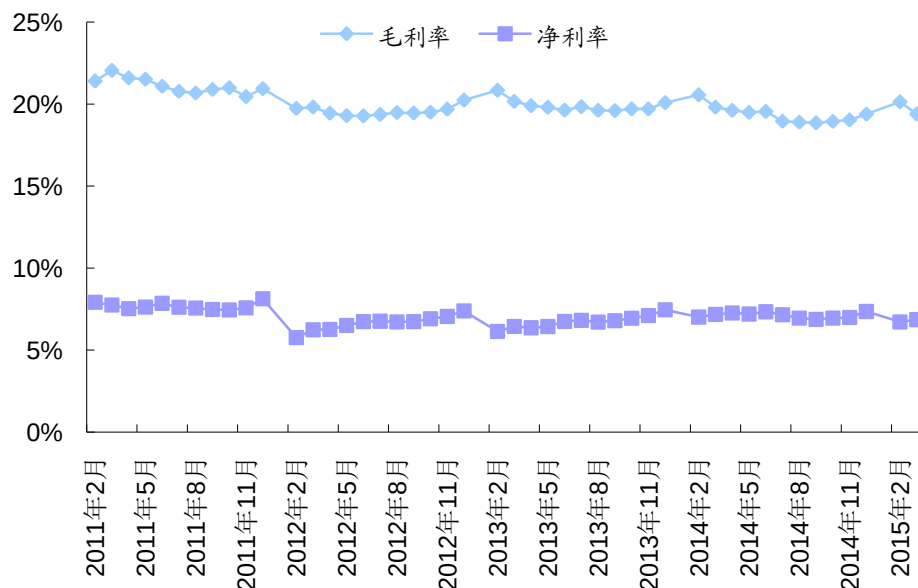


图10.2015年1~3月化学原料药毛利率略有下降



数据来源：wind，国泰君安证券研究

请参阅附注风险提示

生物制药：增速最快子行业，血液制品提价预期升温

21

- 2015年1-3月生物制药收入增速9.45%，利润增速19.99%。与1-2月增速相比：收入增速下降1.57pp，利润增速下降2.16pp。生物制药是目前医药行业利润增速最快的子行业。
- 未来几年，包括赫赛汀、美罗华等重磅品种在内的一批生物药专利将相继到期，生物仿制药或是生物制药板块下一个发展机遇。目前，国内部分非生物制药上市公司如信立泰、丽珠集团等已经将生物制药作为重点方向进行了布局。
- 近期市场对血液制品提价的预期升温，我们认为，血液制品的供求关系和竞争格局相对较好，若价格放开有望率先受益，但提价空间受进口产品竞争和市场接受程度影响。

图11.2015年1~3月生物制药利润增速大幅上升

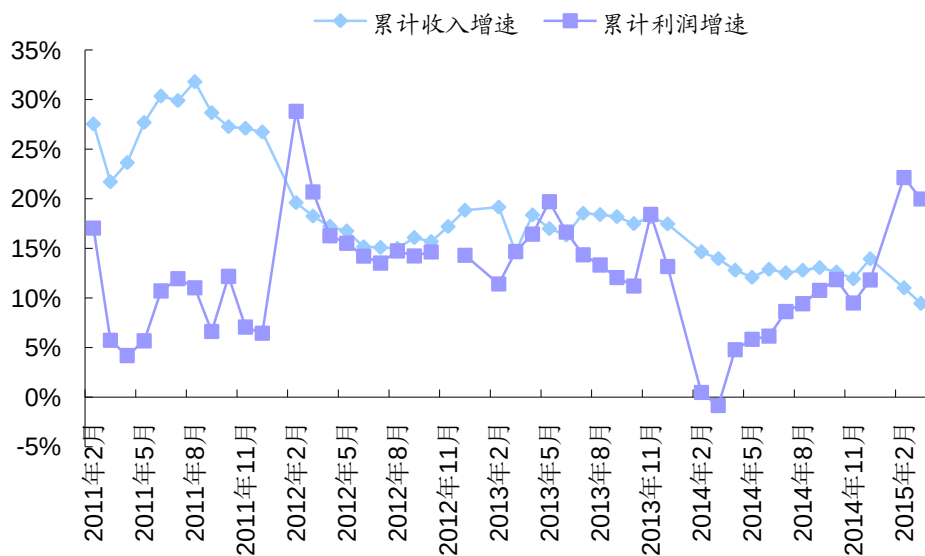
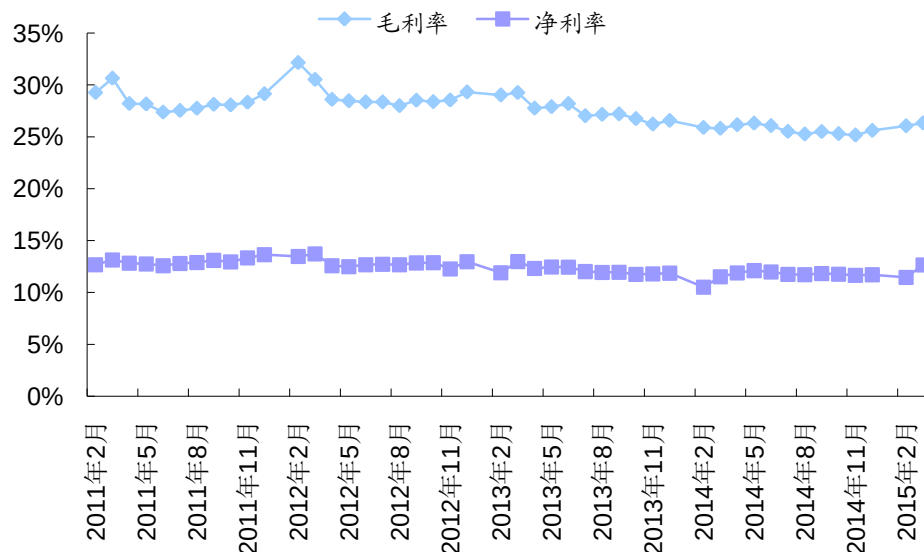


图12.2015年1~3月生物制药毛利率和净利率保持平稳



北京药品招标跟踪点评：重庆药交所模式或将成主流

事件：4月份，北京商报等新闻媒体报道了有关“北京市公立医疗机构医药产品阳光采购工作实施方案”文件的相关消息。方案核心要点包括：**1) 采购模式**，北京市医药集中采购服务中心负责采购平台的搭建和日常运维（并非如原有模式下，负责采购的全部流程），**2) 价格限定**，成交价格不得高于价格主管部门制定的最高零售限价和北京市原有中标价等，并应以采购平台提供的全国最低价格和本市各医疗机构最低成交价格作为重要谈判依据。**3) 采购主体**，市医管局负责组织市属医疗机构组成医院集团，制定集团采购规则，参加阳光采购；基层医疗卫生机构以区县为单位，由区县制定区域采购规则，同时鼓励医保经办机构等各方参与药品采购价格谈判。

点评：

重庆药交所模式或将成为主流。北京市本次流传的招标方案与之前进行的招标有较大差异，基本采纳了重庆药交所的模式，药交所的核心是政府只提供平台，并负责监督，但是具体的采购由医院和药企直接对话。药交所模式下，药品采购环节企业和医院的自主权得以提升，市场化程度更高，符合目前国家整体提出“市场起决定性作用”的政策方向。此外还需注意的是4月21日，重庆药交所举办了首届医药交易发展研讨会，国家相关部门的领导，以及23个省份的各省负责招标负责人均出席了会议，相关信号表明，重庆药交所模式未来或许会成为药品招标采购的主流。

嘉事堂等北京区域优秀商业公司将受益于北京招标启动。北京市药品市场销售规模超过1200亿，随着新一轮招标的启动，会对原有的配送市场格局，尤其是等级医院的配送格局，带来重要影响。目前北京市医药集中采购服务中心已经召集嘉事堂、华润医药、北京科园信海、国药控股北京、北京九州通等5家北京市基本药物药品集中配送企业召开座谈会，初步建立药品价格、供应保障、信息联通的沟通协调机制。我们认为，从业务弹性看，**嘉事堂**目前在北京纯销业务规模相对较小，且相关准备工作更为充分，未来将充分受益于新一轮北京药品招标启动。

药品价格改革跟踪点评：《药品管理法》中价格条款被删除

事件：4月24日，全国人大常委会通过《药品管理法》，删除了原有版本中的第五十五条“依法实行政府定价、政府指导价的药品，政府价格主管部门应当依照《中华人民共和国价格法》规定的定价原则，依据社会平均成本、市场供求状况和社会承受能力合理制定和调整价格，做到质价相符，消除虚高价格，保护用药者的正当利益。药品的生产企业、经营企业和医疗机构必须执行政府定价、政府指导价，不得以任何形式擅自提高价格。药品生产企业应当依法向政府价格主管部门如实提供药品的生产经营成本，不得拒报、虚报、瞒报。”

点评：

药品价格改革不会一蹴而就。药品管理法中相关价格条款的是药品价格管制放开的法律障碍清除步骤之一，但并非关键步骤，药品管理法是在《价格法》体系下，针对药品这一特定商品进行的阐述，而非单独列出的法规。药品价格改革的关键约束在于药品价格主管部门（发改委），从实际进展情况看，药品价格的改革进展并不如市场所预期的乐观：从2014年底就开始流传药品价格改革方案，提出要在2015年1月1日首先放开医保目录价格，再到前期所流传的《关于印发推进药品价格改革意见的通知》中提出“自2015年7月1日起,除麻醉和一类精神药品外,取消原政府制定的药品价格，但到5月份，正式的方案还是未能出台，我们认为药品作为关系到国计民生的重要商品，同时价格管制放松涉及到与医保和招标等政策对接等复杂问题，改革的过程将是曲折的，不会一蹴而就。

如药品价格放开，血液制品或将受益。无论是2014年底还是最新流传的方案，血液制品的价格一直都处于放开之列，由于血液制品供不应求，相比于其它商品，提价的基础更好，可较为受益于药品价格放开。但需要提醒的是，所谓价格的放开只是放开最高零售价的限制，后续还有招标、医保支付方的约束压力，以及舆论压力（如果血液制品涨价过高，或许“指责药企赚黑心钱”的文章会成为头条新闻），我们认为血液制品相关企业会受益于药品价格管制放松，但是受益的程度还有待观察。



2015年二季度投资框架回顾



2014年报和2015一季报解析：龙头公司积极求变



2015年一季度医药行业运行和政策动态



估值动态：绝对值高企、相对值有优势

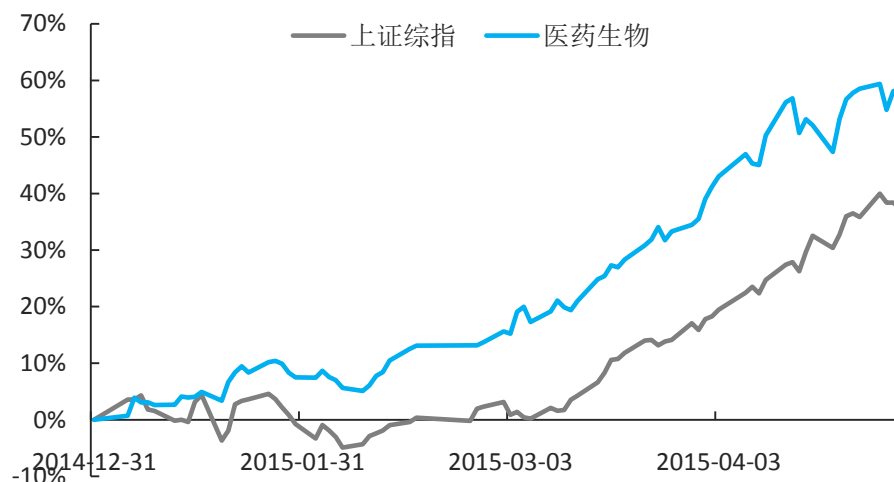
1-4月医药行情回顾：跑赢大盘，结构性差异大

25

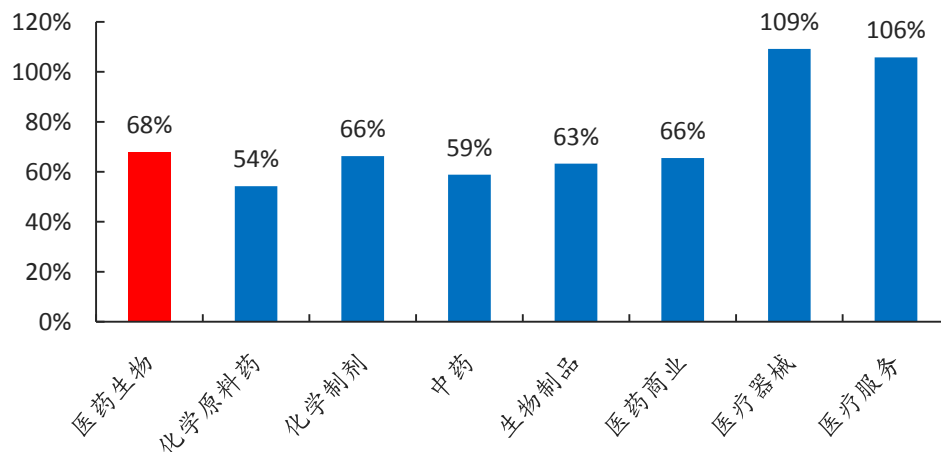
- 2015年1-4月医药指数上涨59%，大幅跑赢上证综指21pp。

- 从各子行业板块看，增速放缓最明显、增速最低的中药板块涨幅落后，合理反应行业基本面趋势。
- 医疗器械和医疗服务涨幅最大，除了多数成分股跟随创业板上涨，市场对制药/非制药的预期分化也是重要原因。

2015年1-4月医药板块涨幅



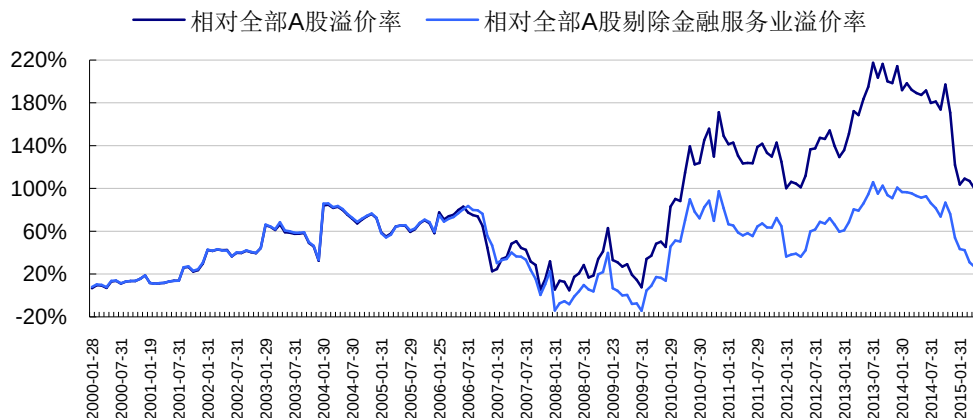
2015年1-4月医药行业各子板块涨幅（算术平均）



医药板块估值水平

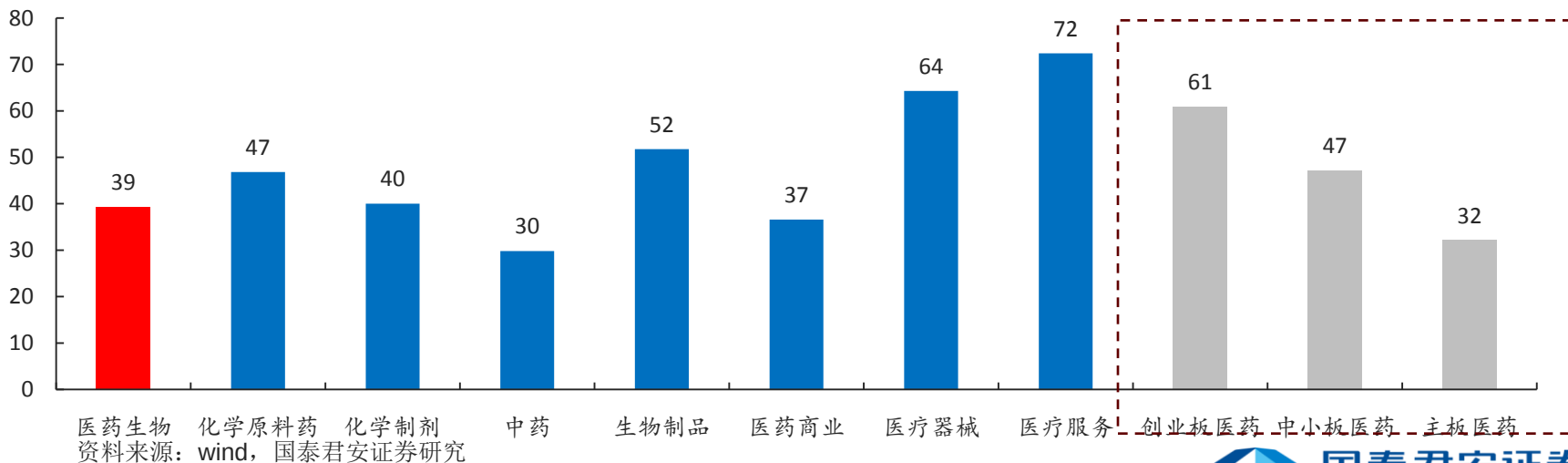
- 按2015PE，由于大盘估值中枢已大幅上移，医药板块相对于全部A股估值溢价率100%，若剔除金融服务业溢价率27%，溢价率继续下降，处于历史低位。（剔除金融服务业后全部A股2015PE31X）

医药板块相对大盘溢价率



资料来源：wind，国泰君安证券研究

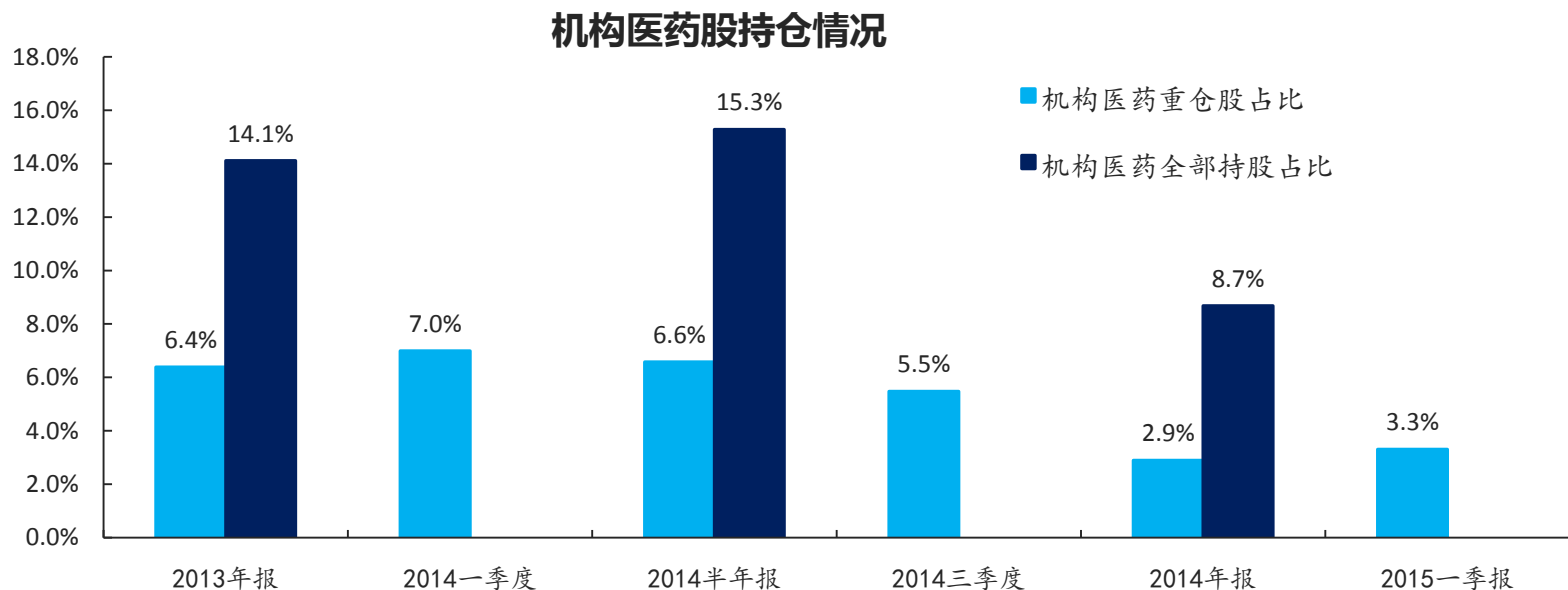
医药板块2015PE (wind一致预期)



请参阅附注风险提示

基金持仓小幅回升，仍有配置空间

- 根据基金2015年一季报，截止2015年3月31日，基金医药前十大重仓持股/基金持仓总市值的比值为3.3%，较2014年报略有回升，但增加幅度较小，符合我们在二季度策略中的判断，我们认为原因主要是：前期市场对占板块市值77%的传统的制药板块预期处于低位，配置意愿不强；涨势更好的主题投资板块，除了医药电商板块市值较大，其他标的数量很少，对多数机构配置占比贡献极小。预计Q2机构医药股配置仍有进一步提升空间。



数据来源：基金统计样本为wind开放式股票型基金和wind封闭式股票型基金，国泰君安证券研究

注：只有年报和半年报基金才披露全部持股数据，季报只披露前10大重仓股

请参阅附注风险提示

重点公司盈利预测及估值

行业分类	公司代码	公司名称	现价(元)	每股收益(元)				市盈率(X)				投资评级
				2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E	
医疗器械	300273	和佳股份	34.49	0.39	0.59	0.82	1.08	88	58	42	32	增持
医疗器械	300003	乐普医疗	35.81	0.52	0.73	0.93	1.18	69	49	39	30	增持
医药商业	002462	嘉事堂	45.50	0.95	0.75	1.05	1.43	48	61	43	32	增持
医药商业	600511	国药股份	37.87	1.01	1.19	1.40	1.61	37	32	27	24	增持
医药商业	002727	一心堂	78.24	1.14	1.44	1.77	2.10	69	54	44	37	增持
医药商业	000963	华东医药	69.70	1.74	2.59	3.22	3.98	40	27	22	18	增持
医药商业	000028	国药一致	74.64	1.80	2.25	2.88	3.60	41	33	26	21	增持
中药	300026	红日药业	35.88	0.74	0.98	1.28	1.59	48	37	28	23	增持
中药	600222	太龙药业	12.01	0.09	0.12	0.17	NA	133	100	71	NA	增持
中药	600594	益佰制药	52.39	1.21	1.46	1.75	2.07	43	36	30	25	增持
中药	000538	云南白药	69.48	2.41	2.91	3.49	4.16	29	24	20	17	增持
中药	600572	康恩贝	27.79	0.56	0.71	0.84	1.00	50	39	33	28	增持
中药	002317	众生药业	27.50	0.61	0.78	1.03	1.25	45	35	27	22	增持
中药	600535	天士力	47.93	1.27	1.63	2.07	2.55	38	29	23	19	增持
中药	000423	东阿阿胶	52.50	2.09	2.40	2.70	3.00	25	22	19	18	增持
中药	002433	太安堂	16.88	0.26	0.34	0.42	0.50	65	50	40	34	增持
中药	300181	佐力药业	19.11	0.33	0.45	0.54	0.64	58	42	35	30	增持
化学制剂	300199	翰宇药业	30.10	0.19	0.41	0.53	0.66	158	73	57	46	增持
化学制剂	600276	恒瑞医药	57.01	1.01	1.32	1.65	2.04	56	43	35	28	增持
化学制剂	002653	海思科	25.16	0.42	0.61	0.76	0.92	60	41	33	27	增持
医疗服务	600763	通策医疗	88.14	0.69	0.82	1.13	1.5	128	107	78	59	谨慎增持
化学原料药	603456	九洲药业	57.94	0.64	1.00	1.26	1.59	91	58	46	36	谨慎增持

请参阅附注风险提示

数据来源: wind, 国泰君安证券研究
注: 收盘价截至4月30日

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。

诚信 亲和 专业 创新



国泰君安证券

GUOTAI JUNAN SECURITIES