

证券研究报告 2015年10月08日

调整后回归 “真成长”

——国泰君安2015年4季度医药行业投资策略

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

屠炜颖（分析师） S0880514090002
杨 松（研究助理） S0880114080037
赵旭照（研究助理） S0880114080042
于溯洋（研究助理） S0880115070047

1、行业增速筑底，4季度招标有望加速

- 2015年1-8月医药工业收入增速9.04%，利润增速13.19%，收入增速连续2个月企稳并略有回升。预计2015年底前大部分省将启动招标，进度加速。招标限价对药品价格的螺旋式下降压力将长期存在，但进度加快和个别规则变化将利好三类企业：1) 指导意见明确提出要优先采购达到国际水平仿制药，已有制剂出口规范市场的；2) 有大量品种等待招标上量的；3) 招标推进带来区域性商业格局变化，利好区域性商业龙头。

2、估值合理分化，“三维度”选股思路仍适用

- 目前医药板块2015PE33X，各子板块估值分化明显，创业板医药整体估值52X，医疗服务估值在80X以上，中药板块则估值不到25X，较为充分体现了市场对各细分领域未来成长性的预期。
- 从本轮行情事后观察，调整较大的是那些“市值 相较 对应的产业空间”已严重透支的。我们前期提出的“三维度选股（空间、时间、标的）”思路仍适用当下的新兴产业成长股。
- 我们判断：①行业基本面和市场预期已筑底，边际上没有更差。②但短期看暂无支撑趋势性向上机会的基本面因素和市场因素，继续震荡行情。

3、选股思路：回归“真成长”

- 投资建议：①业绩可靠的稳健蓝筹，估值合理，注意流动性：恒瑞医药、华东医药；②真成长股，着眼于中线，前期反弹较大的可等待更合适机会：嘉事堂、爱尔眼科、乐普医疗、北陆药业；③估值合理、有一定业绩支撑的国企改革主题个股：国药系（一致、现代、股份）；④潜力次新股：九洲药业。

01

医药板块前三季度回顾及4季度展望

02

医药行业运行和政策动态

03

重点公司盈利预测和估值表

2015前三季度医药板块上涨25%，各子行业表现各异

- 2015年前三季度A股经历了急速过山车行情，到6月15日时医药指数较年初涨幅高达114%，经历了随后的大调整，至今仍上涨25%，跑赢上证综指31pp，但跑输创业板指16pp。
- 从各子行业表现看，医疗服务表现最好（因样本小，剔除新股和高位停牌股后平均涨幅66%仍为最高）；景气度处于低谷的原料药板块和业绩受政策影响最为明显的中药板块表现落后。

图. 2015年前三季度医药指数VS大盘指数

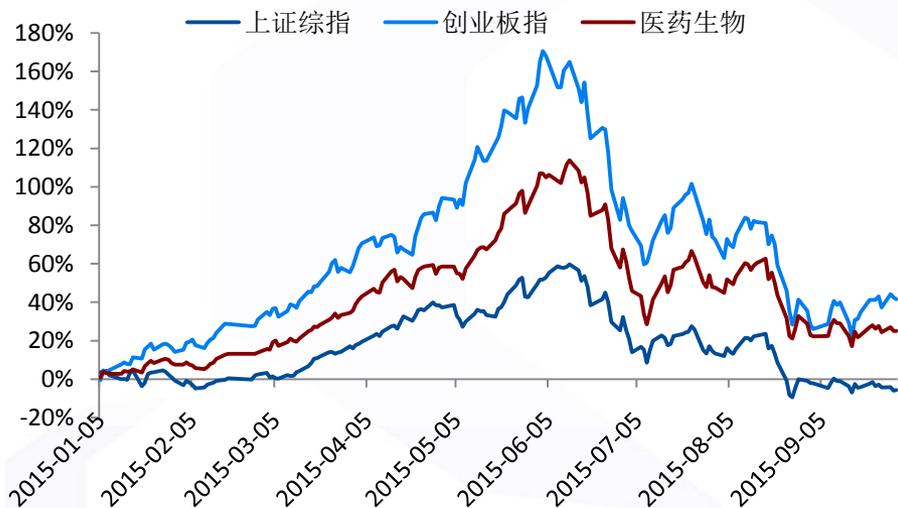
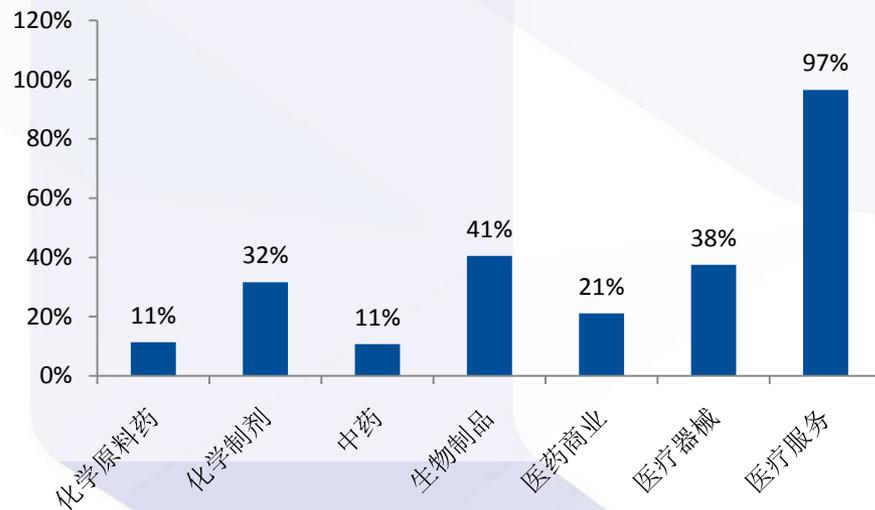


图. 2015年前三季度各医药子行业指数表现



资料来源：wind，国泰君安证券研究

大调整后，创业板医药股累计涨幅仍最大

- 剔除2015上市的新股和9月之前停牌股后，前三季度涨幅最大的仍以精准医疗、二胎、重组等主题个股为主，前十名中创业板占据7席，精准医疗主题个股最多。
- 跌幅最大的除了几家原料药企业，主题较为分散，可穿戴设备、重组类均有。

2015年前三季度跌幅前十

2015年前三季度涨幅前十

排序	证券代码	证券简称	区间跌幅	证券代码	证券简称	区间涨幅
1	002432.SZ	九安医疗	-42%	300314.SZ	戴维医疗	126%
2	600267.SH	海正药业	-31%	600750.SH	江中药业	121%
3	000597.SZ	东北制药	-29%	300347.SZ	泰格医药	115%
4	000788.SZ	北大医药	-28%	300318.SZ	博晖创新	113%
5	000153.SZ	丰原药业	-23%	002099.SZ	海翔药业	108%
6	000411.SZ	英特集团	-22%	300244.SZ	迪安诊断	105%
7	600216.SH	浙江医药	-19%	002252.SZ	上海莱士	89%
8	000518.SZ	四环生物	-18%	300016.SZ	北陆药业	84%
9	002198.SZ	嘉应制药	-18%	300171.SZ	东富龙	79%
10	600535.SH	天士力	-16%	300204.SZ	舒泰神	78%

注：数据来源wind，剔除2015上市的新股和9月之前停牌股。

大调整中蓝筹表现最抗跌

- 剔除2015上市的新股和9月之前停牌股后，6月15日至今的大调整中跌幅最少的有多个蓝筹股，前十中占一半，其他主题较为分散。
- 6月15日至今跌幅最大的多数为上半年涨幅较大的互联网医疗题材类、并购重组类个股。

2015年6月15日至今跌幅前十

2015年6月15日至今表现前十

排序	证券代码	证券简称	区间跌幅	证券代码	证券简称	区间涨幅
1	002432.SZ	九安医疗	-67.8719	002252.SZ	上海莱士	25.6814
2	300086.SZ	康芝药业	-66.4966	600750.SH	江中药业	2.2054
3	300006.SZ	莱美药业	-66.3413	002020.SZ	京新药业	-2.0695
4	300246.SZ	宝莱特	-66.3216	600276.SH	恒瑞医药	-3.7307
5	600055.SH	华润万东	-66.3017	000963.SZ	华东医药	-8.4295
6	002022.SZ	科华生物	-63.9943	000766.SZ	通化金马	-13.9315
7	300199.SZ	翰宇药业	-63.3448	000538.SZ	云南白药	-15.2355
8	600222.SH	太龙药业	-62.3200	300294.SZ	博雅生物	-21.7334
9	002198.SZ	嘉应制药	-62.2736	600867.SH	通化东宝	-22.8571
10	000078.SZ	海王生物	-61.8070	600613.SH	神奇制药	-23.0995

注：数据来源wind，剔除2015上市的新股和9月之前停牌股。

医药上市公司业绩回顾&趋势：少数细分领域保持高景气

- 医药上市公司（样本共193家）2015上半年收入和扣非净利分别增13.7%和19.7%，从表面数字看，延续平稳增长趋势。从结构性影响因素看——①收入：主要是占比较大的医药商业企业多为龙头公司，整体实现了15%的稳定增长，制药板块收入增速实际略超12%；②扣非净利润：扣除参股券商的吉林敖东后增长15%。——整体看，上市公司多为各子行业龙头，经营情况好于全行业。
- 景气度相对较高的细分领域和仍保持了向上趋势的公司集中于：①制剂&特色中间体原料药出口；②专业领域的医疗服务行业；③平台型的医疗器械公司
- 考虑内生增长瓶颈和制药行业政策压力，“转型+并购”继续活跃，但个体持续性有待观察：①转型：多数转型公司处于“中长线布局+短期业绩承压”的过渡阶段，远水难解近渴；②并购：因竞争加剧，标的难觅且价格不断抬升，同时近期A股调整后一二级市场价差缩窄，也导致并购的成功率在下降。
- 预计4季度招标提速，部分中药注射剂和辅助用药，尤其是对医保消耗较大的品种，价格压力可能进一步加大。部分有新品种的企业可能受益，但业绩体现可能在2016年。

表. 2015年中报医药板块重要财务指标

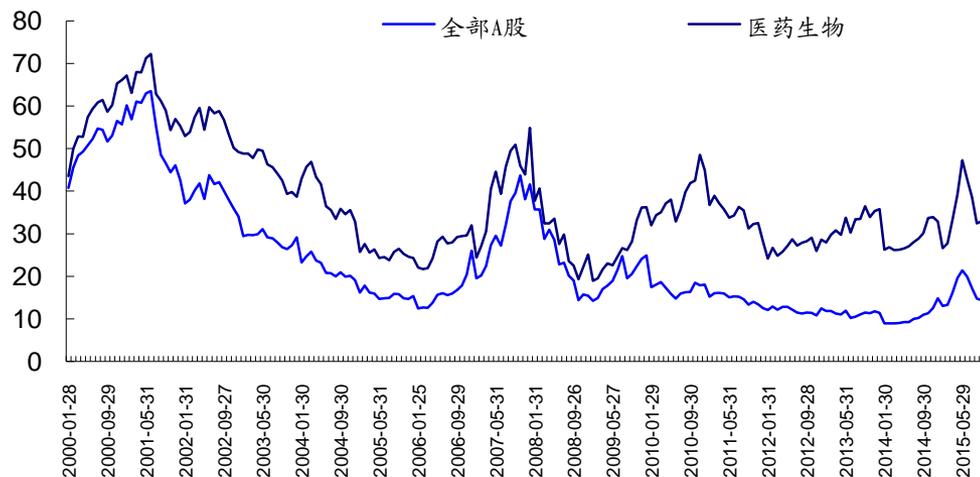
单位：亿元	2015 Q2	增长率	2015 H1	增长率	2015 Q1	增长率	2014	增长率
营业总收入	1911	13%	3732	14%	1822	15%	6814	14%
毛利	582	12%	1124	14%	542	16%	2064	15%
销售费用	247	13%	469	12%	222	11%	902	13%
管理费用	127	17%	244	17%	117	18%	461	15%
财务费用	17	13%	34	18%	17	24%	63	32%
所得税	37	12%	70	15%	33	18%	118	14%
归母净利润	179	27%	331	25%	151	23%	532	16%
扣非净利润	154	17%	289	21%	135	26%	465	18%
应收账款	1561	24%	1561	24%	1492	26%	1257	25%
存货	1288	19%	1288	19%	1248	20%	1229	20%
固定资产净值	1547	17%	1547	17%	1504	20%	1501	22%
在建工程	473	6%	473	6%	464	2%	416	-3%
长期股权投资	400	22%	400	22%	343	6%	328	5%
经营性现金流	156	-4%	150	-4%	-6	na	399	25%

资料来源：wind，国泰君安证券研究

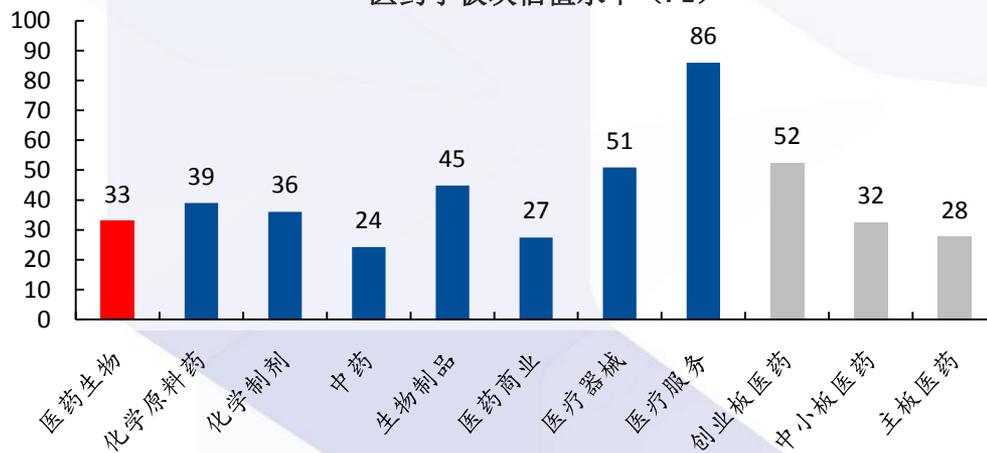
医药板块估值水平小幅调整

- 医药板块2015年PE33X，近期持续小幅调整，但较前期高点2015PE53X已明显回落。在风险偏好下降的当下，和板块业绩增长明显放缓相比，整体的绝对估值并不算便宜。
- 医药各板块估值分化明显，创业板医药整体估值52X，医疗服务估值在80X以上，中药板块估值不到25X，较为充分体现了市场对各细分领域未来成长空间的预期。

医药板块估值水平 (PE)



医药子板块估值水平 (PE)

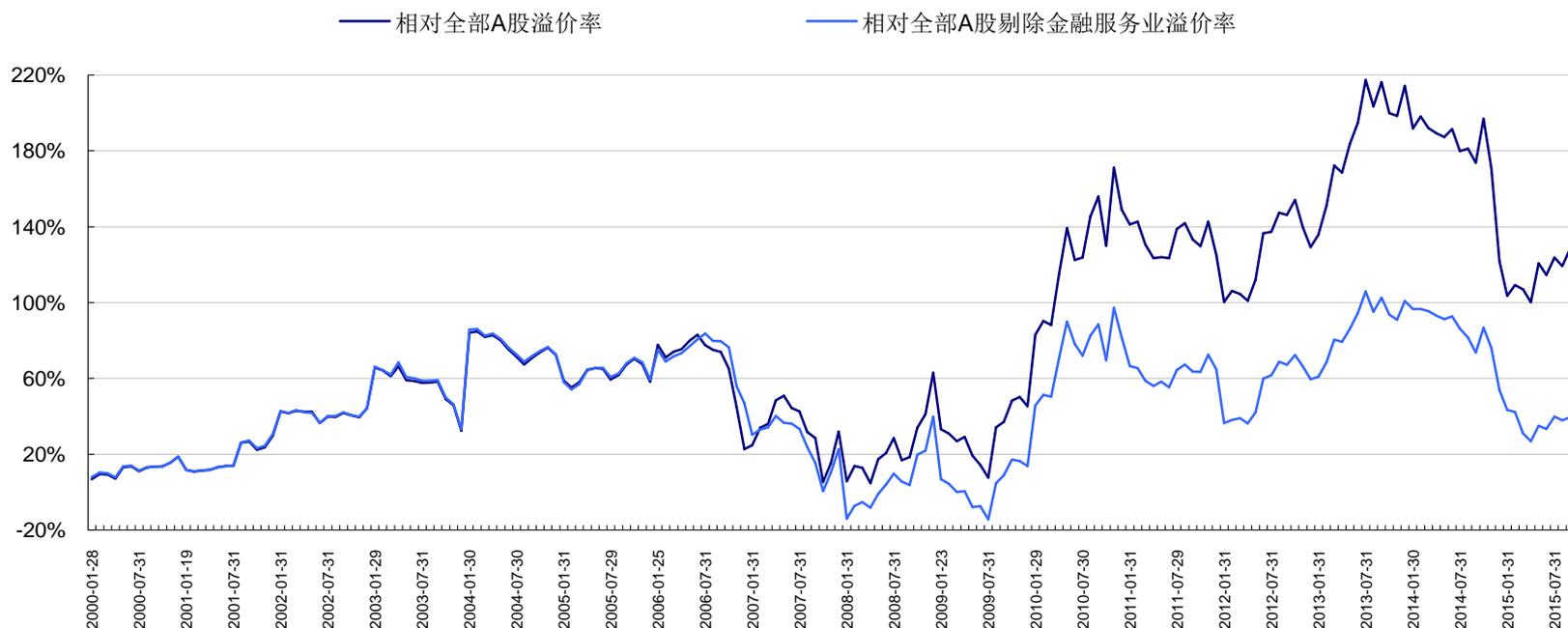


资料来源：wind，国泰君安证券研究

医药板块仍具备相对估值优势

- 目前医药板块相对于全部A股估值溢价率128%，若剔除金融服务业溢价率40%，溢价率小幅回升，但依然处于历史低位。（剔除金融服务业后全部A股2015PE24X）

医药板块相对大盘溢价率



资料来源：wind，国泰君安证券研究

制药

处方药

- 受医保控费、招标现价高压政策影响，增速放缓，市场预期不佳
- 至少5年以上的研发储备方能抵御政策压力获得持续增长，但这类公司极少
- 若没有内生性储备增长，外延并购亦是有效路径

OTC/保健品

- 受基层医疗机构冲击和零售非刚需消费放缓影响，过去2-3年一直处在底部
- 受药价放开政策影响，部分产品有提价预期和空间
- 向大健康领域的更广泛探索成为趋势，但效果有待观察

中间体/原料药

- 因环保趋严和竞争格局变化，部分品种的阶段性价格上涨
- 随着国际产业链分工深入和细化，合同定制类公司迎来更大发展空间

医疗器械

- 产品线较长的平台型公司业绩增长优势已开始凸显，单一产品企业波动较大
- 子领域众多，产品技术间隔高，外延整合活跃
- 新模式探索创新活跃：与制药结合，与医疗服务结合，与互联网结合，与金融结合

医疗服务

- 制约民营医院瓶颈逐步破除：医生自由执业，医保放开，高端设备配置等
- 公立医院混改与托管，高端医疗社会化为民营资本提供新机遇。
- 已从主题投资进入业绩验证期，综合考量扩张节奏和业绩释放节奏。

医疗流通

- 流通作为产业链的“成本环节”，降低交易成本是大势所趋，模式创新成为必然，如GPO、DPT模式开始兴起
- 医药电商因一再推迟发布，政策放开预期已大幅降低
- 药店零售业步入整合时代

新兴产业成长股：我们认为三维度选股思路仍适用

- 以A股二级市场在资本市场的“产业链位置”，高估值甚至适度的泡沫化利于引导产业投资方向。上市公司多了一条股权融资的渠道，本身就可化身为PE甚至VC投资主体。特别是传统产业遭遇瓶颈，加上政策导向分化，进一步推动上市公司的投资活动向新兴领域倾斜，从而带动二级市场的估值方法PE甚至VC化。表观市盈率数据——以传统业务的EPS去看待新兴业务的PE，本身可能就是一种估值错配。
- 从本轮行情事后观察，调整较大的是那些“市值 相较 对应的产业空间”已严重透支的。

新兴产业：三个维度选股

空间：市值对产业空间反应了多少？

标的：公司竞争力和布局，能否走出来？

时间：何时可以验证，是否过于透支？

4季度判断和投资建议

几个基本判断：

- ①行业基本面和市场预期已筑底，边际上没有更差。
- ②短期看暂无支撑趋势性向上机会的基本面因素和市场因素，继续震荡行情。

投资建议：着眼中线配置，精选“真成长”

- ①业绩可靠的稳健蓝筹，估值合理，注意流动性：恒瑞医药、华东医药；
- ②真成长股，着眼于中线不追涨：嘉事堂、爱尔眼科、乐普医疗、北陆药业；
- ③估值合理、有一定业绩支撑的国企改革主题个股：国药系（一致、现代、股份）；
- ④潜力次新股：九洲药业。

2015前三季度国泰君安医药观点回顾

- 9月策略暨中报总结：研究储备，精选成长
- 8月策略：着眼于趋势，立足于当下
- 7月策略：震荡加大，减速慢行
- 6月策略：以市值为参照，加大对验证性的考察
- 中期策略：审时度势，顺势而为
- 5月策略：“速度与激情”之后：方向看多、波动加大
- 二季度暨4月策略：蓝筹新风，主题轮动
- 3月策略：起点抬升，再次进入散点化演绎
- 2月策略：继续看多思维，加大对基本面支撑度的考量
- 一季度暨1月策略：春播：布局“稳蓝筹、真成长、强主题”

01

医药板块前三季度回顾及4季度展望

02

医药行业运行和政策动态

03

重点公司盈利预测和估值表

医药工业：1-8月收入利润增速基本持平，产成品增速回落

- 2015年1-8月医药工业收入增速9.04%，利润增速13.19%。与1-7月增速相比：收入增速微升0.07pp，利润增速持平，收入利润增速保持平稳。
- 1-8月医药工业产成品增速13.77%，较1-7月增速下降1.26pp，在经历了2013年底GSK事件后，产成品在2014年到2015年上半年为恢复性高增长期，5月份开始又再度明显回落，生产活跃度再次下降。
- 医保控费和药价管制两大政策方向不可逆，压力将长期存在，预计医药工业全年收入增速8-10%。

图1.2015年1~8月医药工业收入利润增速平稳

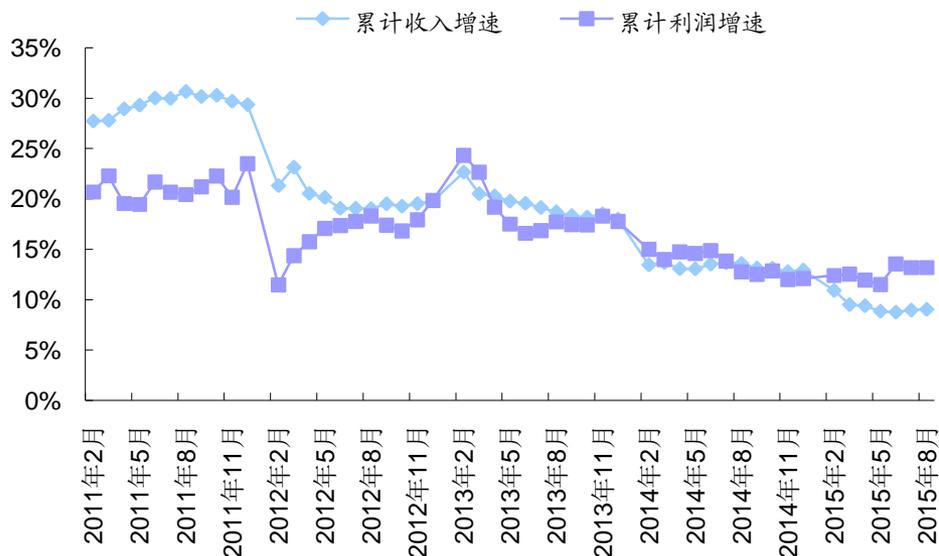
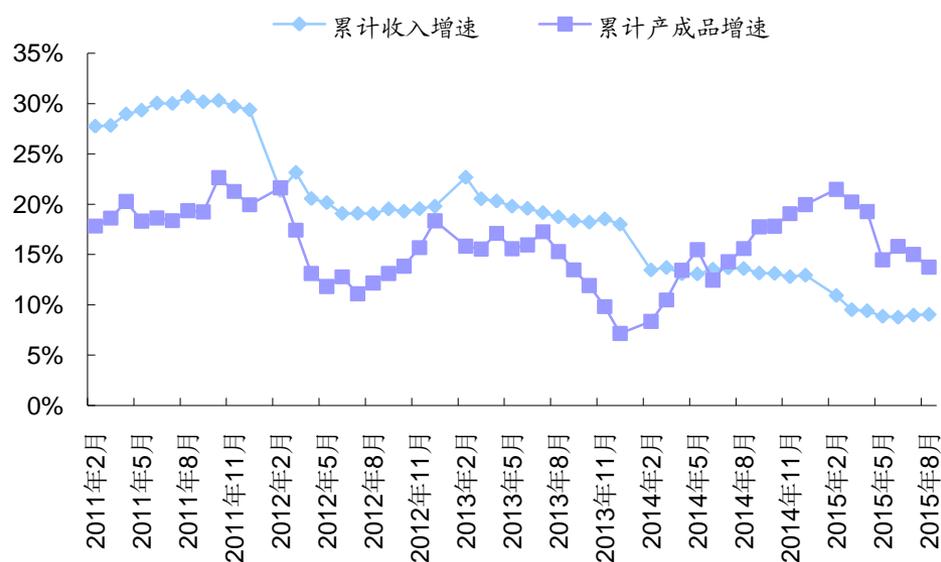


图2.2015年1~8月医药工业产成品增速明显下降



资料来源：wind，国泰君安证券研究

化学制剂：收入增速继续下行

- 2015年1-8月化学制剂收入增速9.43%，利润增速10.52%。与1-7月增速相比：收入增速下降0.22pp，估计部分受消化渠道存货影响（产成品增速持续回落），利润增速下降0.67pp。
- 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，且和中药行业相比，还有国际市场作为可以开拓的增量市场，同时，新药审批从严后，有利于新药研发企业的加快发展。
- 近期北京对辅助用药进行管理，受影响的大部分为化药品种，考虑到辅助用药管理有可能向其他地区扩散，未来化学制剂将更加着眼于治疗性品种。

图3.2015年1~8月化学制剂收入增速继续下降

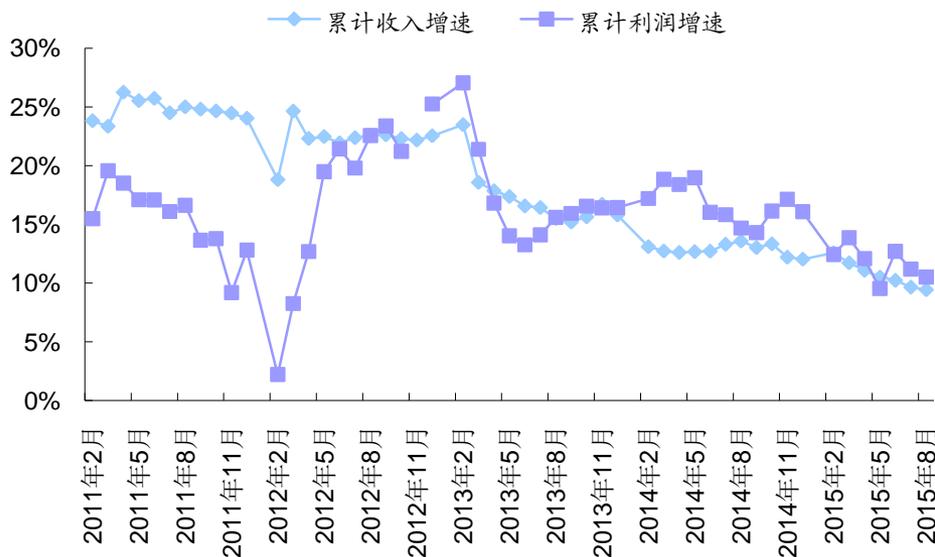
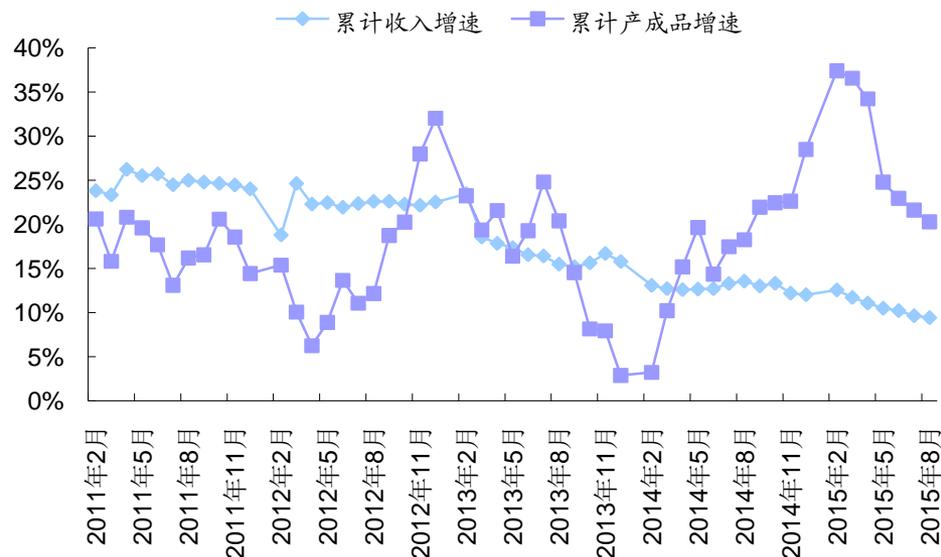


图4.2015年1~8月化学制剂产成品增速持续回落



资料来源：wind，国泰君安证券研究

中成药：利润增速持续改善，政策压力仍较大

- 2015年1-8月中成药收入增速5.64%，利润增速13.47%。与1-7月相比：收入增速上升0.09pp，利润增速上升0.39pp，利润增速持续改善，预计主要受益于部分常用中药材价格下降及销售费用率的下降。
- 预计政策难以改善，医保控费和招标降价对中成药的影响仍将延续，近期福建招标目录大幅缩减中成药品种，中成药面临的政策压力依然较大，中成药个位数的增长短期或将延续，尤其是多个中药注射剂大品种终端销售增速可能持续下滑。

图5.2015年1~8月中成药利润增速持续改善

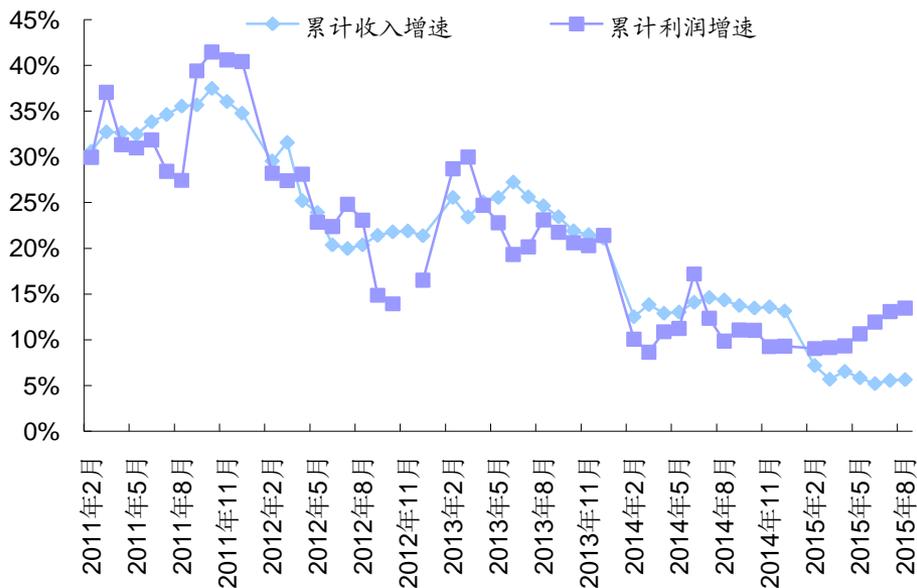
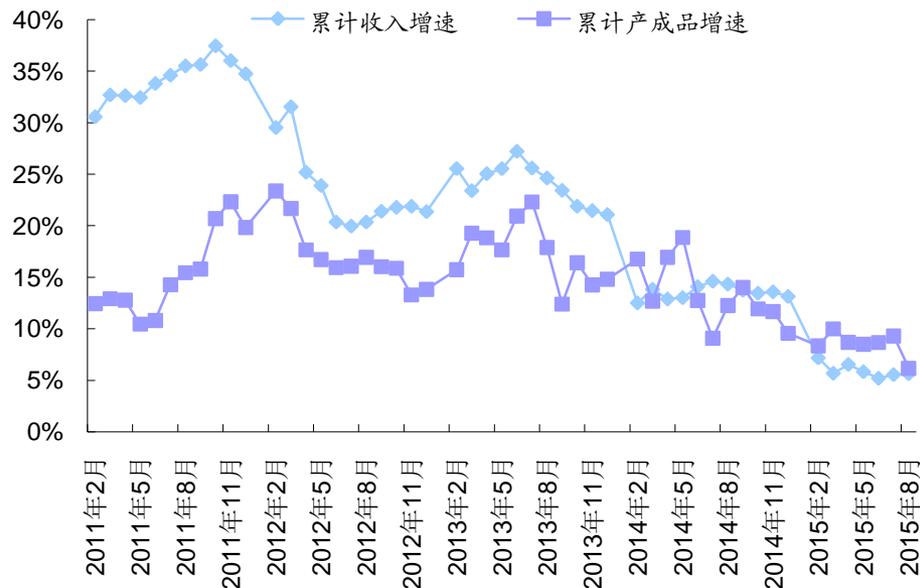


图6.2015年1~8月中成药产成品增速有所下降



资料来源：wind，国泰君安证券研究

医疗器械：收入利润增速逐步回升

- 2015年1-8月收入增速12.73%，利润增速7.91%。与1-7月增速相比：收入增速上升0.96pp，利润增速上升1.23pp，收入利润增速有较明显回升。上半年我国医疗器械出口额101亿美元，同比增长8.74%，主要受益于美国经济复苏。
- 政策频出，支持中高端医疗器械：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，中国制造2025也将高性能医疗器械作为十大重点发展领域之一。

图7.2015年1~8月医疗器械收入利润增速逐步回升

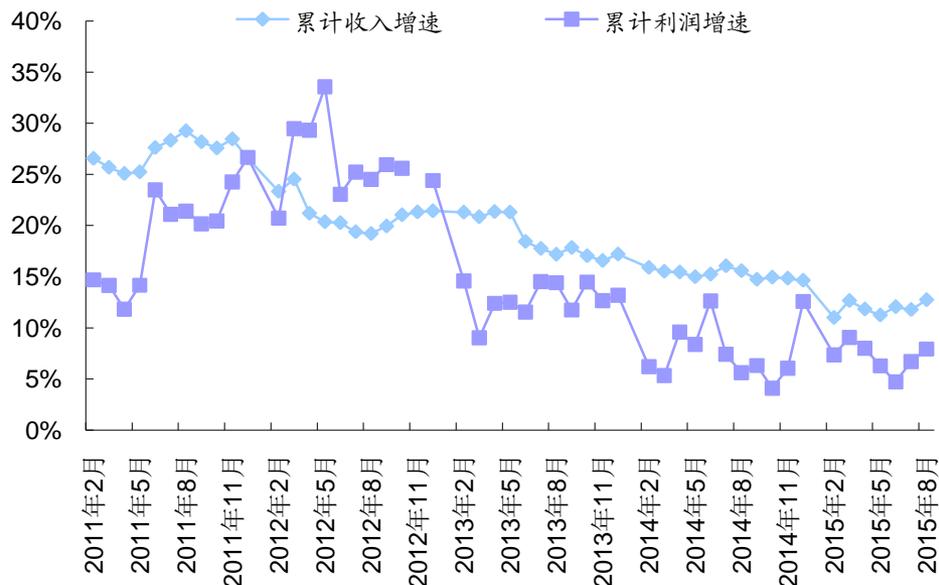
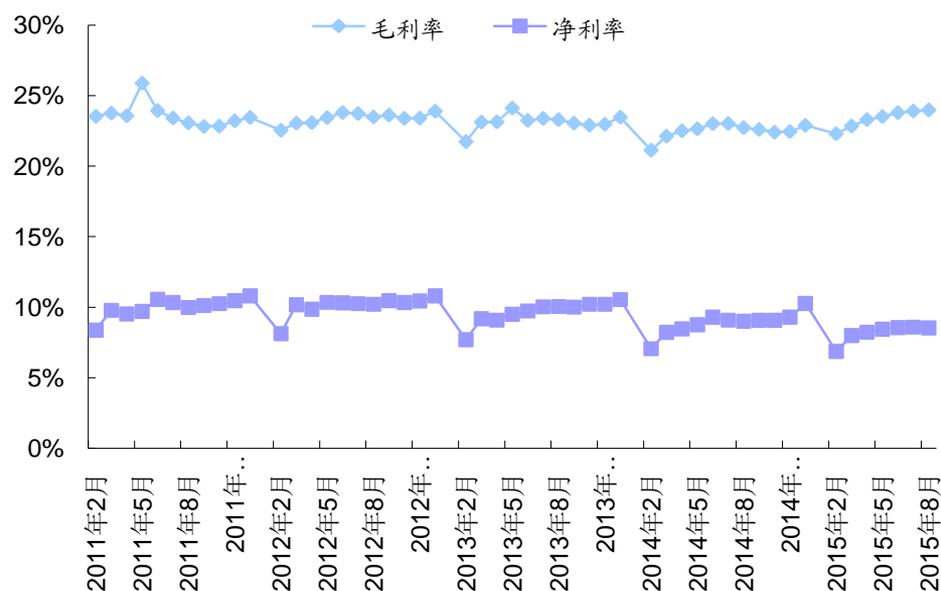


图8.2015年1~8月医疗器械毛利率和净利率平稳



资料来源：wind，国泰君安证券研究

化学原料药：盈利持续改善

- 2015年1-8月原料药收入增速9.70%，利润增速15.03%。与1-7月增速相比：收入增速上升0.31pp，利润增速上升1.10pp，盈利能力持续改善。
- 原料药行业受库存周期和产品价格影响显著，利润增速波动剧烈，目前行业利润增速有所回升，虽然环保因素导致少数品种如谷氨酸钠、硫氰酸红霉素等出现回暖，但整体不景气。部分原料药企业通过CMO业务获得较好的成长性，例如九洲药业；制剂转型也是一条出路，例如华海药业、京新药业开始转型制剂业务，显著提升成长空间。

图9.2015年1~8月化学原料药利润增速持续回升

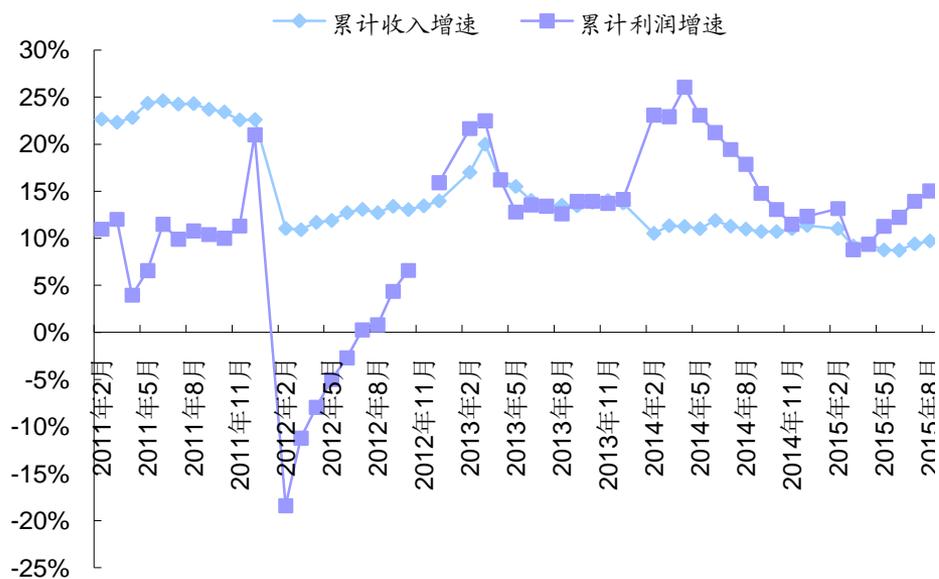
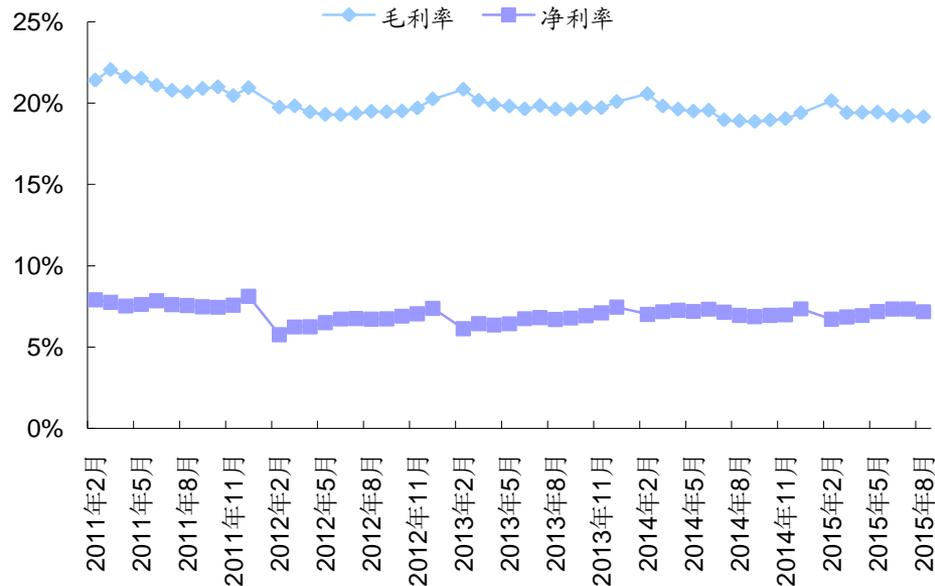


图10.2015年1~7月化学原料药毛利率略有下降



资料来源：wind，国泰君安证券研究

生物制药：利润增速仍处高位

- 2015年1-8月生物制药收入增速10.01%，利润增速15.71%。与1-7月增速相比：收入增速下降0.20pp，利润增速下降1.41pp，但仍处高位。血液制品价格放开之后提价进度低二预期，预计未来以渐进式提价为主。
- 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。

图11.2015年1~8月生物制药利润增速有所下降

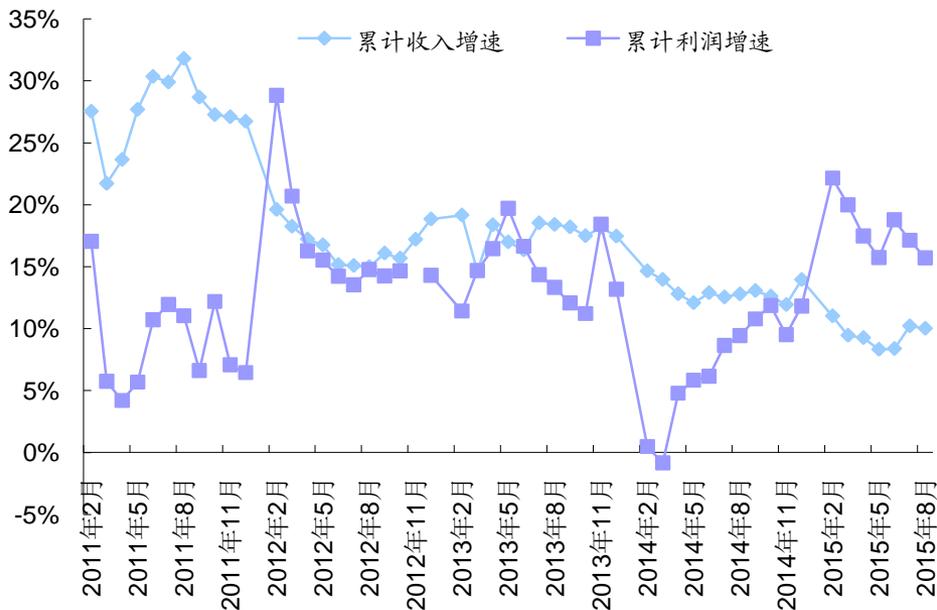
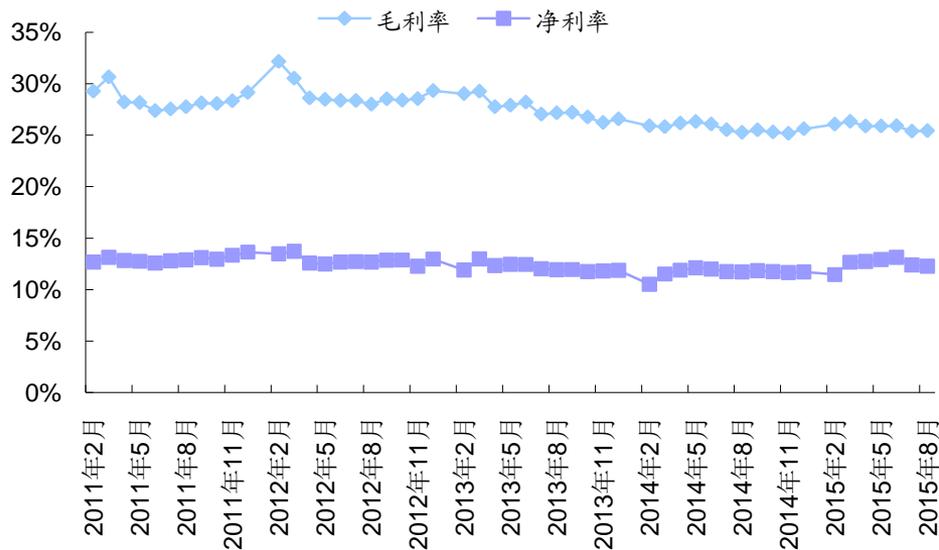


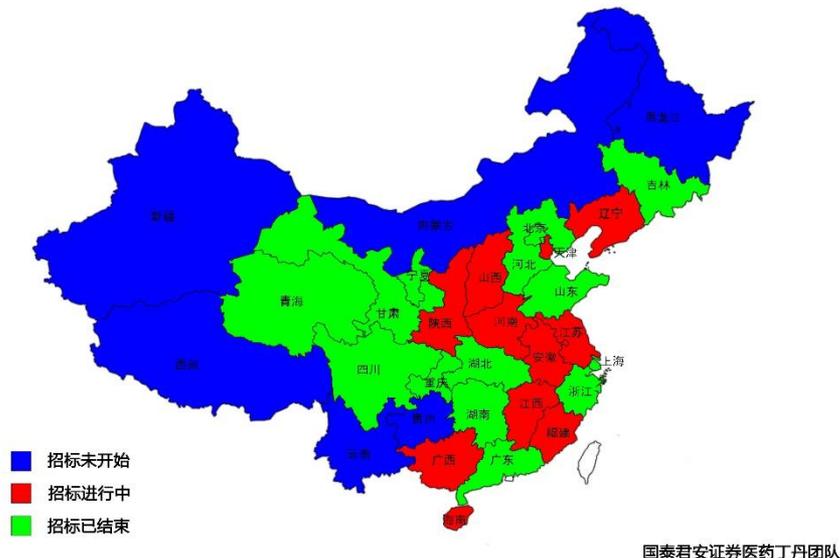
图12.2015年1~8月生物制药毛利率和净利率较为平稳



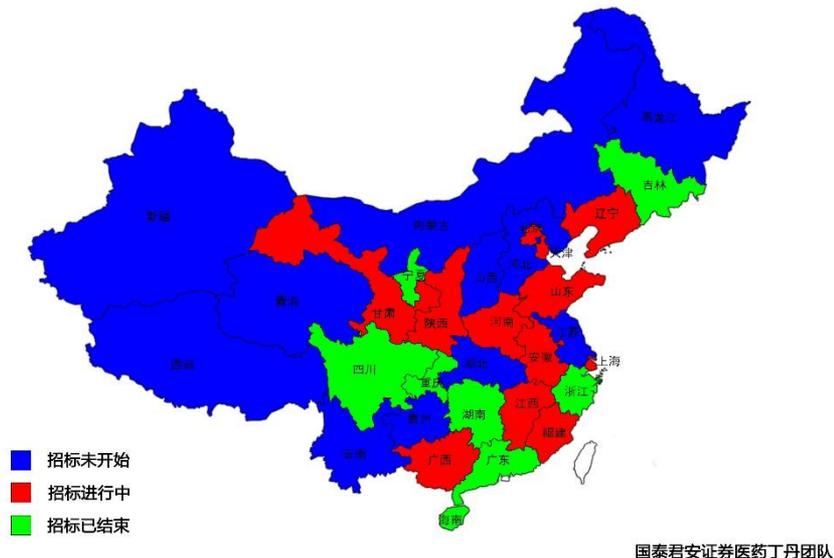
资料来源：wind，国泰君安证券研究

药品招标进展：顶层政策有望推动进展加速（1）

全国药品招标进展（基本药物，截止8月底）



全国药品招标进展（非基本药物，截止8月底）



截止2015年8月底：①基药：全国有14省已完成基药标，11个省份尚处于招标进行中，只有6个省尚未启动。②非基药：进展加快，全国有8省已完成非基药标，12个省份尚处于招标进行中，尚有11个省未启动。③低价药：招标已全面铺开。此外目前已有8个省份根据7号文与70号文的精神出台了新的实施方案，预计2015年底前大部分省将启动招标，招标进度全线加速。

药品招标进展：顶层政策有望推动进展加速（2）

趋势：竞价分多层是主流，二次议价推进迷雾重重。7号文《指导意见》明确招标基本原则为：一个平台，上下联动，公开透明，实行分类采购、带量采购、招采合一、量价挂钩、双信封制、全程监控。从各省方案看，招标主要变化：1) 明确提出要优先采购达到国际水平的仿制药及根据仿制药质量一致性评价技术要求，科学设定竞价分组，从已公布的招标方案来看，部分省份已将通过仿制药一次性评价或海外认证的品种列入较高质量分层，而单独定价不再作为分层依据。2) 前期市场热议的二次议价在新的方案中遭“否定”，如北京、福建、四川等省市明确禁止不得议价，但实质性二次议价或将以各类形式广泛展开。3) 以北京为代表的“数据库模式”，强化全国采购信息共享，企业招标价格维护面临进一步的压力。4) 在竞价分组上，相对温和的“分3层”或将成为各省主流。

影响：招标进程全面加速，招标限价依旧趋严。限价方面，在此轮基药招标的25个省份中，有19个省份采取较为严格的限价措施，而前期湖南、福建个别省份的极端限价规则引发市场对制药行业增长进一步放缓的担忧。我们认为极端政策大范围拓展的可能性较低，但整体限价措施依旧趋严。朝前看，按照7号文与70号文的要求，各省都需在2015年底前启动公立医院药品招标采购。而大部分省份或将选择两标合一的方式推进，预计下半年各省基药和非基药招标进程都将加快，有利于部分新进品种的市场导入。

下半年招标密集启动，有望利好3类公司。招标限价对药品价格的螺旋式下降压力将长期存在，但进度加快和个别规则变化将利好三类企业：1) 指导意见明确提出要优先采购达到国际水平仿制药，已有制剂出口规范市场的包括恒瑞医药、华海药业、国药一致等公司将受益。2) 如未来招标加速，海思科等有大量品种等待招标上量的公司有望受益。3) 招标推进带来区域性商业格局变化，利好嘉事堂、华东医药等区域性商业龙头。

分级诊疗指导意见点评：期待各省落实

事件：2015年09月11日，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》（国办发〔2015〕70号）对未来3-5年分级诊疗制度建设提出整体目标、具体要求及考核标准。

点评：我们认为本次指导意见比较细致的明确了分级诊疗制度构建的思路，对优化配置医疗资源具有较强指导意义，但由于医疗资源地域属性较强，未来各省如何落实还有待进一步观察。

设定中长期目标，打造全方位分级诊疗模式。《意见》提出到2017年，分级诊疗政策体系要逐步完善，医疗卫生机构分工协作机制要基本形成，而到2020年，分级诊疗服务能力将全面提升，同时基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动的分级诊疗模式逐步形成。《意见》还明确了各级医院医疗机构功能定位，其中城市三级医院主要提供急危重症等疾病诊疗服务，二级医院主要接收三级医院转诊的急性病恢复期患者，县级医院主要提供县域内常见病诊疗等，基层机构和康复医院等主要提供治疗、康复、护理服务。

强化资源整合，推进医疗信息化。分级诊疗核心思路是存量资源高效化利用。《意见》提出要全面提升县级公立医院综合能力，重点加强县域内常见病、肾脏内科（血液透析）、妇产科等临床专科建设，将县域内就诊率提高到90%左右，基本实现大病不出县，利好**和佳股份**、**常山药业**等相关企业。此外意见提出要探索设置独立的区域医学检验机构、病理诊断机构、医学影像检查机构等，实现区域资源共享，将利好**迪安诊断**等企业。而在医疗信息化方面，《意见》提出要鼓励二、三级医院向基层机构提供远程会诊、远程病理诊断、远程影像诊断、远程心电图诊断等服务，发展基于互联网的医疗卫生服务，充分发挥互联网、大数据等信息技术手段在分级诊疗中的作用。利好**理邦仪器**等致力于拓展医疗信息化业务的企业。

附：分级诊疗试点工作考核评价标准（共十点，摘录部分重点指标）

1) 试点地区30万以上人口的县至少拥有一所二级甲等综合医院和一所二级甲等中医医院，县域内就诊率提高到90%左右，基本实现大病不出县。2) 远程医疗服务覆盖试点地区50%以上的县（市、区）。3) 由二、三级医院向基层医疗卫生机构、慢性病医疗机构转诊的人数年增长率在10%以上。4) 试点地区城市高血压、糖尿病患者规范化诊疗和管理率达到40%以上。

01

医药板块前三季度回顾及4季度展望

02

医药行业运行和政策动态

03

重点公司盈利预测和估值表

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	19.29	0.28	0.39	0.55	0.76	68	50	35	25	增持
医疗器械	300003	乐普医疗	31.99	0.52	0.73	0.93	1.18	61	44	34	27	增持
医疗器械	300030	阳普医疗	18.82	0.17	0.23	0.31	0.42	110	81	61	44	增持
医疗器械	002223	鱼跃医疗	33.59	0.51	0.66	0.82	0.97	66	51	41	34	增持
医疗器械	300206	理邦仪器	19.10	0.06	0.15	0.26	0.33	333	124	72	57	增持
医疗器械	300238	冠昊生物	36.80	0.20	0.23	0.27	0.33	181	162	138	112	谨慎增持
医药商业	002462	嘉事堂	36.68	0.95	0.75	1.05	1.43	39	49	35	26	增持
医药商业	600511	国药股份	29.33	1.01	1.12	1.26	1.44	29	26	23	20	增持
医药商业	002727	一心堂	46.30	1.14	1.44	1.77	2.11	41	32	26	22	增持
医药商业	000963	华东医药	69.85	1.74	2.59	3.22	3.98	40	27	22	18	增持
医药商业	000028	国药一致	56.42	1.80	2.25	2.88	3.60	31	25	20	16	增持
医药商业	603368	柳州医药	67.73	1.51	1.78	2.13	2.51	45	38	32	27	增持
中药	300026	红日药业	16.32	0.49	0.65	0.85	1.06	33	25	19	15	增持
中药	002412	汉森制药	24.05	0.40	0.52	0.68	0.88	61	46	35	27	增持
中药	600222	太龙药业	6.58	0.06	0.07	0.10	0.14	118	94	63	47	增持
中药	600594	益佰制药	15.87	0.60	0.44	0.52	0.63	26	36	30	25	增持
中药	000538	云南白药	64.00	2.41	2.91	3.49	4.16	27	22	18	15	增持
中药	600572	康恩贝	10.75	0.33	0.51	0.60	0.67	33	21	18	16	增持

资料来源: wind, 国泰君安证券研究注: 收盘价截至9月30日

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	
中药	002317	众生药业	10.96	0.30	0.45	0.58	0.70	36	24	19	16	增持
中药	600535	天士力	33.16	1.27	1.63	2.07	2.55	26	20	16	13	增持
中药	000423	东阿阿胶	41.68	2.09	2.40	2.70	3.00	20	17	15	14	增持
中药	002433	太安堂	10.47	0.26	0.34	0.42	0.50	41	31	25	21	增持
中药	300181	佐力药业	8.60	0.17	0.19	0.21	0.24	51	46	41	36	增持
化学制剂	300016	北陆药业	26.75	0.28	0.33	0.51	0.68	96	81	52	39	增持
化学制剂	300199	翰宇药业	18.17	0.19	0.41	0.53	0.66	94	44	34	28	增持
化学制剂	600276	恒瑞医药	46.19	0.77	1.01	1.27	1.57	60	46	36	29	增持
化学制剂	000513	丽珠集团	53.35	1.30	1.53	1.88	2.32	41	35	28	23	增持
化学制剂	600420	现代制药	29.10	0.66	0.91	1.20	1.51	44	32	24	19	增持
化学制剂	002653	海思科	21.09	0.42	0.61	0.76	0.92	51	35	28	23	增持
化学制剂	002294	信立泰	25.26	1.00	1.21	1.44	1.69	25	21	18	15	增持
医疗服务	300015	爱尔眼科	27.64	0.31	0.41	0.51	0.62	88	67	54	45	增持
医疗服务	600763	通策医疗	110.36	0.69	0.82	1.13	1.50	161	134	98	73	增持
化学原料药	603456	九洲药业	47.55	0.64	1.01	1.26	1.59	74	47	38	30	谨慎增持
化学原料药	600521	华海药业	22.10	0.33	0.54	0.69	0.86	66	41	32	26	增持

资料来源: wind, 国泰君安证券研究注: 收盘价截至9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。

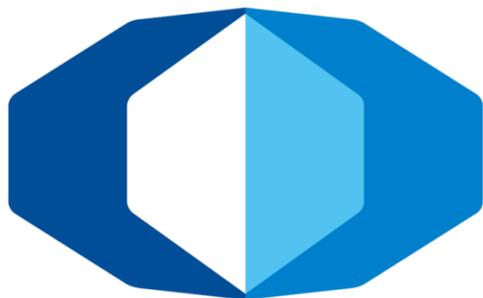
本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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