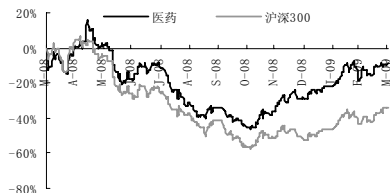


医药 Pharmaceuticals

2009 年 3 月 31 日

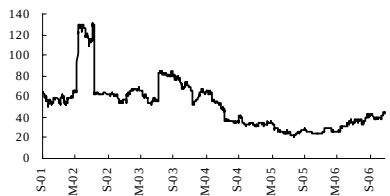
行业相对中标 300 表现



表现	1m	3m	12m
医药	12.3%	27.4%	-9.0%
中标 300	17.2%	38.0%	-33.8%

行业重点股票	6m%	YTD%	评级
恒瑞医药	13.5%	12.6%	增持
海正药业	26.6%	-19.6%	增持
益佰制药	40.7%	7.0%	增持

行业 PE 趋势图



相关报告

《新“医改”专题研究》2008.6
 《2009 年医药行业投资策略报告》
 2008.12

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。

春笋破土待春雨

—2009 年 2 季度医药行业投资策略

评级: 强于大市

- 随着化学原料药主要产品价格从巅峰回落, 以及政府严控药价及药品销售的结构变化, 2009 年前 2 个月, 医药行业销售收入与利润增幅出现回落。
- 受金融危机影响, 国际市场需求骤冷, 多数化学原料药产品价格持续低迷, 全行业的高度景气迅速冷却, 呈现快速下滑态势。未来短时间内化学原料药行业整体上难以摆脱低迷徘徊的困扰。但在一些集中度较高的产品领域, 龙头企业仍然有可能借助产业转移后形成的优势行业与市场地位, 维持平稳的发展。继续给予行业“中性”的投资评级。
- 随着扩大医保覆盖与提高补贴标准效应的递减, 加上政府严控药价, 低端普药产品的消费扩大给药品市场带来结构性的改变, 整体上拉低了药品市场的消费水平, 中西制剂药产品销售在依然保持稳定增长的同时, 增速出现减缓。随着新“医改”的全面展开与具体实施, 尤其是 8500 亿元的明确资金保障, 城乡基本医保补贴标准提高以及扩大覆盖将推动医药产品消费需求升上一个新的台阶, 将可为中西制剂药产业带来新的市场机遇与增长空间, 从而维持长期稳定可持续增长。继续给予行业“强于大市”的投资评级。
- A 股市场上医药板块的强劲上行相应推高了行业市盈率水平, 估值吸引力有所降低。而医药行业总体上的快速增长也出现一定的减缓。但考虑到增速减缓的主要原因更多地局限于医药行业内周期性较强的化学原料药分支行业, 而且其继续下行的空间并不大; 其次随着新“医改”的全面展开带来的对医药产品消费需求支持的进一步提升以及医药市场环境的进一步改善, 医药行业长期稳定增长的基础依然较为稳固, 未来可持续向好发展趋势更具确定性, 我们依然给予医药行业“强于大市”的投资评级。其中, 恒瑞医药 (600276)、益佰制药 (600594) 在抗肿瘤药物及中成药与非处方药市场上拥有较为明显的产品及市场营销竞争优势, 可望在后“医改”的市场竞争中取得优势增长; 海正药业 (600267) 目前正致力于从单纯原料药向制剂药与原料药并重转型, 公司在心脑血管类及抗肿瘤药物市场上的传统优势有望继续扩大, 未来拥有良好的成长空间。给予“增持”的投资评级。

全球：仿制药竞争加剧，医药巨头集中并购

中国医药经济信息网来源的 IMS Health 公司的预测：2008 年全球药品销售增速明显变缓，全年销售金额将为 7350 亿~7450 亿美元，增长率为 5%~6%，可能成为全球医药行业 40 多年以来最低的销售增长速度；另有预测估计，2008 年发达国家和地区药品销售的增长幅度平均不到 3%，而亚洲、拉美、澳洲、俄罗斯等新兴地区增长稳健，增幅超过 10%。IMS 预测，2009 年全球医药市场的增长率预计将为 4.5%~5.5%，超过 8200 亿美元。

各国持续压缩医疗卫生费用、获批上市新药减少、专利药保护到期以及次贷危机引起的全球经济衰退在 2008 年进一步扩大导致消费者医疗开支显著减少均成为发达国家与地区药品销售增幅持续显著下滑的主要原因。IMS Health 公司 3 月 19 日公布的 2008 年美国处方药市场年度分析报告显示，2008 年美国处方药销售金额仅增长 1.36%，为 2915 亿美元；处方数量增长 0.94%，为 38.43 亿张，分别与 2007 年 4.01%，2006 年 8.90% 的销售金额增幅以及 2007 年 2.72%、2006 年 4.55% 的处方数量增幅比较，虽然整体依然保持增长态势，但增幅下降明显，增长乏力。

新药及专利药减少一定程度上推动了非专利药物需求显著增长，同时也加剧了非专利仿制药的竞争加剧。虽然 2008 年内，现有 9217 种药物的在研新药总体规模增幅为历年最大，与上年相比增加 19.1%，创历史最好成绩；而且 2008 年美国 FDA 批准新药数有所恢复，达到 24 个，相较 2007 年的 18 个、2006 年的 22 个以及 2005 年的 20 个达到近三年来最高水平。但真正进入市场的全新结构药物很少；同时，2008 年共有价值 190 亿美元年销售的品牌药专利到期，到 2012 年，将有 1390 亿美元的品牌药失去专利保护。因此，目前全球医药市场发展仍在继续向非专利仿制药集中和倾斜。2008 年的全球医药市场上，仿制药销售总体上仍保持一定增幅，而因新的保护到期的专利药减少，加剧了仿制药的激烈竞争，推动价格下降。2008 年前三季度，全球仿制药销售总额为 780 亿美元，销售增幅降为 3.6%，与 2007 年同期 11.4% 的增幅比较有较大下滑。

2008 年，在金融海啸的猛烈冲击下，众多中小企业遭遇严重的融资困境而步履艰难；而多元化经营的大型企业虽然受到的冲击并不严重，但主力产品专利到期、新产品储备不足也对企业的持续发展带来一定的压力。抓住金融危机带来的巨大机遇，实现低成本扩张，进一步扩大产品线，巩固可持续盈利基础以及扩大新兴市场的份额就成为医药巨头首当其冲的战略选择。进入 2009 年，继辉瑞以 680 亿美元并购惠氏、默

沙东以 411 亿美元收购先灵葆雅之后，在经过长达半年多的交涉之后，瑞士制药巨头罗氏制药终于如愿并购美国第二大生物科技集团 - 基因泰克。

默克和先灵葆雅在产品线方面具有较强的互补性，默克擅长咳喘药物和疫苗，而先灵葆雅则擅长生物制药。两家合并将使默克处于第 3 期开发阶段的潜在药物的数量增加 1 倍，达到 18 种。而通过并购惠氏，辉瑞可以进入疫苗、生物制药、OTC 等大众保健等新领域，两家合并使得辉瑞这家已经是全球最大药品制造商的公司变得更加庞大。

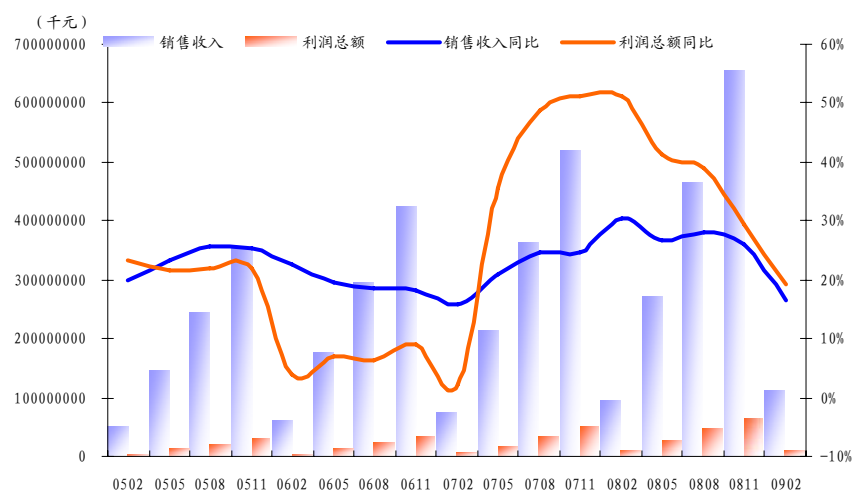
引人注目的并购中，生物医药新产品开发成为并购企业关注的重点，从而显示出生物医药未来的战略地位与成长前景。2008 年，抗体、疫苗、重组蛋白等生物技术医药产品在 FDA 审批中的比例虽然并没有大幅度增加，但生物技术医药产品获得上市的成功率仍明显高于化学药。据 IMS 预测，2009 年普药市场的增长率仅为 2%~3%，而生物类的专科用药增长率将达到 11%~12%。

全球医药市场的变化趋势带给我们如下启示：仿制药仍将成为未来一段时间内的市场热点，有利于我国仿制药主导结构的产品出口；而生物医药产品有可能逐步成长为未来市场主力。

国内：新“医改”启动重塑医药市场全新格局

2009 年 3 月份国家统计局最新发布的数据显示，2009 年 1-2 月，医药行业 6240 家企业总体累计实现销售收入 1117.62 亿元，同比增长了 16.35%，但增幅同比下降 14.09 个百分点；利润总额达到 103.12 亿元，同比增长约 19.07%，增幅同比下降 32.08 个百分点。

Figure 1 医药行业近期运行情况



*资料来源：华通数据；世纪证券研究所

医药行业运行的最新统计数据显示，医药行业在经历 2007 年受城乡基本医保制度建立并扩大覆盖等新“医改”前期工作推动，以及化学原料药周期性景气提升影响出现的恢复性高速增长后，2008 年在化学原料药产品价格轮番飙升的支持下，保持了稳定较快增长态势。但随着新“医改”全面推出的延后带来不确定过渡阶段的形成以及前期政策效应的递减，尤其是化学原料药主要产品价格从巅峰回落，医药行业销售收入与利润增幅出现回落，其中又以化学原料药产品价格高位下滑导致的利润增幅显著回落尤为显著。进入 2009 年，医药行业产品销售收入与利润增幅下滑进一步加大，尤其是金融危机影响下的国际需求快速萎缩导致以出口为主的化学原料药销售由快速增长转变为同比小幅下降更加速了医药全行业产品销售收入与利润增幅的大幅下沉。

然而，我们依然认为，尽管国际上面临需求下降的不利影响，化学原料药出口有可能遇到严峻考验，成为拖累医药行业整体增速趋缓的主要因素；国内依然面临政府加强对药品价格的严格控制、以“医药分离”为核心的医药市场全面开放之路并不平坦以及环保、外企等种种压力并存等巨大挑战，但着眼于医药产品的刚性需求，国际医药市场结构性变化带来的仿制药景气持续，产业转移提升我国化学原料药市场地位，化学原料药快速下行的空间并不太大；而国内新“医改”带来的全新有利的政策与市场环境，有望对国内医药消费需求形成有力拉动，2009 年的医药行业可望继续保持持续向好的发展趋势。

1 月 21 日，国务院审议并原则通过新“医改”方案，同时规划 3 年内由各级政府预计投入共计 8500 亿元资金保障。包括继续扩大城乡基本医保覆盖，提高补贴标准与补偿比例，使得大病补偿的封顶线达到城乡居民收入的 6 倍，新型农村合作医疗制度的补偿比例由过去的 30% 左右提高到 50% 以上；同时全面建立基本药物制度以及逐步推行公立医院改革等内容。

城乡医保扩大覆盖与提高补贴增加药品消费支出

新“医改”方案明确，从 2009 年开始，三年内城镇职工基本医疗保险、城镇居民基本医疗保险和新型农村合作医疗覆盖城乡全体居民，参保率提高到 90% 以上。2010 年，各级财政对城镇居民医保和新农合的补助标准提高到每人每年 120 元，并相应提高个人缴费标准。据此估算，2009 年开始，城乡医保的筹资与支出总额可望增长 40~60%。按照目前的医疗卫生开支约 85% 用于医药消费的水平进行估算，新增开支可望推动医药产品销售增幅增加 3~5 个百分点。

Figure 2 近年城乡基本医疗保险收支概况:

年份	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009—2011 每年 E
新农合县市区(个)		333	678	1451	2451		
新农合人数(亿人)		0.8	1.79	4.1	7.26	7.5	8.4
每人补贴标准		40	40	40	40	80	120
农村参合率		75.20%	75.66%	80.66%	86.20%	88.00%	>90%
筹资估算(亿元)		40	89.5	205	363	675	1200
当年支出(亿元)		26.37	61.75	155.81	346.63	600	1000
城镇职工医保(万人)	10902	12404	13783	15732	18020		
城镇居民医保(万人)					4291		
城镇医保合计(万人)	10902	12404	13783	15732	22311	30000	48480
城镇覆盖率	20.81%	22.85%	24.52%	27.26%	37.57%	50%	80%
城镇医保收入(亿元)	4886	5780	6969	1747.1	2214.2	3000	4848
城镇医保支出(亿元)	4016	4627	5401	1276.7	1551.7	2100	3393.6
城乡支出合计(亿元)		4653.4	5462.8	1432.6	1898.3	2700	4393.6
同比增幅			17.39%	-73.78%	32.51%	42.23%	62.73%

*资料来源:卫生部;世纪证券研究所

基本药物制度建立支持优势企业提升市场地位

建立基本药物制度已经成为新“医改”的一个重要组成部分。基本药物制度初步设想对列入目录的基本药物实现定点生产、统一采购、统一配送、统一价格、统一使用。虽然按照目前透露的部分信息,未来可能对定点与统一的范围与程度作一些调整,但进一步加强政府对基本药物质量与价格的控制与监管的原则与宗旨不会改变。基本药物制度的实施总体上可能对药品生产企业的盈利增长构成一定的压力,但也为相关企业实现稳定的销售规模和收益提供保障,尤其是部分行业骨干显然会得到更多的政策倾斜而得以优势发展,并因此推动行业集中度的提升。

公立医院改革起步推动医药市场全面开放

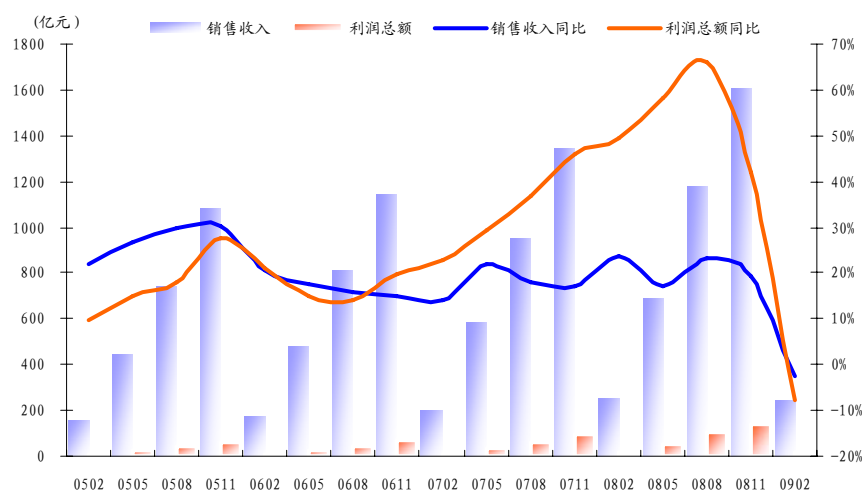
新“医改”方案披露今年开始试点推进公立医院改革,并于2011年逐步推开。公立医院改革包括改革公立医院管理体制和运行、监管机制,提高公立医疗机构服务水平,并推进公立医院补偿机制改革,加快形成多元化办医格局。其中最重要的一项改革是取消公立医院售药加价,医院由此减少的收入,政府将通过增设药事服务费、调整部分技术服务收费标准以及增加政府投入三条路径来弥补,其中药事服务费将纳入基本医疗保障报销范围。取消售药加价无疑将突破公立医院“以药养医”的原有运行机制,使得公立医院从药品流通利益链退出,消除横亘

于医药企业与实际消费者之间的巨大壁垒，从而推动医药市场的全面开放，将十分有利于医药行业尤其是中西成药行业及医药流通行业的公平竞争与经营效率的显著提升。

化学原料药：品种冷暖各异，集中度维护优势

根据国家统计局最新的数据，以出口为主的化学原料药行业在经历 2008 年因主要产品价格飙升带来的利润高速增长后，今年 1~2 月，全行业产品销售收入与利润由增长转为下降。销售收入 243.24 亿元，利润总额 15.49 亿元，分别从上年 11 月份分别同比增长 19.36%与 41.83% 转变为较上年同期下降 2.45%与 7.69%。

Figure 3 化学原料药行业经营近况：

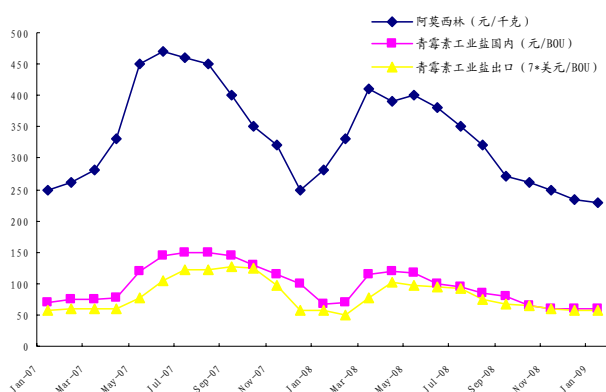


*资料来源：华通数据；世纪证券研究所

2008 年上半年，受油价大幅攀升带来的能源及原材料价格上涨以及劳动力成本增加、人民币升值及供应预期偏紧等多重因素共同作用，主要化学原料药产品价格轮番大幅上涨，带来全行业销售收入与利润的快速飙升。然而，奥运会后，随着订单减少，库存增加，部分企业为加快资金周转，降价出售，部分化学原料药产品价格大幅回落，致使化学原料药全年销售呈现前高后低的走势。尤其是年底至今年 1~2 月，受金融危机影响，国际市场需求骤冷，违约增加，订单减少，企业趋于观望，多数化学原料药产品价格持续低迷，导致全行业的高度景气迅速冷却，出现快速下滑态势。其中，尤以长年处于产能明显过剩的产品所受影响更为显著。展望 2009 年，基于金融危机影响下的全球经济难以短时间复苏考虑，化学原料药出口将面临严峻的考验；而且，国内产能过剩的矛盾也难以短时间内得以改善，化学原料药的竞争有可能加剧。

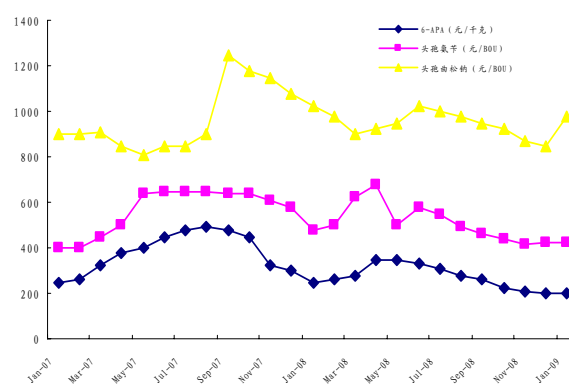
据中国海关统计：2008 年 1~12 月，解热镇痛类的扑热息痛出口数量为 42387.66 吨，同比下降 8.68%。虽然出口金额同比增长 23.75%，价格同比增长 35.57%，但利润下滑明显。尤其是 9 月后，客户需求减少，发展前景不容乐观；医药经济报来源的信息显示：2008 年，青霉素工业盐出口持续低迷，全年累计出口 9855 吨，同比下降 27.70%，出口额为 1.57 亿美元，同比减少 43.33%，出口平均价为 15.97 美元/公斤，同比降低 21.60%。尽管上半年出口价格出现恢复性反弹，但出口量却持续萎缩。2008 年 11 月，青霉素工业盐再次遭遇印度反倾销调查。近期，又有传闻印度将对下游产品 6-APA 采取保障措施调查，2009 年青霉素工业盐出口企业也许仍将步履艰难。

Figure 4 抗感染青霉素类原料药近期价格走势



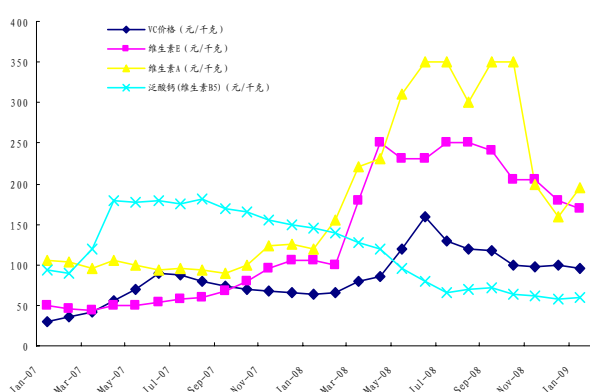
*资料来源：天相投资；世纪证券研究所

Figure 5 抗感染头孢类原料药近期价格走势



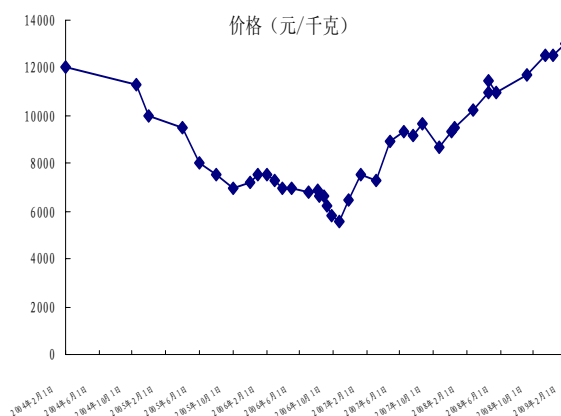
*资料来源：天相投资；世纪证券研究所

Figure 6 维生素类原料药近期价格走势



*资料来源：天相投资；世纪证券研究所

Figure 7 皮质激素（地塞米松）原料药近期价格走势



*资料来源：天相投资；世纪证券研究所

尽管如此，在国际产业转移基本完成的今天，我国在某些化学原料药产品上的技术、质量、成本等方面正在取得一定的优势，在全球市场

上的地位也得到进一步加强；而在国内，政策引导下的环保、进入门槛、出口许可等宏观调控的加强，产业集中度也有了进一步提升，一些化学原料药产品龙头企业的优势得以强化，其主导影响市场的作用正在逐渐显现，从而为在一定水平上维持一定的价格水平，克服因产能过剩导致的周期性波动，实现稳步发展提供了有利的条件。2009 年，受国际需求下降以及国内竞争加剧影响，虽然化学原料药行业整体上难以摆脱低迷徘徊的困扰，短时间内难言重拾升势，但在一些集中度较高的产品领域，龙头企业仍然有可能借助优势的行业与市场地位，维持平稳的发展态势。

2008 年，中国维生素产品价格的上涨带动了出口额大幅度增长，出口总量达到 157.46 千吨，同比上涨 11.12%；出口额近 2172.78 百万美元，同比上涨 75.37%。虽然部分维生素产品在 2008 年第四季度快速下滑，但也有一些维持了相对稳定。即使下滑，仍维持了一定的价格水平。我国主要维生素产品在技术、质量、成本上拥有一定的优势，产业集中度相对较高，下游需求具有扩大的趋势，未来可望维持较平稳的发展趋势。以我国维生素 C 的主要生产基地河北省为例，虽然去年年底出口量明显萎缩，出口价格也出现回落。但在经历短期下滑后，今年出口重现乐观走势，前两个月出口量和出口价格双双出现逐月回升态势。今年 1 月 1 日起，维生素 C 出口已被国家纳入出口许可证管理商品，有利于产品维持稳定的出口价格。不过，逐渐显现的产能扩张也需要引起进一步关注。

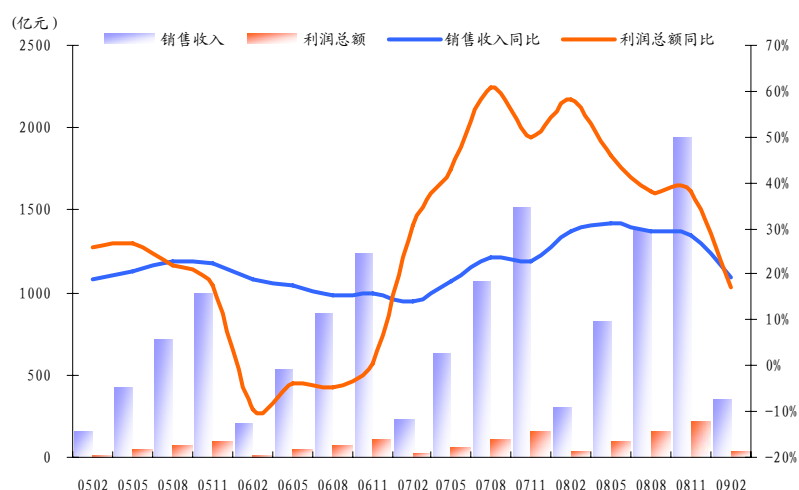
中西制剂药：医保补贴提高与覆盖扩大推动产品销售升上新台阶

2009 年 1~2 月的统计数据显示，期间化学制剂行业产品销售收入与利润总额分别为 357.81 亿元与 40.29 亿元，分别同比增长 19.27%与 17.01%，与上年同期 29.44%与 58.39%的高增长比较，增幅分别减少 10.17 与 41.38 个百分点，即使与前次 2008 年 11 月 28.45%与 38.04%的增幅统计比较，增速出现减缓。

日前来自中国医药保健品进出口商会的数据分析显示，2008 年我国西药制剂类商品出口依然保持了较高的增长速度，出口额首次突破 10 亿美元关口，达到 11.11 亿美元，同比增长 41.81%。出口的西药制剂仍然以抗生素等仿制药为主。

2008 年 1~2 月，中药行业的中成药产品销售收入与利润总额分别达到 242.53 与 20.91 亿元，同比增幅分别为 19.37%与 18.22%。虽然与上年同期 30.01%与 40.17%的增幅比较有所下滑，但却扭转了去年下半年利润增幅大幅下降的趋势，在销售收入增长继续保持平稳的同时，

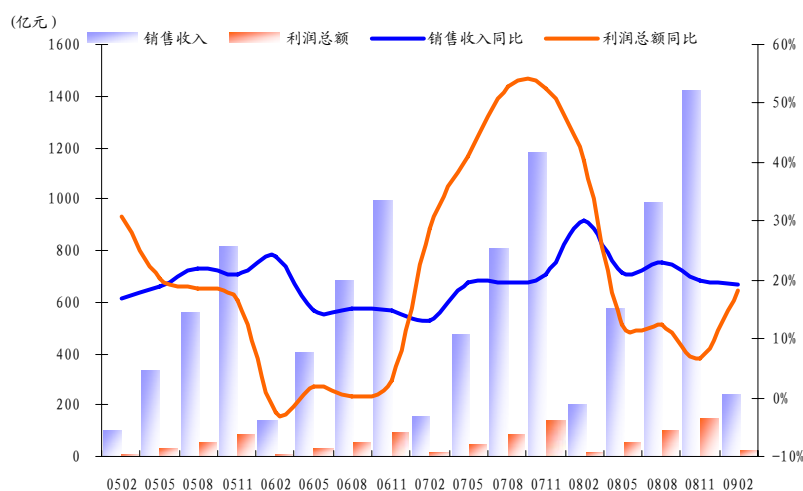
Figure 8 化学制剂药行业产品销售近况



*资料来源：华通数据；世纪证券研究所

利润总额增长重新开始加快。中国医药保健品进出口商会的信息来源显示，2008 年我国中药出口仍呈平稳增势，出口额超过 13 亿美元。据统计，2008 年 1—12 月份，中药累计进出口情况相对平稳。进口、出口均呈增势，进出口总额达 17.52 亿美元，同比增长 14.08 %。其中，进口额达 4.43 亿美元，同比增长 24.46%，出口额达到 13.09 亿美元，同比增长 10.94%。与上年相比，总体增长趋缓。其中，中药材及饮片出口 5.21 亿美元，同比增长 8.70%；中成药出口 1.71 亿美元，同比增长 11.06%。

Figure 9 中成药产品销售近况

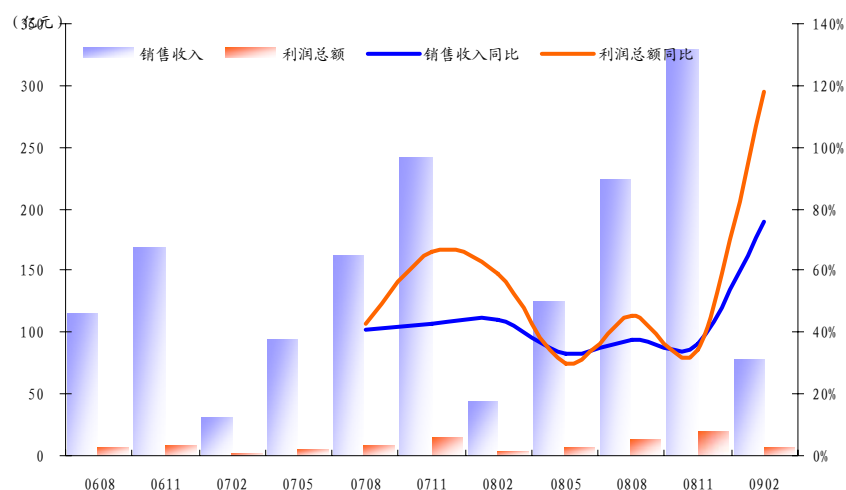


*资料来源：华通数据；世纪证券研究所

在新“医改”酝酿与推进中，政府暂停了前期频繁的直接下调药品价格的作法，转为寻求制定全方位的医疗卫生体制改革，以求从根本上解决药价虚高问题；尤其是前期扩大城乡医保覆盖与补贴标准等政策措施的刺激，以及增加公共医疗投入力度的推动，长期受到压抑的医药产品基本需求与消费得到有效的支持与拉动，并直接传导给直接面向医药市场的中西制剂药产品销售，成为推动 2007 年至 2008 上半年中西制剂药产品销售收入与利润持续快速增长的主要动力。但随着扩大医保覆盖与提高补贴标准效应的递减，医药消费需求的快速增长趋于平缓，在新“医改”正式启动并全面展开之前形成了一段不确定的等待过渡期，加上政府严控新药注册，以及扩大药品集中招标采购范围与规模，一定程度上降低了药品价格中枢，而低端普药产品的消费扩大给药品市场带来结构性的改变，整体上拉低了药品市场的消费水平，从而导致中西制剂药产品销售增幅自 2008 年年底至 2009 年 1~2 月间出现减缓势头。不过，以国内市场为主的化学制剂药产品销售增幅下降幅度远低于以国际市场为主的化学原料药，呈现更为平稳的增长态势。

因中成药产品中大约一半的产品在零售市场上销售，城乡基本医保的扩大将原属于零售市场的一部分消费者吸引到以化学制剂药为主的医院终端市场，一定程度上给中成药消费带来一定冲击；加上 2008 年上半年，受油价、粮价快速上扬影响，作为中成药原材料来源的上游以种植药材为主的中药材价格快速上涨，带来成本压力增大，严重削弱了中成药的盈利能力，导致中成药销售增长趋于平缓，利润增幅下滑明显。这一点也体现在同样以种植中药材为主要原料的中药饮片销售收入与利润增长变化上。

Figure 10 中药饮片销售近况:



*资料来源：华通数据；世纪证券研究所

展望 2009 年,随着新“医改”的全面展开与具体实施,尤其是 8500 亿元的明确资金保障,中国医疗卫生事业可望迎来全新的增长时期并且重建全新的发展格局,直接面向医疗卫生服务的中西制剂药产业也将获得新的发展机遇与增长空间。首先,城乡基本医保补贴标准的进一步提高以及扩大覆盖将推动医药产品消费需求升上一个新的台阶;其次,作为医药主体市场平台的公立医院改革的逐步推进,尤其是售药加价的最终取消,将可为中西制剂药产业带来新的市场机遇与增长空间;而基本药物制度的建立以及医药流通环节的持续改善也将鼓励医药产品的公平竞争,进一步提升行业集中度,促进优势企业的优势扩大,维持长期稳定可持续增长。其中,抗感染类、解热镇痛类等普药品种无疑将先行获益,享受销售规模稳定增长的“头啖汤”;而抗肿瘤药物、心脑血管及糖尿病等重大常见病治疗药物的消费也将随着补贴标准提高与报销比例增加而得以继续推动;另外,以非处方药占主要比重的中成药具有廉价、有效、副作用低等优势,与国际非处方药消费水平比较仍具有相对巨大的增长空间。

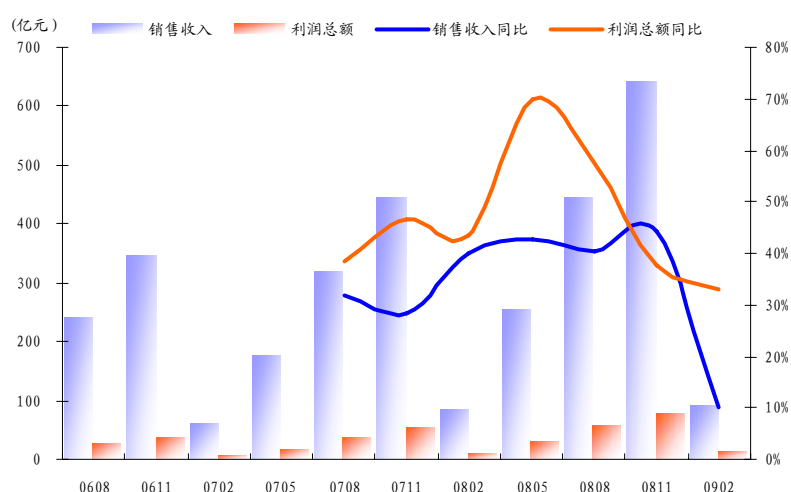
中西制剂药中抗肿瘤药物的快速增长正在成为近年的市场亮点。有资料显示,全球抗肿瘤药物市场年增长率预计达到 15%,大大超过其他药物(包括心血管病药)的增长率。据美国医药咨询公司 Frost & Sullivan 公布的数据显示,2004 年,全球抗癌药物市场总销售额为 240 亿美元,2007 年猛增至 396 亿美元,2008 年预计将达 480 亿美元,2009 年,全球抗癌药物市场将达 550 亿美元或更高,到 2012 年,全球肿瘤药物市场销售总额将达 800 亿美元左右。

生物医药:原料短缺拖累销售扩大,盈利初现遭遇资金紧缺

2009 年 1~2 月,生物医药产品实现销售收入 92.63 亿元,同比增长为 10.4%,增幅较上年同期的 40.08%及上次 2008 年 11 月统计的 44.09%均大幅下挫;销售利润总额累计 12.06 亿元,同比增长 32.98%,虽然较上年同期有所下滑,但下滑幅度相对不大,与上年 11 月 37.82%的统计比较,只是略有减少。与此同时,生物医药行业的工业总产值增长也出现减速。

目前,我国生物医药行业仍处于从幼稚培育期向成长期过渡阶段,其中血液制品与生物原料出口仍占较大比重。2007 年至今,血液制品上游原材料的血浆供应偏紧,对血液制品的增长构成一定的制约,加上国际市场的需求骤降,可能是导致生物医药产品销售增速大幅下滑的重要原因。2008 年美国整个生物技术行业终于首次实现盈利。然而,由于

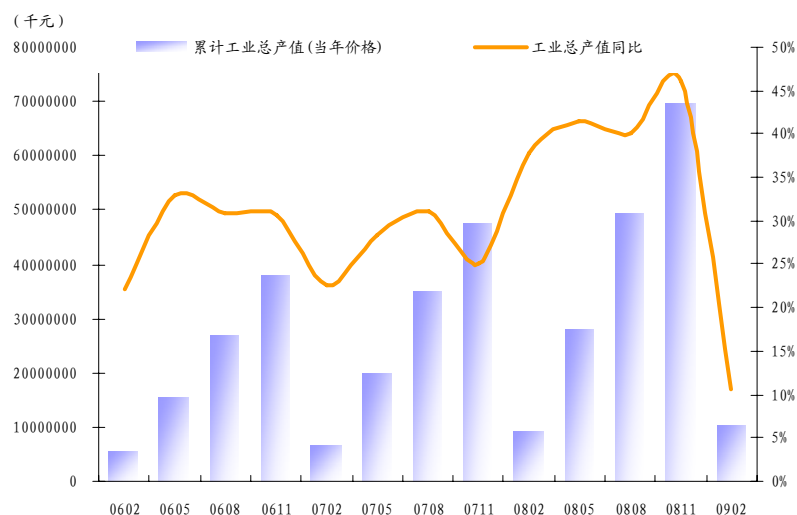
Figure 11 生物医药产品销售近况:



*资料来源: 华通数据; 世纪证券研究所

2008 年最后四个月金融风暴引发的行业内资金困难, 给行业的未来发展蒙上了不确定的阴影。不过, 近期国际医药巨头的集中并购显示, 投资者仍然对生物医药行业的未来发展充满信心。我国生物医药行业目前虽然仍处于初创时期, 但产业规模近年呈现稳步发展态势, 暂时的增速减缓无阻于产业未来巨大的发展空间, 近期创业板的推出无疑亦将为这个幼稚的行业注入新的活力, 继续保持快速成长。

Figure 12 生物医药行业工业总产值增长近况:



医药板块投资分析

医药行业运行的最新统计数据显示, 医药行业在经历 2007 年开始受城乡基本医保制度建立并扩大覆盖等新“医改”前期工作推动, 以及

化学原料药周期性景气提升影响出现的恢复性高速增长后,2008 年依然保持了稳定较快增长态势。2008 年下半年开始,金融危机影响下的国际需求快速萎缩导致化学原料药销售由快速增长转变为窄幅下降,一定程度上拖累了医药行业的快速增长势头,虽然继续保持增长,但增幅出现大幅缩窄。

未来尽管国际上可能面临需求继续下降的不利影响,化学原料药出口有可能遇到严峻的考验;国内依然面临政府加强对药品价格的严格控制、以“医药分离”为核心的医药市场全面开放之路并不平坦以及环保、外企等种种压力并存等巨大挑战,但着眼于医药产品的刚性需求,国际医药市场结构性变化带来的仿制药景气持续,产业转移提升我国化学原料药市场地位,以及国内新“医改”带来的全新有利的政策与市场环境,尤其是 8500 亿元的明确资金保障,城乡基本医保补贴标准的进一步提高以及扩大覆盖将推动医药产品消费需求升上一个新的台阶,2009 年的医药行业可望继续保持持续向好的发展趋势。

A 股市场上,从去年年底到今年初始,医药板块的强劲上行相应推高了行业市盈率水平,与其它行业的差距拉大,估值吸引力有所降低。同时,面对国内外整个经济形势的不乐观,目前医药行业总体上的快速增长也不同程度地出现一定的减缓。但考虑到增速减缓的主要原因更多地局限于医药行业内周期性较强的化学原料药分支行业,而且其继续下行的空间并不大;其次随着新“医改”的全面展开带来的对医药产品消费需求支持的进一步提升以及医药市场环境的进一步改善,医药行业长期稳定增长的基础依然较为稳固,未来可持续向好发展趋势更具确定性,我们依然给予医药行业“强于大市”的投资评级。其中,化学原料药行业中,虽然部分集中度较高的产业中,龙头企业的优势较为明显,未来可望保持平稳发展,但整个化学原料药行业难以短时间内重归上行通道,因而,继续给予化学原料药行业“中性”的投资评级;而中西制剂药行业随着新“医改”的全面展开,尤其是 8500 亿元的明确资金保障,公共投入的加大可望进一步提升对医药消费需求的支持,带来中西制剂药销售的持续稳定增长;并且随着改革的进一步深化,推动医药市场的全面开放,有利于优势企业实现稳定较快增长,继续给予中西制剂药行业“强于大市”的投资评级。其中,恒瑞医药(600276)、益佰制药(600594)在抗肿瘤药物及中成药与非处方药市场上拥有较为明显的产品及市场营销竞争优势,可望在后“医改”的市场竞争中占据优势;海正药业(600267)目前正致力于从单纯原料药向制剂药与原料药并重转型,公司在心脑血管类及抗肿瘤药物市场上的传统优势有望继续扩大,未来拥有良好的成长空间。给予“增持”的投资评级。

重点公司投资评级

Figure 13 重点股票池:

股票代码	股票简称	投资评级	市价	EPS			PE		
				2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
600276	恒瑞医药	增持	39.87	0.82	1.27	1.58	48.6	31.4	25.2
600267	海正药业	增持	16.00	0.44	0.55	0.70	36.4	29.1	22.9
600594	益佰制药	增持	10.85	0.42	0.55	0.70	25.8	19.7	15.5

*资料来源: 世纪证券研究所

恒瑞医药 (600276)

公司 2008 年全年营业收入仍然保持稳定增长, 且盈利能力有所提升, 公司主导产品的竞争实力与市场优势依然十分突出。公司的费用控制得到持续加强。

新医改全面展开将有利于具有行业龙头地位的恒瑞医药既有优势得到强化与扩大; 而抗肿瘤药物市场需求的持续快速增长亦将推动公司未来保持稳定增长的发展态势。凭借公司优势高效的营销平台以及良好的市场前景, 公司历经十余年着力开发的艾瑞昔布片一类新药与新一代抗感染创新药卡曲沙星等新产品有望在 2009 年获得生产批文, 从而带来新的利润来源, 推动公司总体业绩进入新一轮快速增长。

预测公司 2009 年、2010 年每股收益分别为 1.27 元和 1.58 元, 相应动态市盈率分别为 31.4 和 25.2 倍, 基于公司未来继续保持稳定增长的相对确定性预期, 继续给予公司“增持”的投资评级。

海正药业 (600267)

公司正在经历从以化学原料药产品为主的业务构成向具有更高盈利能力的制剂药产品主导的经营战略转型, 并获得强大的资金支持。在基础主业继续保持稳定增长同时, 制剂药项目进展顺利并逐步确立引导新增长的主导地位, 增长前景良好。因而, 公司估值也面临从针对化学原料药企业的估值向制剂药企业的转换, 从而带来更大的成长空间。

预测公司 2009 年、2010 年每股收益分别为 0.55 元和 0.70 元, 相应动态市盈率分别为 29.1 和 22.9 倍, 公司的主营业务转型赋予公司未来良好的业绩成长空间, 同时也带来公司的估值变化, 给予公司“增持”的投资评级。

益佰制药 (600351)

公司在抗肿瘤中成药与非处方中成药生产与营销拥有较为明显的

优势，近期股本构成变化推动公司治理结构改善，有利于理顺内部管理并提升经营效率。公司整体经营运行继续呈现向好转机，主营业务中具有突出优势的中成药 OTC 产品扭转了增幅下滑趋势，保持恢复性平稳增长态势；而以盈利能力较为突出的抗肿瘤以及心脑血管中药注射剂产品为主的处方药产品保持稳定较快增长。新“医改”的全面展开有利于公司具有较为突出市场营销优势的以普药为主的非处方药 OTC 产品以及以肿瘤、心脑血管等慢性病治疗药物为主、盈利能力更强、与西药制剂比较价格优势较为明显的中药处方药保持稳定较快增长。预测公司 2009 年与 2010 年每股收益分别为 0.55 与 0.70 元，与其它医药个股比较，目前公司估值具有一定的吸引力，建议“增持”。

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.