

证券研究报告 2016年11月03日

## 精选个股，布局明年

——国泰君安医药2016年11月投资策略暨2016年三季度报总结

**行业评级：增持**

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

杨松（研究助理）S0880114080037  
于溯洋（研究助理）S0880115070047  
赵旭照（研究助理）S0880114080042

## 1、医药板块上市公司三季报总体符合预期

- 2016年前三季度医药板块整体（可比口径）收入增速14%、扣非净利增17%，较2016年上半年有所改善。景气度较高的仍然是：血制品、维生素原料药、医药流通、专业医疗服务、创新药、制剂出口、竞争格局良好的处方药。龙头公司普遍保持了明显高于行业平均的增长。
- 1-9月医药工业收入增速10.0%、利润增速13.9%，环比1-8月继续持平，和2015年全年收入利润增速（9.1%、13.8%）也基本持平，既未像乐观观点预期的拐点向上，也没有悲观观点预期的继续放缓。预计2017年行业继续呈现整体平稳、并继续向龙头公司集中的趋势。

## 2、个股方差较大，仍需自下而上精选个股

- 2016年剩下的两个月里，医药股基于稳定增长的预期，在年底市场惯性思维下的估值切换中占有相对优势，目前医药板块2016PE37X（wind一致预期，整体法），虽然不算特别低，但个股方差很大，可自下而上选择经营趋势向上且估值合理的个股。
- 11-12月季度行业主题重点关注：医保目录的调整对制药股的预期改善和中药配方颗粒行业政策的积极变化

## 3、结合产业趋势和个股变化，着眼明年布局

- 推荐组合：国药一致、东阿阿胶、丽珠集团、上海医药、华兰生物、恒瑞医药、康恩贝；受益标的：华通医药。
- 风险提示：医药板块增长的稳定性和持续性带来的相对优势明显，市场着眼于2017年进行布局如过于集中则可能带来估值透支风险。

## 我们对医药行业4季度到明年几个关键的趋势判断

- 医保控费和招标降价大趋势不变，二次议价以各种形式扩散并取代了招标对药价的影响——具备良好竞争格局的优质专科药可持续增长，继续回避辅助用药和普药；
- 一致性评价还未能对制药行业展现优胜劣汰的效果，CRO业务的药学评价部分开始体现受益但需注意相关个股股价是否已经充分反应；
- 两票制进入执行期并向全国各省扩散，医药商业格局加速集中。——建议配置龙头流通公司；
- 医保目录调整对相关制药股有预期改善，最终是否进入目录验证时间在2016年底，但进入后的效果需更长的招标周期来验证。——短期看4季度，只要没有过分透支，相关优质制药股都可以配置。

## 4季度重要关注点一：新版医保目录调整在即

- 医保目录调整按意见征求稿将在2016年底之前完成，当然如果不能进全国医保目录也可争取进地方目录，对相关制药股有预期改善。
- 随着新版目录调整、优质药企熬过招标控费、一致性评价、药品注册新政等系列洗牌后，有望迎来长线发展。经历了短期快涨快调后，选股需落实到公司综合经营能力和产品竞争力上来。
- 推荐个股：恒瑞医药、信立泰、济川药业、丽珠集团、天士力。

## 4季度重要关注点二：中药配方颗粒政策变化

- 政策放开进展：国家药监局发布的《中药配方颗粒管理办法》（征求意见稿）已经于今年3月完成意见反馈，已经具备对外发布的条件，我们预计年底前后。中国药典则于8月份公布质量标准征求意见稿，进度较晚。同时，浙江、江西等省份科研试点也先后实施。
- 未来格局判断：在质量标准化之前，各省科研试点将是主要模式，全国6家垄断将被改变，但试点地方保护，竞争依然有序。
- 对于原有6家企业，放开中性偏好，原有市场需要守住，新市场更易开拓。红日药业的中医门诊模式也在探索配方颗粒的新增量市场，维持增持评级。对于新增省级试点科研企业，需考虑试点省份市场容量和格局，以及企业医院营销能力。目前纳入及有望纳入试点上市公司主要包括：华通医药、康恩贝和佛慈制药。

01

**2016年三季度报总结**

02

行业、政策动态

03

行业估值动态

# 医药上市公司：增速保持平稳、现金流明显改善

- 医药上市公司（样本共199家）2016Q1-Q3收入、净利和扣非净利分别增14%、17%和17%，保持平稳，医保控费和招标降价持续影响制药板块内生不足，并购并表贡献主要增量。整体净利增速高于收入增速主要是医药商业板块占整体收入比例较高（43%），以及原料药板块维生素提价净利润大幅改善。
- 2016年Q1-Q3景气度相对较高的细分领域集中于：①专业领域的服务行业（流通/研发/诊疗）；②维生素等周期品种和血液制品等领域景气持续。③竞争格局较好的专科药/品牌消费品。——尤其是龙头公司的领先优势已经越发明显。
- 长期股权投资增速放缓，2016年Q1-Q3受二级市场波动影响，并购节奏有所放缓。但考虑内生增长瓶颈和制药行业政策压力，医药企业并购整合实现转型和业绩增长仍将持续。
- 2016年Q1-Q3医药板块上市公司整体经营性现金流改善明显，其中中药、原料药、医疗器械等子版块经营性现金流明显好于2015年同期。
- 固定资产、在建工程增速开始回落，2014年GMP认证高峰过后，剩余主要是部分口服制剂产能升级，在建工程增速放缓。

表：医药板块上市公司整体重要财务指标(单位：百万元)

	2016 Q1-Q3	增速	2016H1	增速	2015A	增速
营业收入	651977	14%	429842	14%	776640	13%
毛利润	197745	16%	130490	15%	235082	13%
销售费用	82387	14%	53868	15%	100266	11%
管理费用	43144	14%	28156	15%	54646	17%
财务费用	5261	4%	3423	1%	6743	8%
所得税	11958	17%	7987	13%	13420	12%
归母净利润	55996	17%	37745	12%	62569	15%
<b>扣非净利润</b>	<b>49812</b>	<b>17%</b>	<b>33502</b>	<b>14%</b>	<b>54403</b>	<b>15%</b>
应收账款	208382	17%	192665	19%	160308	21%
存货	158395	13%	151915	16%	146181	17%
固定资产净值	189628	15%	186153	15%	183587	17%
在建工程	53793	1%	51556	5%	44477	3%
长期股权投资	50946	23%	47636	20%	44348	36%
<b>经营性现金流</b>	<b>32596</b>	<b>44%</b>	<b>19728</b>	<b>30%</b>	<b>51370</b>	<b>17%</b>

资料来源：wind，国泰君安证券研究

## 化学制剂：整体业绩增速环比有所提升，个股方差较大

- 化学上市公司(33家,剔除无同比数据的新股和重组公司):2016Q1 - Q3营业收入增速10%,扣非后净利润 增速10%;2016Q2收入口径增速环比平稳,扣非净利润口径增速环比有所提升。多重政策高压下,内生增长仍较乏力,并购并表为业绩增长的重要因素。
- 板块分化:**收入和扣非净利润增长个股方差较大,处方药中竞争格局良好的专科品种增长稳定;普药品种因激烈的价格竞争普遍承压,期待一致性评价推进后龙头仿制药企的晴天;制剂出口将持续景气。
- 外延并购:**剔除占比最大的复星医药影响,2016年Q3长期股权投资增速环比有所提升(2016Q1-Q3增速为37%,2016H1为19%,2016Q1 增速110%)。三季度外延并购节奏有所加快,市场环境好转,再融资节奏逐步恢复。当前行业政策下,上市公司存量品种普遍承压,缺乏研发储备的企业短期内青黄不接,预计以品种为核心的外延并购将会延续。本土优质标的资产或谋求独立上市,标的池逐渐枯竭,海外并购值得关注。

表：化学制剂板块重要财务指标（百万元）

	2016 Q1-Q3	增速	2016H1	增速	2015A	增速
营业收入	86522	10%	57282	9%	107860	11%
毛利润	45183	16%	29514	15%	53661	15%
销售费用	19742	16%	12753	18%	23373	8%
管理费用	10840	16%	7003	16%	13304	20%
财务费用	1143	-9%	718	-8%	1706	54%
所得税	2249	8%	1478	0%	2704	23%
归母净利润	11375	16%	7775	13%	12958	20%
<b>扣非净利润</b>	<b>9948</b>	<b>13%</b>	<b>6747</b>	<b>10%</b>	<b>11237</b>	<b>20%</b>
应收账款	26924	13%	26434	18%	22691	20%
存货	16415	0%	16384	0%	16612	6%
固定资产净值	50940	19%	48676	14%	46281	14%
在建工程	9830	-28%	11684	-9%	12143	6%
长期股权投资	19760	21%	18930	20%	16925	26%
<b>经营性现金流</b>	<b>13861</b>	<b>50%</b>	<b>9114</b>	<b>82%</b>	<b>14727</b>	<b>19%</b>

资料来源：wind，国泰君安证券研究

## 中药：收入平稳，小公司压力较大

- 中药板块（58家）：2016年前三季度收入增速10%，与半年度（10%）基本持平。扣非净利润增速7%，仍受到吉林敖东（参股广发证券，导致净利润波动较大）、以及占比较大的天士力下滑较大影响。受天士力为代表的大型企业加强销售回款等影响，板块经营性现金流明显好于2015年同期状况。
- **小公司面临更大经营压力。**58家中药上市公司中有24家公司前三季度扣非净利润增速为负，且其中绝大部分扣非净利润绝对额较小。在过去一段时期，中小型企业通过并购整合可现收入利润的快速增长，但在行业整体承压的大背景下，并购整合进度放缓，中小型企业政策和经营上面临更大压力。
- **积极关注医保目录调整对中药板块的影响：**中药作为中国特色产业，一直是各项政府政策支持关注的重点，新一轮医保目录调整中，预计部分中药品种有望进入到国家医保目录或者地方增补目录，为行业带来结构性增量，相关公司包括：天士力（益气复脉、丹参多酚酸）、康缘药业（银杏二萜内酯）、济川药业（蒲地蓝口服液）

表 中药板块重要财务指标(单位：百万元)

	2016Q1-Q3	增速	2016H1	增速	2015A	增速
营业收入	152801	10%	102720	11%	190676	9%
毛利润	71029	10%	47739	10%	88552	10%
销售费用	34272	8%	22922	9%	43922	10%
管理费用	11615	14%	7615	12%	14957	14%
财务费用	1408	14%	915	11%	1692	-8%
所得税	4070	17%	2766	15%	4598	7%
归母净利润	21552	11%	14833	7%	25753	14%
<b>扣非净利润</b>	<b>18913</b>	<b>7%</b>	<b>12930</b>	<b>3%</b>	<b>23048</b>	<b>14%</b>
应收账款	37832	15%	35240	15%	28982	25%
存货	58408	20%	55391	21%	52233	21%
固定资产净值	53124	16%	52867	17%	52755	18%
在建工程	14969	22%	12382	9%	9121	-5%
长期股权投资	19202	11%	18398	11%	18582	41%
<b>经营性现金流</b>	<b>14307</b>	<b>41%</b>	<b>9260</b>	<b>14%</b>	<b>15609</b>	<b>0%</b>

资料来源：wind，国泰君安证券研究

# 生物制药：血液制品、高端专科景气依旧

- **生物制剂板块上市公司（16家）**：由于行业样本较少，个体变化干扰较大，受疫苗板块拖累，2016Q1-Q3收入增速11%，较2016H1增速基本持平；扣非净利润增速为15%，较2016H1略有下降。剔除疫苗企业，2016Q1-Q3收入和扣非净利润增速分别为16%，24%。
- **疫苗行业**：“山东疫苗事件”后，行业流通环节进入整合期，短期对疫苗行业冲击较大。沃森生物2016Q3较H1环比继续恶化，智飞生物自二季度转盈为亏，三季度继续下滑。企业进入倒逼转型期。
- **血液制品**：受益产品价格提升以及投浆量增长带来的乘数效应，行业处于高度景气阶段。排除上市公司疫苗业务以及交易性金融资产投资收益影响，血液制品整体2016Q1-Q3收入增速在30%以上，扣非净利润增速超过40%，较2016H1基本持平。
- **生化、细胞、基因工程药物**：收入增速基本稳定，扣非净利润增速环比显著放缓。不同公司因产品结构呈现差异化，高端专科药安科生物、通化东宝、康弘药业、长春高新高速增长；双鹭药业、中源协和继续承压。

表：生物制药板块重要财务指标（百万元）

	2016 Q1-Q3	增速	2016H1	增速	2015A	增速
营业收入	15400	11%	9646	11%	18995	13%
毛利润	11038	15%	6905	16%	13072	13%
销售费用	3829	15%	2345	14%	4657	10%
管理费用	2423	19%	1554	17%	3232	12%
财务费用	119	-7%	83	-4%	138	-34%
所得税	880	8%	533	-11%	1083	37%
归母净利润	4072	7%	2397	-15%	4098	10%
<b>扣非净利润</b>	<b>3357</b>	<b>15%</b>	<b>2076</b>	<b>16%</b>	<b>3308</b>	<b>16%</b>
应收账款	4745	10%	4177	4%	3716	9%
存货	6167	28%	6088	28%	5280	19%
固定资产净值	11065	12%	11081	10%	11203	13%
在建工程	4435	6%	4194	14%	3715	6%
长期股权投资	1840	107%	1415	62%	989	20%
<b>经营性现金流</b>	<b>2672</b>	<b>2%</b>	<b>1309</b>	<b>-7%</b>	<b>4575</b>	<b>25%</b>

资料来源：wind，国泰君安证券研究

## 原料药板块：维生素景气延续，产业升级势不可挡

- **维生素带动下原料药板块景气延续。**环保监管趋严，生产企业竞争思维转变，VB5、VA等维生素品种从15年底开始进入提价周期。原料药板块在维生素涨价效应下扣非净利润增速高达64%，其中维生素类公司普遍增速在100-200%，板块盈利大幅提升，经营性现金流大幅改善。在经历近一年的提价周期后，预计未来涨价趋势放缓，对原料药公司净利润改善边际效应减弱。
- **产业升级势不可挡：**原料药占我国药品出口的半壁江山，多数大宗商品产能过剩，价格竞争激烈，目前我国原料药企业正逐步进行产业升级，如从低端原料药向毛利较高的仿制药制剂延伸，从大宗商品向高端特色原料药合同定制升级。九洲药业因订单略有波动，华海等其他企业整体延续稳定增长趋势。华海药业制剂出口平台初具规模，多个ANDA文号获批，未来3年将逐步进入收获期。
- 子行业固定资产和在建工程继续保持平稳增长，长期股权投资大幅增加，预计产业升级是主要投资建设方向。

表：化学原料药板块重要财务指标（百万元）

	2016 Q1-Q3	增速	2016H1	增速	2015A	增速
营业收入	53071	14%	35089	10%	62437	1%
毛利润	17930	29%	11766	27%	19289	5%
销售费用	4802	19%	2989	17%	5661	9%
管理费用	5794	10%	3829	12%	7657	13%
财务费用	506	46%	345	5%	509	-38%
所得税	1229	38%	821	31%	1010	-11%
归母净利润	5576	52%	3693	42%	4667	11%
<b>扣非净利润</b>	<b>4942</b>	<b>64%</b>	<b>3322</b>	<b>57%</b>	<b>3750</b>	<b>5%</b>
应收账款	13272	16%	13054	15%	10877	3%
存货	15882	4%	15617	8%	15444	10%
固定资产净值	40010	13%	39733	17%	39815	18%
在建工程	15850	3%	15168	6%	13183	0%
长期股权投资	1396	76%	1188	61%	881	27%
<b>经营性现金流</b>	<b>5019</b>	<b>24%</b>	<b>2397</b>	<b>3%</b>	<b>6767</b>	<b>5%</b>

资料来源：wind，国泰君安证券研究

# 医药商业：现金流有所改善，关注商业龙头外延整合

- **医药商业板块（20家）整体保持平稳：**2016Q1-Q3整体收入增速17%，归母净利润增速21%，扣非归母净利润增速25%，基本保持平稳。龙头公司收入普遍保持了高于市场平均的增长。
- **财务费用略有降低，现金流有所改善：**受益于利率整体下行和多家公司完成再融资，商业板块财务费用继续保持降低趋势（-4%）。2016年Q1-3，20家医药商业公司经营性现金流为-44亿，较2015年Q1-3有所改善（-53亿）。
- **两票制于多地落地，耗材整合值得关注：**目前两票制已在福建、安徽、陕西等地落地，2016年Q1-3，医药商业板块长期股权投资同比增长12%，继续保持平稳，商业龙头仍主要处于并购标的遴选阶段，静待后续外延扩张。

表 医药商业板块重要财务指标（单位：百万元）

	2016 Q1-Q3	增速	2016H1	增速	2015A	增速
营业收入	298908	17%	195746	18%	344474	17%
毛利润	35577	18%	23598	19%	41170	17%
销售费用	15049	21%	9906	22%	17238	15%
管理费用	7228	10%	4721	11%	9236	17%
财务费用	1696	-4%	1122	-4%	2306	9%
所得税	2327	25%	1606	29%	2674	14%
归母净利润	8226	21%	5616	24%	9014	23%
<b>扣非净利润</b>	<b>7835</b>	<b>25%</b>	<b>5306</b>	<b>23%</b>	<b>7996</b>	<b>24%</b>
应收账款	104652	18%	94507	21%	78191	22%
存货	48332	13%	46326	19%	45533	19%
固定资产净值	17095	13%	16742	13%	16686	9%
在建工程	4297	15%	4062	19%	3303	12%
长期股权投资	5275	12%	5111	11%	4871	37%
<b>经营性现金流</b>	<b>-4366</b>	<b>-17%</b>	<b>-2867</b>	<b>6%</b>	<b>5033</b>	<b>121%</b>

资料来源：wind，国泰君安证券研究

# 医疗服务：行业高景气持续，看好长远发展

- **医疗服务板块（9家）高景气持续**：板块2016年Q1-Q3收入均保持36%左右的高增长，收入增速仍然是医药各子版块最高，行业高景气持续；受扩张投资加快和管理运营费用增长影响，扣非净利润增速低于收入增速，增速17%略有下滑，预计未来随规模效应和经营管理改善将进一步提升。
- **细分龙头强者恒强**：细分龙头爱尔眼科、迪安诊断等规模进一步扩大，品牌和平台优势凸显，内生增长强劲，外延扩张持续推进，未来有望延续30%的高增长。
- **CRO企业业绩短期承压，预计17年有所恢复**：政策变动期传统业务压力仍在，受益BE试验进入执行期和SMO等新业务发展，预计2017年业绩有所恢复。行业整合大浪淘沙，利好泰格医药等龙头公司。
- **受益消费升级和政策扶持，看好长远发展**：未来受益医疗消费升级，政策利好民营医疗机构不断扩张，分级诊疗持续落地，医疗服务领域长期蓬勃发展。

表 医疗服务板块重要财务指标（百万元）

	2016 Q1-Q3	增速	2016H1	增速	2015A	增速
营业收入	15400	36%	9995	41%	15916	40%
毛利润	4881	27%	3129	30%	5201	29%
销售费用	1067	24%	670	31%	1127	25%
管理费用	1713	40%	1105	38%	1753	35%
财务费用	148	41%	91	20%	146	167%
所得税	407	14%	270	23%	457	34%
归母净利润	1524	21%	1005	33%	1739	29%
扣非净利润	1418	17%	925	26%	1566	23%
应收账款	6127	56%	5515	53%	3974	42%
存货	2498	40%	2049	30%	1716	19%
固定资产净值	5781	35%	5712	35%	5595	72%
在建工程	1589	72%	1473	99%	977	157%
长期股权投资	492	1%	458	6%	392	133%
经营性现金流	17	-99%	135	-73%	1775	56%

资料来源：wind，国泰君安证券研究

# 医疗器械：业绩同比改善明显，并购整合仍是增长主旋律

- **医疗器械板块（共31家）业绩改善明显**：2016年Q1-Q3板块收入增速17%，收入端增速保持稳定；受和佳股份与新华医疗等利润占比高的公司业绩下滑影响，板块整体扣非净利润出现下滑，2016年净利润增速企稳回升，Q1-Q3扣非净利润增速14%，同比改善明显。
- **IVD类10家上市公司Q1-Q3整体收入增速26%**，扣非净利润增速15%，略高于器械板块增速，内生增长相对平稳。未来，生化及免疫子领域竞争趋势加剧，IVD企业一方面积极培育分子诊断等新业务，一方面进行产业链纵向延伸，进行渠道整合，布局第三方诊断服务。龙头公司的新业务进展和整合是看点。
- **并购整合仍然是增长的主旋律**：器械企业内生增长继续面临出口下滑和器械省级统一招标的双重压力，外延并购仍然是推动业绩增长的重要动力。2016年Q1-Q3长期股权投资持续高增长，外延并购依然活跃。龙头企业乐普医疗和鱼跃医疗整合持续推动，平台价值凸显，Q1-Q3实现30%的业绩增长。医疗器械厂商并购整合、行业集中度提升是不变的产业趋势。

表：医疗器械板块重要财务指标（百万元）

	2016 Q1-Q3	增速	2016H1	增速	2015A	增速
营业收入	27150	17%	17534	15%	32502	18%
毛利润	11229	19%	7251	18%	13169	16%
销售费用	3234	21%	2029	22%	3856	19%
管理费用	3235	21%	2125	25%	3947	30%
财务费用	203	49%	125	36%	150	872%
所得税	761	15%	490	10%	845	0%
归母净利润	3560	10%	2339	7%	4191	1%
<b>扣非净利润</b>	<b>3310</b>	<b>14%</b>	<b>2126</b>	<b>8%</b>	<b>3667</b>	<b>-2%</b>
应收账款	12742	17%	11942	16%	10438	27%
存货	10170	11%	9541	14%	8937	19%
固定资产净值	10996	14%	10751	17%	10659	35%
在建工程	2803	14%	2552	8%	2008	8%
长期股权投资	2883	192%	2042	225%	1617	109%
<b>经营性现金流</b>	<b>1849</b>	<b>139%</b>	<b>725</b>	<b>92%</b>	<b>2541</b>	<b>25%</b>

资料来源：wind，国泰君安证券研究

01

2016年三季报总结

02

行业、政策动态

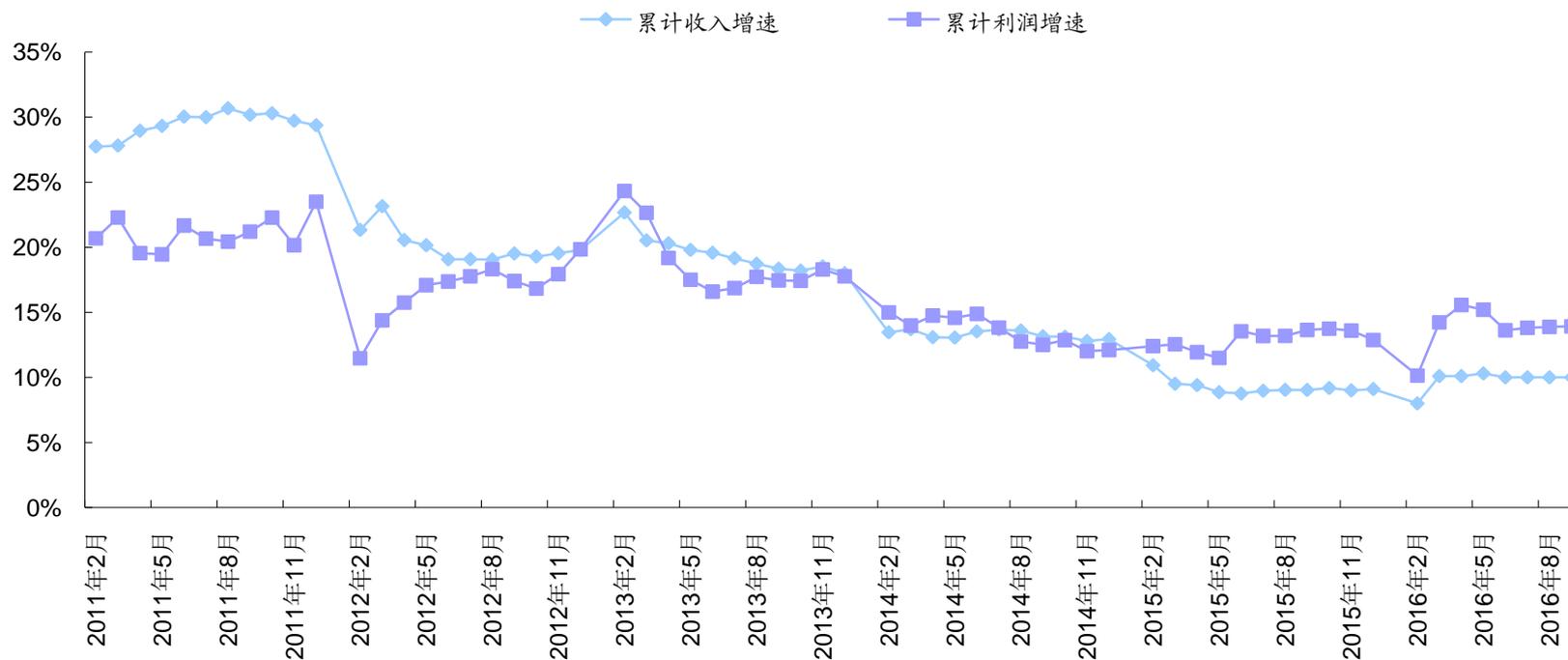
03

行业估值动态

# 医药制造业：1-9月收入利润增速步入10%新常态

- 2016年1-9月医药制造业累计收入增速10%，累计利润增速13.92%，与1-8月环比基本持平。
- 累计利润增速企稳回升，预计增长最好的是在维生素涨价拉动下的原料药行业。

图：2016年1-9月医药制造业收入利润增速环比持平



数据来源：wind，国泰君安证券研究



## 安徽等地两票制正式实施，关注医药商业并购整合

- 安徽、陕西等地陆续发布两票制正式文件，明确具体实施时间，其中安徽将于2016年11月1日在全省所有公立医院同时执行两票制，陕西省要求自2017年1月1日对药品耗材实施两票制，陕西省人民医院已于2016年11月1日提前实施。
- 福建自2012年实施两票制以来，药品配送商数量明显减少，商业集中度显著提升，重点关注商业龙头公司在两票制实施省份的并购整合。

时间	地区	相关政策/事件	政策要点
2016/8	四川	《关于印发四川省深化医药卫生体制综合改革试点方案的通知》	深化药品流通领域改革，压缩中间流通环节，在条件成熟的地方推行“两票制”。鼓励医疗机构公开招标选择开户银行，由银行提供周转金服务，保障药品货款及时支付。
2016/10/8	安徽	《安徽省公立医疗机构药品采购推行“两票制”实施意见》	全省所有公立医院同时执行两票制，①药品生产企业设立的仅销售本公司（集团）药品的经营企业；②进口药品国内总代理（仅限一家国内总代理）；③药品上市许可持有人委托药品生产企业或经营企业代为销售药品的可视为生产企业。对于基层偏远医疗机构，可在“两票制”基础上再开一次药品购销发票。明确自2016年11月1日起执行。
2016/10/8	湖北	《省卫生计生委关于推进直接挂网药品带量采购工作的指导意见》	鄂州、武汉、襄阳三个医改试点城市按文件要求推行两票制
2016/10/12	陕西	省医改办、省卫生计生委《关于深化药品耗材供应保障体系改革的通知》	决定自2017年1月1日起，全省城市公立医疗机构药品耗材采购实行“两票制”，在确保基层药品供应保障基础上，县、镇、村医疗卫生机构适时推行“两票制”。三级医疗机构药品、耗材配送企业分别不超过15家，二级医疗机构药品、耗材配送企业分别不超过5家、15家。从2017年1月起，由新确定的配送企业配送。
2016/10/24	陕西	陕西省人民医院关于企业提供“两票制”相关证明的通知	要求配送公司提供生产企业出具的法人或主管销售负责人签字及企业盖章的证明文件，具体包括进口药品国内总代理证明文件等。
2016/10/28	陕西	陕西省人民医院关于实施两票制的通知	决定于2016年11月1日正式实施两票制

图：福建省实施两票制后药品配送商数量明显减少



资料来源：政府网站，国泰君安证券研究

## 配方颗粒放开进程或提速，关注上市公司各地布局

- 1) **政策放开进展**：国家药监局发布的《中药配方颗粒管理办法》（征求意见稿）已经于2016年3月完成意见反馈，目前正在积极推进中。中国药典则于8月份公布质量标准征求意见，进度较晚。同时，浙江、江西等省份科研试点也先后实施。
- 2) **未来格局判断**：在质量标准化之前，各省科研试点将是主要模式，全国6家垄断将被改变，但试点地方保护，竞争依然有序。医保准入、医疗医疗机构试点等因素依然制约新企业市场拓展。
- 3) **受益标的**：对于原有6家企业，放开中性偏好，原有市场需要守住，新市场更易开拓。**红日药业**的中医门诊模式正探索配方颗粒增量市场。对于新增省级试点科研企业，需考虑试点省份市场容量和格局，以及企业医院营销能力。目前纳入及有望纳入试点上市公司主要包括：**康恩贝**，**华通医药**和**佛慈制药**。

地区	时间	具体内容
河北	/	神威药业在河北省食药监局的批准下开展科学研究，并在河北省内进行实际销售。
吉林	2012	吉林敖东药业为吉林省内唯一获得中药配方颗粒试生产资质的企业，公司的中药配方颗粒的研发工作仍在继续，正在争取获得生产资格。
安徽	2014	安徽济人药业于2014年就获得安徽省中药配方颗粒生产资质，此后一直在进行配方颗粒的科研工作，并于2015年年初在安徽市场开展销售准备工作。
浙江	2015	华通医药、惠松制药2家企业于浙江省内几十家申报企业中成功获批授权，获得试点科研项目资质，并于省内生产销售中药配方颗粒。
江西	2016.9	设立江西省中药配方颗粒科研专项,目前正在接受企业申报阶段。

## 事件：

- 近日，中共中央、国务院印发《“健康中国2030”规划纲要》，并发出通知，要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实。

## 点评：

- **①“健康中国”已成国家重大战略、全民健康释放产业需求**
- 规划纲要包将“共建共享、全民健康”确定为建设健康中国的战略主题，从健康水平、健康生活、健康服务与保障、健康环境、健康产业等五大方面分别提出至2020年、2030年的战略发展目标（具体包括人均预期寿命、婴儿死亡率、健康服务业总规模等）。我国健康服务业总规模将于2020年超过8万亿元，2030年达到16万亿元，全民健康充分释放健康产业需求，健康产业蕴含巨大发展空间。
- **②健康保障进一步完善，利好多主题投资机会**
- 规划纲要进一步提出健全医疗保障、药品供应两大保障体系，积极发展商业健康保险，深化药品、器械流通体制改革，推进药品、医疗器械流通企业向供应链上下游延伸开展服务，同时强化价格、医保、采购等政策的衔接，制定完善医保药品支付标准政策，健康产业政策环境将不断成熟。
- 规划纲要明确发展健康产业，优化多元办医格局，发展健康服务新业态，积极发展健康休闲运动产业，促进医药产业发展，随着政策后续落地及跟进，医药健康产业将迎来重大发展机会。

资料来源：政府网站，国泰君安证券研究

01

2016年三季报总结

02

行业、政策动态

03

行业估值动态

# 医药板块估值：估值继续反弹回升

医药板块估值年初急跌后大幅下降，之后一直呈现反弹回升之势，目前整个医药板块2016年PE已回升至37X。

### 市盈率：医药VS.全部A股

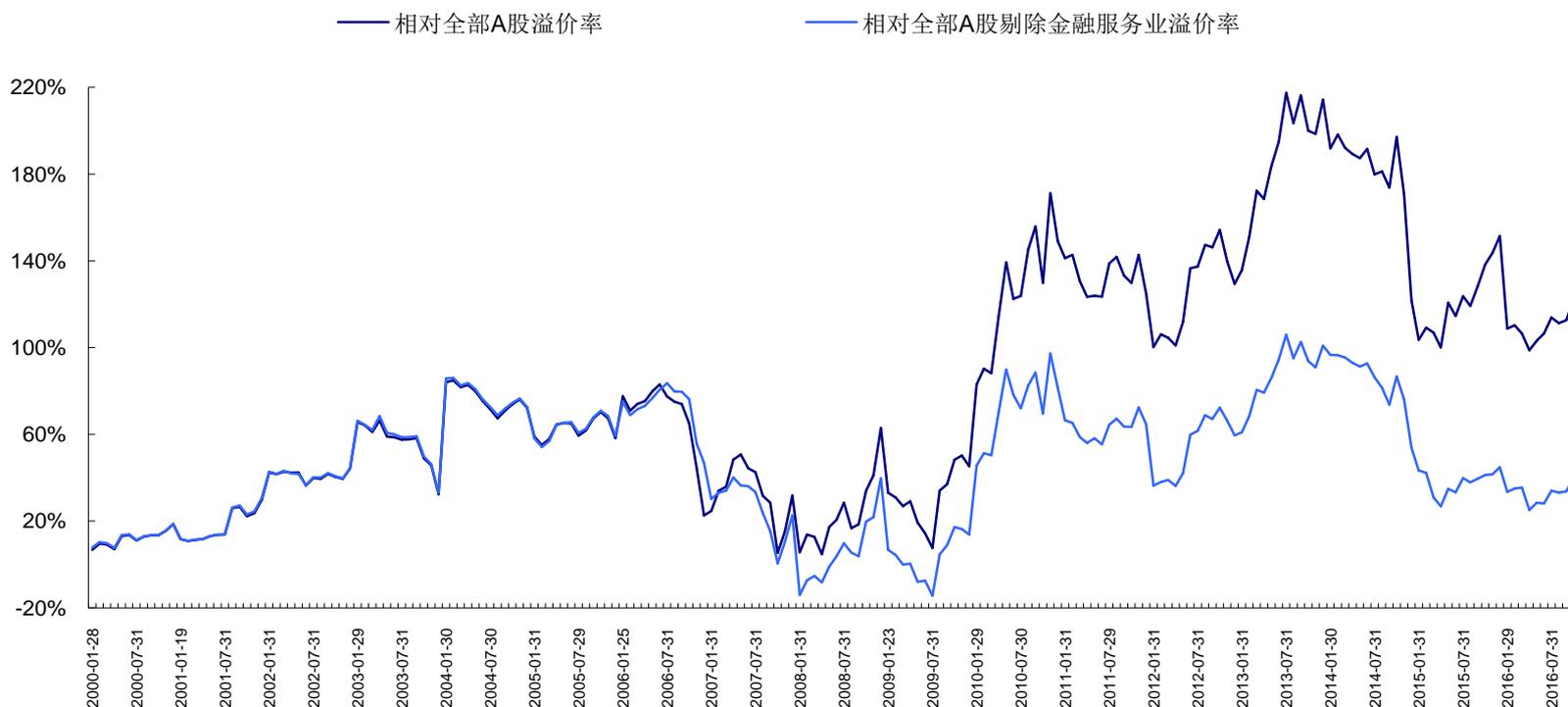


数据来源：wind，国泰君安证券研究。

## 医药板块相对估值：估值溢价率仍然处于近5年低位

目前医药板块相对于全部A股估值溢价率122%，若剔除金融服务业溢价率40%，尽管估值溢价率有所回升，但仍然处于近5年低位。

### 市盈率溢价：医药VS.全部A股



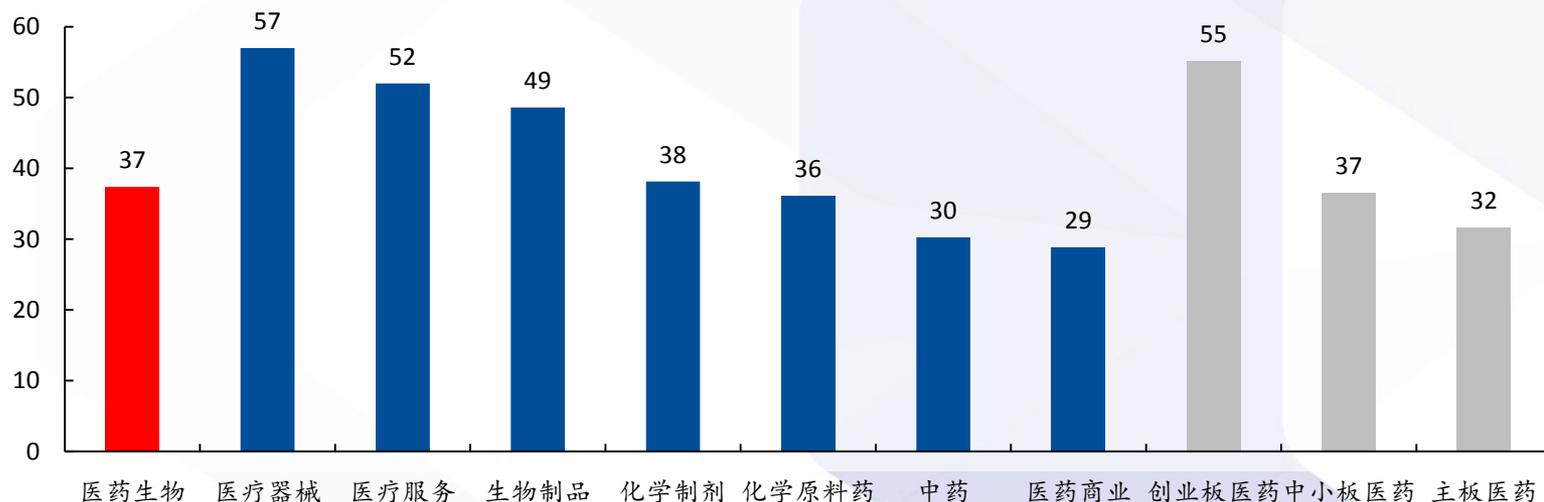
数据来源：wind，国泰君安证券研究。

# 子行业估值持续分化，寻找结构性机会和个股机会

十月随市场反弹，医药各子行业估值都有所回升，但各子行业估值分化仍然明显，方差有所缩小，面临的仍然是结构性机会和个股机会。

## 医药子行业估值依然分化

医药板块2016PE (wind一致预期)



数据来源：wind，国泰君安证券研究。

# 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
				2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E	
医药商业	000028	国药一致	72.45	2.10	2.43	2.80	3.20	33.6	29.0	25.2	22.0	增持
医药商业	601607	上海医药	20.15	1.07	1.18	1.30	1.44	18.9	17.1	15.6	14.0	增持
化学制剂	600276	恒瑞医药	46.77	0.93	1.17	1.48	1.91	49.9	39.4	31.2	24.1	增持
化学制剂	000513	丽珠集团	59.77	1.57	1.75	2.15	2.56	34.1	28.5	23.1	19.5	增持
生物制品	002007	华兰生物	36.44	0.63	0.82	1.03	1.25	61.2	47.0	37.7	31.1	增持
中药	000423	东阿阿胶	55.99	2.48	2.89	3.28	3.68	23.7	20.4	18.0	16.0	增持
中药	600572	康恩贝	7.45	0.26	0.37	0.41	0.45	41.6	29.5	26.7	24.2	增持
医药商业	002758	华通医药	34.80	0.84	0.35	0.52	0.76	41.51	99.34	67.34	45.75	无评级

资料来源: wind, 国泰君安证券研究 注: 收盘价截至11月2日, 华通医药来自wind一致预期, 其他盈利预测来自国泰君安证券研究预测。

## 风险提示：

1. 医保控费和招标降价延续，药品整体增速依然承压，公司业绩可能不达预期。
2. 外延并购节奏加快，一二级市场差价缩小，部分并购标的不达预期可能导致计提大幅减值。
3. 部分个股估值溢价较高，转型和并购可能不达预期。

资料来源：wind，国泰君安证券研究注

## 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。

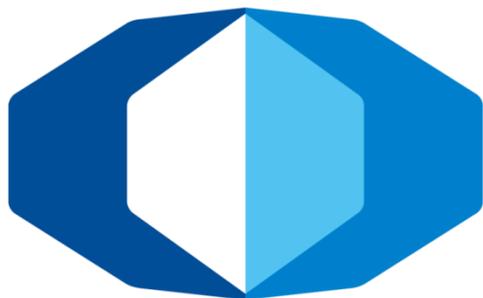
本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，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