

乘风破浪会有时——医药行业系列投资报告之生物制品行业

医药行业/生物制品

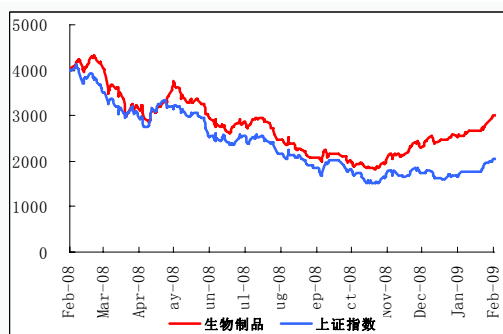
增持（维持）

报告日期：2009年2月18日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅(%)
天相行业指数	2919	14.45%
天相流通指数	2557	20.99%
上证指数	2319	18.68%

行业指数近一年走势图



相关报告：

《需求稳健确保行业成长——09年医药行业投资策略》 2008年12月19日

《前三季度医药行业主业延续快速增长——医药行业08年三季报综述》 2008年11月5日

《行业继续被超配——2008年3季度基金持有医药股变化分析》 2008年10月29日

《医药行业进入新发展时期——基于医改的行业投资策略》 2008年10月15日

联系人—天相医药组

010-66045591 yangc@txsec.com

联系人—施剑刚

021-58824282-811 shijg@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 报告对生物制品三个细分行业（血液制品，诊断试剂，疫苗产品）进行分析，对其未来发展趋势做出预判。
- 报告对行业前景进行了展望，结合上市公司具体情况对生物制药企业提出了短期和中长期投资策略。

投资要点：

- **生物制品企业行业运营状况稳定。**生物制品行业在医药行业中比重为10%，2008年1-11月份生物制品行业收入和利润总额增速分别为25.84%和29.12%，在行业规模和经营管理能力逐步提升和加强的同时，盈利能力维持稳定。
- **生物制品细分行业分析。**1) 血液制品行业目前处于高景气阶段，盈利能力稳定，受制于原料供应不足，面临成长瓶颈；2) 诊断试剂行业市场需求稳定，未来行业保持持续增长，重点在向行业上下游的延伸；3) 疫苗行业计划内免疫扩容带来机遇，部分市场供需紧张的产品生产企业将明显受益，同时治疗性疫苗依然曙光未现。
- **生物制品行业前景。**政府政策支持依然是行业主要推动力，同时行业内部整合速度也将加快，创新药物概念依然备受市场推崇，企业核心竞争力将会被更多的人所重视。
- **风险提示。**生物制品行业目前风险主要是竞争风险，新药审批风险，研发风险和市场开拓风险。
- **投资策略。**由于生物制品行业自身带有的高科技概念，相对较高的技术壁垒，朝阳产业背景和良好的利润增长，生物制品上市公司高估值难以消除。在2009年，我们最看好天坛生物（600191），一方面国家免疫计划的扩容将确实会给公司带来明确的利润增厚，另一方面其大股东资产注入将在2009年有实质性的进展，业绩上的明确增长和资产注入的完成，使公司投资价值凸现。另外其他优质上市公司双鹭药业（002038），科华生物（002022）依然值得期待。



目录

1.	生物制品行业运行状况简析	3
2.	生物制品细分行业发展前景分析	4
2.1	血液制品：尴尬的景气	4
2.2	疫苗制剂：扩容的诱惑	6
2.3	诊断试剂：稳中求变	8
3.	生物制品行业未来判断及投资策略	11
3.1	生物制品行业任重道远	11
3.2	行业风险提示	11
3.3	投资策略及重点公司推荐	13

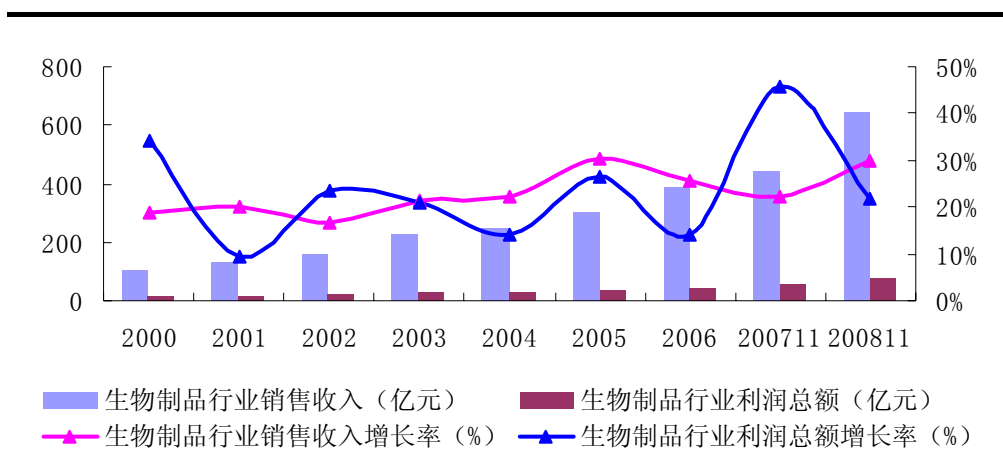
图表目录

图表 1 生物制品行业收入利润情况.....	3	
图表 2 生物制品行业盈利能力指标.....	3	
图表 3, 长春高新生重组人生长素盈利水平	图表 4 通化东宝胰岛素类产品盈利水平	4
图表 52008 年 1-9 月份主要生物制品公司经营业绩.....	4	
图表 6 人血白蛋白销售价格.....	5	
图表 7 华兰生物（002007）经营情况分析.....	5	
图表 8 血液制品未来发展方向探讨.....	6	
图表 9 扩大后计划内免疫计划.....	7	
图表 10 相关疫苗上市公司.....	7	
图表 11 在研治疗性乙肝疫苗.....	8	
图表 12 我国诊断试剂市场划分	图表 13 世界诊断试剂市场划分	8
图表 14 科华生物和达安基因销售费用率比较.....	9	
图表 15 部分制药企业研发费用率.....	12	
图表 16 生物制品上市公司投资要点.....	13	
图表 17 重点上市公司简要评述.....	13	
图表 18 重点上市公司 EPS 预测和投资建议.....	15	

1. 生物制品行业运行状况简析

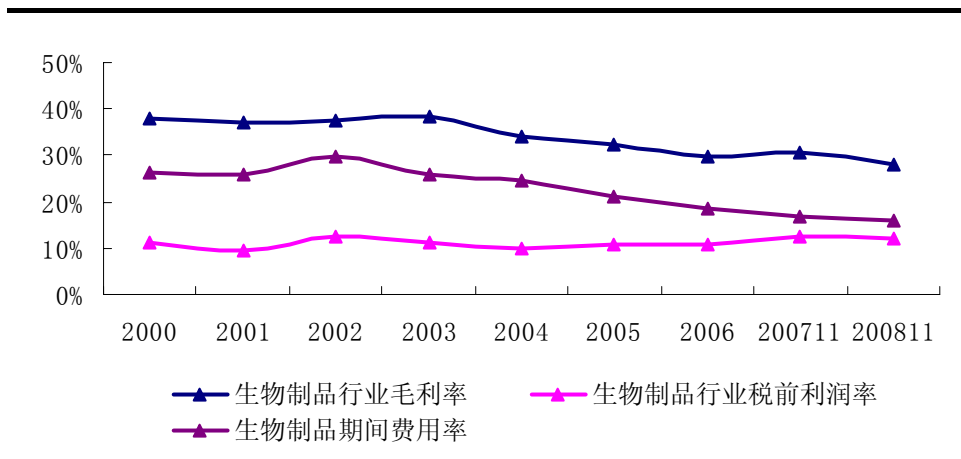
生物制品行业规模较小，盈利能力稳定。生物 2008 年 1-11 月份生物制品行业收入 642 亿元，同比增长 28.81%，实现利润总额 76.89 亿元，同比增长 21.81%，生物制品行业实现工业总产值 697 亿元，占医药行业比例为 10%，整体规模较小。虽然由于行业竞争导致毛利率下滑，但由于行业整体经营管理能力的提升，税前利润率维持稳定。

图表 1 生物制品行业收入利润情况



资料来源：国家统计局

图表 2 生物制品行业盈利能力指标



资料来源：国家统计局

生物制品公司 2008 年前三季度表现令人满意。截至 2008 年前三季度，生物制品上市公司大部分上保持营业利润的正增长，净利润均实现正增长。部分“混业经营”的企业其生物制品业务大都属于其盈利最为稳定或者贡献利润比例最高的部分，也是企业最有增长潜力的部分，如长春高新（000661），通化东宝（600867），因此未来其依然值得关注。

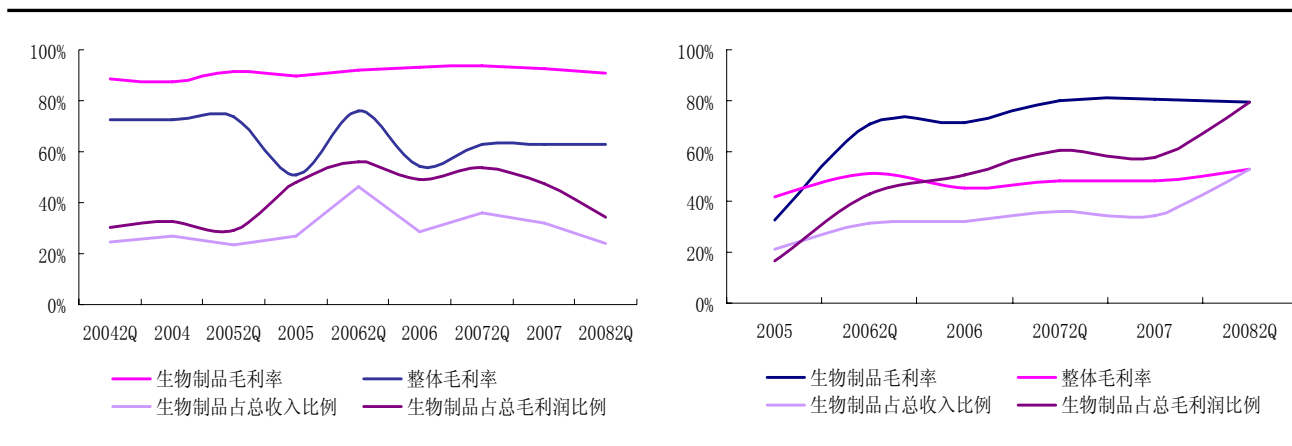
生物制品行业仍处成长期。政府政策支持和资金投入是行业发展主要推动力，行



业的整合行业发展壮大必由之路，创新是企业长久发展的动力。从细分行业看，血液制品目前处于景气阶段并将维持一定时间，但是增长放缓；诊断试剂行业增速将会稳定，疫苗市场收益于国家计划内免疫计划的扩容将会出现放量增长，创新生物药物作为医药行业热点将一直被市场所关注。

图表 3，长春高新生重组人生长素盈利水平

图表 4 通化东宝胰岛素类产品盈利水平



资料来源：公司报告（图中生物制品分别指重组人生长素和胰岛素类产品）

图表 5 2008 年 1-9 月份主要生物制品公司经营业绩

代码	名称	营业收入 (百万元)	营业收入 增长率 (%)	营业利润 (百万)	营业利润 增长率 (%)	净利润 (百万 元)	净利润 增长率 (%)	每股 收益	每股净 资产	净资产 收益率 (%)
000661	长春高新	511.65	14.84	25.30	(20.31)	3.69	21.83	0.03	2.56	1.10
000790	华神集团	264.22	57.32	7.33	417.39	4.32	236.76	0.02	1.97	1.10
002007	华兰生物	324.92	18.79	139.47	43.88	117.84	34.46	0.54	4.59	11.42
002022	科华生物	354.13	22.57	140.97	29.64	136.86	50.96	0.43	1.86	23.37
002030	达安基因	178.60	15.80	23.06	(4.93)	28.00	20.71	0.14	1.58	8.84
002038	双鹭药业	269.30	63.40	182.64	80.19	160.36	72.44	0.65	2.83	22.79
002252	上海莱士	236.47	5.93	101.37	41.77	82.34	28.86	0.62	4.55	11.30
600161	天坛生物	513.34	40.27	183.14	35.58	99.72	18.15	0.20	1.29	15.81
600867	通化东宝	381.22	19.30	76.14	(12.97)	56.94	0.95	0.15	3.84	4.02

资料来源：天相证券投资分析系统

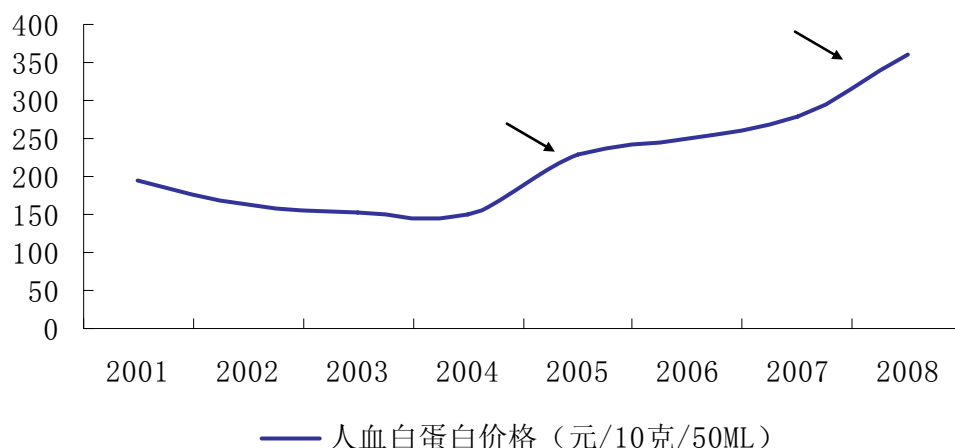
2. 生物制品细分行业发展前景分析

2.1 血液制品：尴尬的景气

血液制品历经 2004 年以来一系列的监管风暴，包括血浆站转制，血液制品批签发制度，血浆原料检疫期等政策的实施，虽然使我国以前混乱的血液制品市场区域规范化，但也造成了目前血液制品供需的严重失衡。政策监管的结果是一方面血液产品

价格高起，另一方面全国血液制品投浆量从顶峰期的每年 5000 吨下降至目前不足 3000 吨，我们认为在未来 2-3 年时间内投浆量无法快速增长，产品的价格由国家发改委控制，血液制品企业的利润增长空间有限。而在目前情势下提升人血白蛋白限价意义并不重大，如果不能通过有效措施提升采浆量，价格的提升只不过是加重患者负担和增加企业利润，血液制品企业面临尴尬的景气。

图表 6 人血白蛋白销售价格



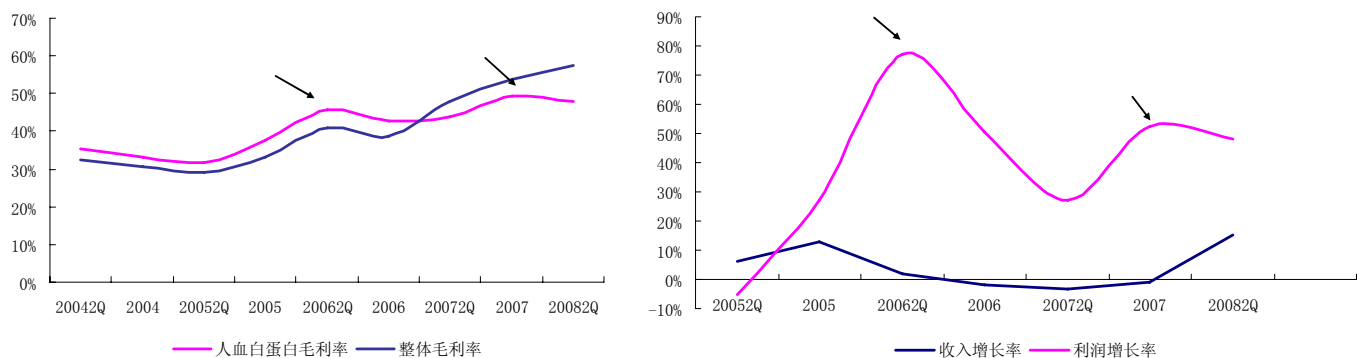
资料来源：天相投顾

我们认为影响我国血液制品行业发展的因素主要有以下三方面：

1. **政策的监管。**无论是血浆站的转制，还是 2008 年 1 月 1 日全面实施对血液制品批签发制度，以及 2008 年 7 月 1 日对血浆原料实施 90 天检疫窗口期，短期内对血液制品企业的负面影响是必然的，但是从长期来看有利于我国血液制品市场的净化和健康发展，也是政府对广大人民群众负责任的一种体现，血液制品行业的监管趋势是更加严格；
2. **血液制品产品结构。**我国目前血液制品整体技术相对落后，以低端的人血白蛋白为主，而高端的产品如凝血因子占比很少，国内企业只有 4 家企业在生产，产业集中化程度较低，不利于血液制品市场结构趋于合理化。
3. **人民思想观念的改变。**我国众多的血浆站都已贵州，云南、广西等贫困落后地区为主，随着国家加大对贫困落后地区的扶持，人民生活的改善，加之献浆补贴费用偏低，越来越多的人选择打工务农不再献浆，如果不能将献浆提升到和义务献血一样的位置或者加大对献浆人员的补贴，浆源的萎缩将不可避免。



图表 7 华兰生物（002007）经营情况分析



资料来源：公司公告

另外产品价格（由国家确定）对公司业绩增长影响十分显著，以华兰生物为例，从 04 年监管加强以来，从 2005 年中期开始，人血白蛋白价格出厂价基本接近发改委最高限价 250 元，2006 年底国家发改委将人血白蛋白零售限价提至 259 元，2007 年 2 月和 7 月，分别提至 310 元和 360 元，伴随公司主要产品的价格变动，公司利润增长呈现巨大的波动。但目前上市公司的盈利能力已经达到历史最高水平，在采浆量没有明显增长的情况下，想要有所突破难度很大，当前企业更多的会采取加强内部控制的方法从自身削减费用，向成本要利润。当然或许由于经济不景气导致的民工返乡潮，可能会使一部分地区的采浆量有一定提升。血液制品企业的成长性和产品单一的风险依然令人担忧。

血液制品公司在行业高景气度的情况下，未来可能面临机会或选择有四种，从未来投资机会上主要关注天坛生物（600161）资产整合带来的公司血液制品盈利能力的提升和华兰生物（002007）疫苗产品的市场开拓给公司带来新的利润增长点。

图表 8 血液制品未来发展方向探讨

	措施	备注
浆原	新建浆站，扩大覆盖范围	新建浆站面临审批难题，新浆站建成后短期采浆量难以上升，广大农村人民生活水平提高及社会偏见降低献浆积极性
政策	提高献浆员补助，待遇	
	发改委提高价格上限	
	卫生部提高献浆员每月采浆次数上限	很难实现，且未从根本解决问题
	提升血浆综合利用率	
研发	研发重组人血白蛋白，凝血因子等血液产品	重组药物短期难以实现，提升血浆综合利用率存在技术和规模瓶颈，转向其他生物制品可行，如华兰生物（002007）
资本运作	收购兼并整合或者转向其他领域	可行，如天坛生物（600161）

资料来源：天相投顾

2.2 疫苗制剂：扩容的诱惑

我国从 1978 年开始推行计划内免疫规划，包括卡介苗、脊灰苗、麻疹苗、百白破苗 4 种疫苗，此后计划内免疫覆盖范围扩大至 6 种。2008 年，中央财政投入 27 亿元，再次扩大国家免疫规划范围，将甲肝疫苗、流脑疫苗、乙脑疫苗、麻腮风疫苗纳入免



疫规划将国家免疫规划疫苗增加到 12 种,预防 15 种传染病。

按照国家免疫计划新扩增的四种疫苗在未来需求将会快速扩增,对于相关疫苗企业而将受益匪浅。从国家计划和市场供需看,目前,麻腮风系列疫苗和无细胞百白破疫苗存在供应缺口。由相关报道数据显示,根据 2008 年中国生物集团生产供应计划统计,麻疹减毒活疫苗的需求为 10643 万,缺口 1640 万,无细胞百白破疫苗的需求为 6388 万,缺口 2288 万。由于 2008 年有部分地区仍未启动扩大的计划免疫计划,因此按照我国目前新生儿每年 1600 万人和计划中的免疫次数,初步估计市场容量仍有很大的上升空间。从相关企业受益程度而言天坛生物(600161)受益程度最大,公司与 1997 年开始生产吸附无细胞百白破联合疫苗,目前工艺已经十分成熟,麻腮风三联疫苗为国内首创,从产品安全性,疗效以及工艺方面已经达到世界领先水平,同时相关产品在竞争对手方面因此天坛生物将占得计划免疫市场扩容的先机。

图表 9 扩大后计划内免疫计划

儿童免疫计划疫苗		
	疫苗名称	接种次数
1	卡介苗	接种1次,
2	脊髓灰质炎疫苗	接种4次,
3	无细胞百白破疫苗	接种4次, 无细胞百白破不足地区用百白破疫苗
4	白破疫苗	接种1次,
5	乙肝疫苗	接种3次,
6	流脑疫苗	接种4次,
7	乙脑疫苗	乙脑减毒活疫苗接种2剂次, 乙脑灭活疫苗接种4剂次
8	甲肝疫苗	甲肝减毒活疫苗接种1剂次, 甲肝灭活疫苗接种2剂次
9	麻风腮联合疫苗	接种2次, 麻腮风疫苗不足地区用麻风、麻腮、麻疹疫苗替代
重点地区(疫情高发省区)对重点人群(16—60岁的农村居民)免费接种的疫苗		
10	出血热疫苗	接种3次, 重点地区16—60岁的目标人群
11	炭疽疫苗	接种1次, 炭疽病例或病畜的间接接触者及疫点周边高危人群
12	钩端螺旋体疫苗	接种2次, 流行地区可能接触疫水的7—60岁高危人群

资料来源: 天相投顾

目前上市公司中涉及疫苗业务的主要有以下 13 家,除部分治疗性疫苗以外,较多地企业选择了切入点较低的乙肝疫苗,流感疫苗和乙脑疫苗,虽然产品研发风险较低,但暗示相关产品可能面临供过于求的风险。从疫苗产业发展趋势看,治疗性疫苗,多联疫苗,基因重组疫苗等新兴疫苗将会是未来疫苗发展的主流,而在新行疫苗研制方面国内力量明显不足,国内治疗性疫苗来看,曙光仍未现,相关产品仍在研制过程中。

图表 10 相关疫苗上市公司

代码	产品	相关公司	持股比例
天坛生物 600161	乙肝疫苗，水痘疫苗，麻腮风系列疫苗，无细胞百白破疫苗等	天坛生物	-
华兰生物 002007	流感疫苗，流脑疫苗（在研），乙肝疫苗（在研）	华兰生物疫苗有限公司	75.00%
辽宁成大 600439	狂犬疫苗，乙脑疫苗	辽宁成大生物股份有限公司	54.79%
海王生物 000078	流行性感亚单位疫苗	海王英特龙	67.50%
交大昂立 600530	重组(酵母)乙型肝炎疫苗（在研）	深圳康泰生物制品股份有限公司	5.00%
上实医药 600607	重组(酵母)乙型肝炎疫苗（在研）	深圳康泰生物制品股份有限公司	28.00%
天士力 600535	流感疫苗（在研）	天士力金纳生物技术（天津）有限公司	55.00%
广州药业 600332	狂犬疫苗（在研），治疗型双质粒乙肝DNA 疫苗（在研）	广州拜迪生物医药有限公司	95.69%
岳阳兴长 000819	幽门螺旋杆菌（在研）	重庆康卫有限公司	57.63%
华北制药 600812	乙肝疫苗	华北制药金坦生物技术股份有限公司	18.00%
长春高新 000661	水痘疫苗，艾滋病疫苗（在研）	长春百克生物科技有限公司	60.00%
健康元 600380	乙肝疫苗（在研）	珠海健康元生物医药有限公司	75.00%
重庆啤酒 600132	治疗用（合成肽）乙型肝炎疫苗	重庆佳辰生物工程有限公司	93.10%

资料来源：公司公告，天相投顾

图表 11 在研治疗性乙肝疫苗

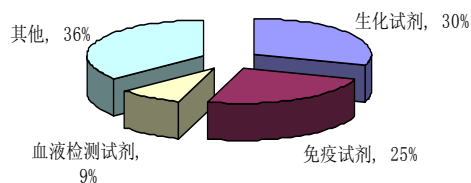
名称	研究单位	进度
高剂量乙型肝炎疫苗	中国人民解放军第 458 医院、深圳康泰生物交大昂立（600530），上实医药（600607）	蛋白疫苗，二期 B
抗原抗体复合物治疗性乙型肝炎疫苗	上海复旦悦达生物技术有限公司，闻玉梅院士和北京生物制品研究所	蛋白疫苗，三期
治疗性乙型肝炎合成肽疫苗	重庆啤酒（600132），吴玉章教授，重庆佳辰生物工程有限公司	蛋白疫苗，二期 B
治疗性双质粒乙型肝炎 DNA 疫苗	广州药业（600332），拜迪生物医药有限公司	DNA 疫苗，一期

资料来源：天相投顾

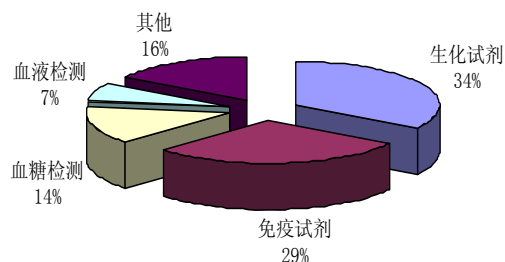
2.3 诊断试剂：稳中求变

我国诊断试剂行业经历近 20 多年的发展，一直保持较为稳定的增长，近 10 多年的复合增长率保持在 15% 的增长速度，高于世界平均 5% 的增长率，其市场份额目前已近达到每年 80 亿元的份额，国际诊断试剂市场份额约有 200 亿美元，而在未来，国家加大对基础医疗卫生的投入和重视对疾病监测和预防，诊断试剂的未来市场潜力依然存在，我国的诊断试剂市场规模还有很大空间。

图表 12 我国诊断试剂市场划分



图表 13 世界诊断试剂市场划分



资料来源：天相投顾

从我国和世界诊断试剂市场分额看，基本上差异不是很大，都以生化试剂和免疫试剂为主。我国诊断试剂在临床应用比较广泛、市场广阔的项目上，比如免疫试剂中的肝炎，性病及孕检系列，以及临床生化的脂类、肝功、血糖、尿检等系列，我国企业的技术水平已经达到国际同期水平，DNA 探针，癌症检测等方向诊断技术正迅速发展，追赶国际先进水平。

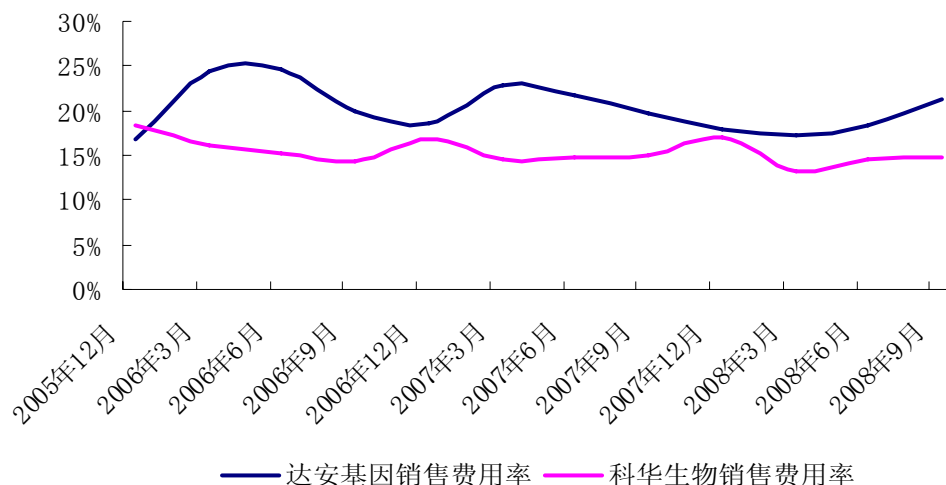
我们认为影响我国诊断试剂行业发展的因素主要有以下三个：

1) 研发能力及经营模式创新完善是保障企业增长的动力。

我国诊断试剂主要集中于肝炎系列和性病检测系列，以科华生物为例，其免疫诊断试剂和生化试剂占其试剂销售的总额的 85%-90%，免疫试剂中乙肝，丙肝和性病诊断试剂占销售总额的 90%，达安基因在收购中山生物之前，产品都为核酸诊断试剂（PCR），目前核酸试剂占其试剂销售额的 85%-90%，其中主要是乙肝试剂和丙肝试剂，乙肝试剂占其核酸试剂销售额的 70%。我国的诊断试剂行业由于市场体制，研发等问题造成产品过多的集中于少数几类，局部产品竞争激烈。因此研发新产品，在新的品种领域寻求突破是诊断试剂企业亟需解决的问题。

在经营模式上，科华生物采用代理模式，主要策略是诊断试剂一体化和合资+海外市场路线，达安基因采用直销模式，策略是引进战略投资者走独立诊断医学实验室连锁模式。我们认为科华生物的模式，成本较低，而且较为成熟，操作容易，短期内对业绩带动作用明显。达安基因的模式成本相对较高，具有实验性质，在缺乏外部行业政策支持的情况下，独立医学检验室存在一定风险，初期投入大，收益存在不确定性，但是从长远看，有利于节约医疗成本，提高诊断效率，同时大规模的样本量也有利于研发，行业潜力巨大。2008 年引入战略投资者之后，公司具备资金和技术双重优势，独立医学诊断实验室连锁模式也将在探索中逐步走向成熟，短期内可能对公司业绩的影响为负。

图表 14 科华生物和达安基因销售费用率比较



资料来源：公司报告

2) 中低端产品下游需求依然旺盛。

我国是乙肝大国，2006 年卫生部全国人群乙肝血清流行病学调查结果显示，全国 1~59 岁人群乙肝表面抗原携带率为 7.18%推算，我国仍然有乙肝表面抗原携带者约 9300 万人，国家仍将进一步加大对乙肝，丙肝等主要传染疾病的的预防控制力度，这将推动诊断试剂的需求。国家加强对农村基础设施卫生的建设，人民生活水平提高带来的对健康体检的需求，特别是在卫生部颁布《关于规范新型农村合作医疗健康体检工作的意见》后，中低端产品需求为主的社区卫生服务中心，农村基础医疗单位将成为诊断试剂行业未来增长的主要贡献力量。

3) 政策支持和规范是行业良性发展重要推动力。

诊断试剂行业在我国仍属于成长阶段，政策的支持对产业的发展有着必不可少的推动作用。从产业政策支持来看，从我国 2000 年颁布的《当前国家重点鼓励发展的产业、产品和技术目录》中将新型诊断试剂生产作为重点鼓励发展的产业和项目开始，诊断试剂产业一直为国家政策大力支持。2006 年国家发改委组织实施的“生物疫苗和诊断试剂高技术产业化专项”，重点支持新型预防性疫苗和治疗性疫苗、诊断试剂的产业化。科技部的“十一五”国家高技术研究发展计划（863 计划）生物技术与医学领域的重大重点项目指南中也将重大疾病的诊断试剂盒的研发作为重点支持对象。2007 年诊断试剂创新发展被列入《生物产业发展“十一五”规划》。从行业监管及规范来看，自 2007 年 SFDA 颁布《体外诊断试剂注册管理办法》以来，又出台多部相关政策，对行业 and 具体品种的注册，质量体系考评和经营进行规范，使我国诊断试剂行业的发展有章可循。但在对诊断实验室的规范，行业准入，行业标准方面仍需出台进一步的政策予以明确。

整体而言，我国诊断试剂行业从需求而言市场空间是广阔的，而便捷，准确地诊疗方式也将为越来越多的人所接受，因此诊断试剂行业的增长是稳定的，但是我国诊断试剂在规模，品牌，技术等方面与国际企业差距依然存在，国内企业应该更多的求“变”，逐步实现进行产品升级，打造品牌形象，注重诊断仪器+试剂+售后服务的一



体化经营，铸就公司核心竞争力。

3. 生物制品行业未来判断及投资策略

3.1 生物制品行业任重道远

医药咨询机构 IMS 预计 2009 年全球医药市场的增速将与 2008 年相当，保持在 4.5%~5.5% 的水平，由于全球经济的放缓，专利药的到期和新上市药物的减少，特别是全球最大医药市场美国的增长速度放缓至 1%-2%，显著的影响的全球医药市场销售额的增长。报告同时指出，未来制药公司要注重调整自己的商业模式，世界医药的看点主要在：**新兴市场，专科药物和生物药物**。2009 年中国，俄罗斯等 7 国新兴市场合计增长将达到 14%-15%。

我国作为新兴市场，随着医改深入，国家对医疗卫生体系投入的加大和医疗保障体系覆盖面的扩大，都将为我国的医药市场增长提供有力的保证。无论是专科用药还是 OTC 产品都将分享医药市场繁荣的盛宴，预计医药行业将维持在 20% 左右的的增长速度，生物制药整体也将受益于医药行业整体带动，其中创新疫苗，诊断试剂和创新药物等符合国家生物产业计划的产业前景广阔。

我国的生物制药产业相对于成熟的国际生物制药市场存在明显差距，未来我国生物制药行业发展主要推动力有**政策，整合和创新**三个方面。

1.政策长期支持是行业发展有力保障。由于生物制药行业的“三高一长”的产业特征，仅靠社会力量对生物制药的不投入远远不足，产业的发展更需要国家的支持和引导。按照国家大生物产业三步走计划，2020 年要使我国生物技术研究开发与产业化整体达到世界先进水平，成为世界生命科学和生物技术的主要创新中心之一，生物产业总产值达到 25000 亿至 30000 亿元，成为国民经济的支柱产业之一。因此从长期看，政府出台相关产业政策及资金补贴，项目支持是长期趋势。

2.行业整合提升企业整体实力。行业内部整合是处于成长期的我国生物制药行业的必由之路，通过并购重组提升自身的规模和抗风险能力，体现协同作用，减少内耗，利于我国生物制药企业竞争能力的提升，便于规范管理，避免恶性竞争出现，实现行业的良性发展。

3.创新能力是企业发展的长久动力。企业在激烈的市场竞争中立于不败之地的制胜法宝，具有核心竞争力和独特盈利模式的企业才会吸引投资者的注意，未来创业板的设立或推动资本市场对具有优良潜质中小生物制品企业的投资，解决部分企业研发和市场推广资金不足的风险。

3.2 行业风险提示

1. 产品风险。生物制品如疫苗，血液制品由于自身其产品特性，存在非人为可控风险，产品质量是威胁企业生存的重要因素和风险。

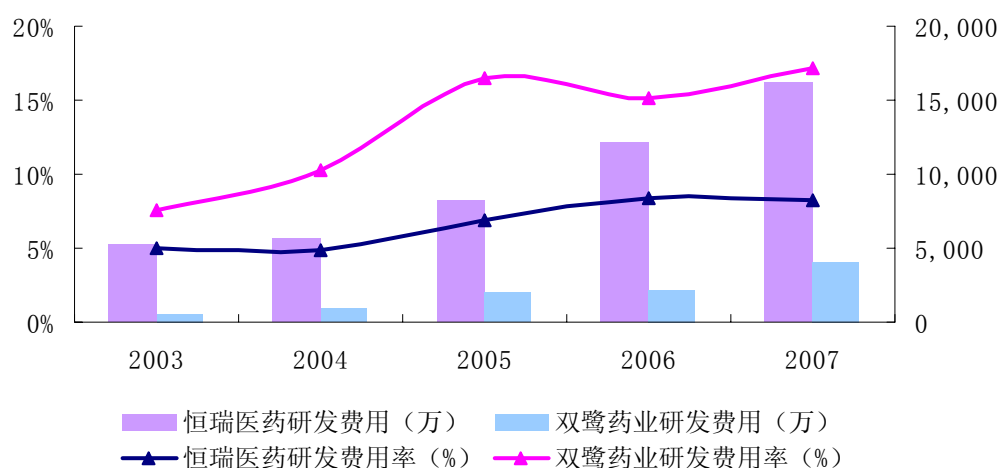
2. 竞争风险。虽然生物制品行业自身门槛较高但并不绝对，生物制品行业潜在竞争依然激烈，国外公司具备资金，技术，销售优势逐步蚕食我国企业市场，国内企业

资金实力，科研实力较弱，面临边缘化风险，同时产品结构的不合理易导致价格战的爆发。

从 2007 年商务部《外商投资产业指导目录》看血液制品依然是限制外商投资类行业，加之血液制品行业壁垒较高，因此，其竞争更多是原有血液制品企业在血浆资源上的竞争。而疫苗制品国家计划免疫疫苗产品中，卡介苗和脊髓灰质炎疫苗已经排除在限制目录外，表明了国家政策的松动，同时计划外疫苗产品市场竞争将更加激烈，而治疗性疫苗和多联疫苗作为疫苗发展的长期趋势国内企业明显应对不足。诊断试剂行业也面临规模不足，面临海外企业挤压的问题，但由于其产品特性与疫苗差距较大，国内企业凭借成本优势尚能在一定时期内占有部分市场，但长期看可能存在内耗加剧的危险。

3. 研发不足风险。制药企业的持久地发展在于创新，国外制药巨头的年研发费用率一般在 10% 以上，而国内制药企业研发费用率一般在 5% 以上已经算较高水平。同时研发费用绝对数量受制于企业销售规模，从图中看出 2007 年双鹭药业研发费用率约为恒瑞医药的两倍，但是绝对数量上恒瑞医药是双鹭药业的四倍。我国医药企业规模偏小使得企业在新药研发上心有余而力不足。

图表 15 部分制药企业研发费用率



资料来源：公司公告，天相投顾

4. 新药审批风险。国家药监局加强了对新药审批审查力度，同时对药品的不良反应的监控，医药创新产品可能由于监管部门谨慎态度导致新产品上市推迟，影响公司未来收益。

从 2008 年新药注册情况统计来看，2008 年药监局共受理药品注册申请 3413 件，较 06 年和 07 年同期相比分别下降 75% 和 18%，主要是由于仿制药申请和简单改剂型等申请数量的大幅度下降所致，其中仿制药申请分别同比下降了 85% 和 46%，未来新药的审批注重严格把关于创新并重，遏制药品研制不规范和低水平重复。同时药监局对药品的监管已经逐步从检验控制质量向生产控制质量和设计控制质量方向延伸，及从源头抓起，确保药品质量和安全。这意味着医药行业的门槛将会逐步提高，企业将面临更多的挑战。

5. 市场开拓风险。新药品获得国家药监局审核通过之后,还面临市场推广的问题,特别是专科用药,首仿药,仿创药,创新药一方面是高额的利润前景,另一方面需要大量的学术推广和长时间的市场培育,直到被广大临床医生认可,而 OTC 企业由于品种已经是成熟产品易被市场接受,同时可以通过广告营销等方式被广大患者认知,前者的成本明显高于后者,意味着相关创新药企业在付出巨大研发投入后,仍需要支付一笔昂贵的后期费用,同时能否进入医保目录也是影响专科用药的重要因素。以专科用药为主的恒瑞医药(600276)2007 年收入为 19.6 亿元,支付市场推广费用约 6.9 亿元,远远高于同等规模的制剂药为主上市公司。

3.3 投资策略及重点公司推荐

我们认为短期投资策略关注生物制品企业中,2008 年业绩预增较高,且分红配送较为稳定的公司,中长期策略关注受益于新产品投放,新项目投产,资产重组和创新药物等因素的公司。

图表 16 生物制品上市公司投资要点

代码	名称	产能扩张或新项目投产	资产重组	连续三年分红送配	创新药物、产品(经营)	新产品投放市场	业绩预增
000661	长春高新				√	√	180~230%
000790	华神集团				√		
002007	华兰生物	√		√		√	50~80%
002022	科华生物	√		√	√	√	40~60%
002030	达安基因			√	√		≤30%
002038	双鹭药业					√	60~90%
002252	上海莱士						10~30%
600161	天坛生物	√	√	√			27%
600867	通化东宝	√					

资料来源:公司公告

图表 17 重点上市公司简要评述

代码	名称	简要分析
002022	科华生物	1. 公司是国内诊断试剂盒诊断仪器行业的龙头公司,2008 年前三季度诊断试剂销售收入保持 20%以上的增长,诊断仪器“卓越”系列销售收入增长 100%,未来仍有新产品投放,试剂仪器一体化使公司逐渐与国际相接轨。 2. 真空采血管项目,08 年投产,09 年销售步入正轨,与公司法国梅里埃成立的合资公司工商注册已经完成,目前正进行厂房建设,预计 09 年正式投入生产运营 3. 预计公司 08-10 年 EPS 为 0.56 元,0.84 元和 1.03 元,看好公司诊断试剂在国内和国外市场开拓,以及公司自产仪器的销售,维持公司增持评级。
600161	天坛生物	1. 受益于国家公布的《扩大国家免疫规划实施方案》带来的疫苗市场的扩容,原有乙肝,脊髓灰质炎疫苗等产品市场份额稳定,麻风二联疫苗和麻腮风三联疫苗随着产品技术问题的解决,产销量上升,未来将成为公司疫苗产品最大的亮点。 2. 收购成都蓉生股权,增厚公司业绩。我们预计 09-10 年成都蓉生有望实现收入 3.3 亿元和 3.6 亿元,净利润 8800 万元和 9800 万元,按照增发后总股本 5.9 亿股,完全并表测算,将增厚 09 年和 10 年公司 EPS 至 0.46 元和 0.56 元。 3. 预计 08-10 年盈利预测为 0.27 元,0.38 元和 0.48 元,考虑增发后 09-10 年 EPS 为 0.46

元和 0.56 元，公司作为中生集团资产整合的平台，受益于资产注入及疫苗市场扩容，维持对公司的“增持”评级。

002038	双鹭药业	1. 公司 2008 年前三季度公司主打产品贝科能收入同比增长 100%以上，胸腺五肽，氯雷他定同比增长 50%以上，紫杉醇，长春瑞滨等小产品销量高速增长，同时生物药保持 20%左右的增长，带动公司销售收入同比增长 63%。 2. 大股东承诺化解限售股解禁担忧，公司两大股东新乡化纤集团（持股 25.58%）和董事长徐明波（持股 22.28%）分别对将于今年 11 月份解禁的限售股（合计占总股本的 43%）作出延长一年限售期的承诺，缓解了投资者担心大股东套现的担忧。 3. 我们预计 08-10 年公司 EPS0.95 元，1.42 元和 1.97 元（税率暂按 15%），对应市盈率为 28 倍，18 倍和 13 倍，凭借独家产品贝科能和高毛利小产品销量提升，以及代理模式带来的销售费用率的降低公司未来业绩将保持持续快速增展，给预公司“增持”评级。
600867	通化东宝	1. 公司是国内唯一规模化生产重组人胰岛素及其类似物的公司，2008 年 10 月 22 日，公司的重组人胰岛素二期扩建工程获得国家 GMP 认证，使公司的重组人胰岛素原料药的产能扩大了 15 倍，产能国际领先，产品质量和国际巨头不相上下。 2. 2008 年上半年，公司的胰岛素产品实现营业收入 1.35 亿，比去年同期增长 90.45%。受人口结构的变化，包括人口总量的增长和老年人口占比增大以及城市化等因素的推动，糖尿病患者的人数仍在继续快速增长。公司的重组人胰岛素产能的扩大将继续受益于糖尿病患者的增加。 3. 我们保守预计 08-10 年公司 EPS0.24 元、0.41 元和 0.56 元，对应的市盈率为 56 倍、33 倍和 24 倍，估值不低。受国际宏观经济形式的影响，公司的重组人胰岛素原料药出口业务存在很大不确定性，因此我们在预测公司出口业务时处于谨慎，相对保守。鉴于公司目前估值较高，维持公司的投资评级“中性”，我们将及时跟踪公司出口业务的进展来调整公司的盈利预测和投资评级。
002030	达安基因	1. 公司是国内诊断试剂的龙头企业，公司的核酸诊断试剂的国内市场份额在 70%左右，2007 年收购中山生物，中山生物主要研究生产免疫诊断试剂，标志着公司向诊断试剂的其他领域的拓展，目前公司免疫诊断试剂销售进展一般，但未来可望凭借公司的核酸诊断试剂的销售平台实现快速增长。 2. 独立医学检测中心是公司未来大力发展的业务，广州的中心 2007 年已经实现盈利，估计未来几年会保持比较高的增长率，上海中心受竞争环境影响进展相对缓慢，公司未来的战略计划是在全国建立一个比较完善的临检中心网络，此计划正在实施中。 3. 2008 年上半年，公司的仪器销售收入实现了 50%的增长，增长主要来自于达元食品的食品检测仪器的销售增长。受 2008 年众多食品安全事故影响，公司的食品检测仪器有望继续保持快速增长，成为公司的一个亮点。 4. 我们预计 08-10 年公司 EPS0.21 元、0.27 元和 0.34 元，对应的动态市盈率分别为 32 倍、25 倍和 20 倍，短期内食品检测仪器增长稳定，临检中心长期可期，维持“增持”评级。
002252	上海莱士	1. 公司是血液制品上市公司的新贵，08 年 6 月份上市。公司技术领先，可生产白蛋白、丙种球蛋白和凝血因子，特种球蛋白也在开发中。 2. 受国家加强血制品行业监管政策影响，整个行业的的血浆供应量严重不足，公司存在同样的发展瓶颈。公司目前的血浆站的实际可采取量远大于实际采取量，在开发新浆站困难的情况下，公司通过增加供浆员补偿等措施提高采浆量。血浆供应不足带来的是血制品价格的高位运行。另外，公司可凭借大股东外资企业莱士中国实现出口业务的良好进展。 3. 我们预计 08-10 年公司 EPS 分别为 0.66 元、0.81 元和 0.94 元，对应的动态市盈率分别为 34 倍、28 倍和 24 倍，短期内受政策影响，血浆供应得不到实质性进展，发展瓶颈短



期内难以得到突破，我们暂时维持“中性”的投资评级。

资料来源：天相投资顾问有限公司

图表 18 重点上市公司 EPS 预测和投资建议

代码	公司简称	每股收益（元）				市盈率（倍）				投资评级
		2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E	
002007	华兰生物	0.54	0.85	1.12	1.33	77	49	37	31	中性
002022	科华生物	0.37	0.56	0.84	1.03	62	42	28	23	增持
600867	通化东宝	0.21	0.24	0.41	0.56	81	70	42	30	中性
002030	达安基因	0.17	0.21	0.27	0.34	52	44	33	27	增持
002252	上海莱士	0.51	0.66	0.81	0.94	55	42	35	30	中性
002038	双鹭药业	0.54	0.95	1.42	1.97	69	40	26	19	增持
600161	天坛生物	0.21	0.27	0.38	0.48	87	65	49	39	增持

资料来源：天相投顾（注天坛生物有注资概念）

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014