

张明芳 葛岩 吴斌 (实习)
 010-88087423
 zhangmf@cmschina.com.cn

2009年4月9日

遵循成长源动力和新医改导向，收集持有五类个股

医药行业2009年第二季度投资策略

日用消费

医药

推荐 (维持)

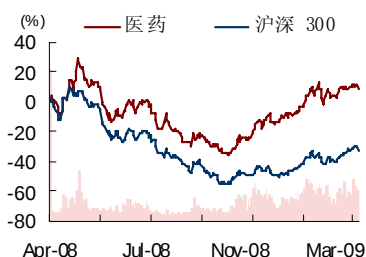
上证指数 2347

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	123	7.8
总市值 (亿元)	4463	2.7
流通市值 (亿元)	2894	4.4

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	2.1	42.2	2.7
相对表现	-6.4	19.7	39.0



相关报告

- 1、解析新医改实施方案出台，中长期利好八类药企 2009/4/7
- 2、医药周报(09.3.30-4.3)——各方观望医改细则和药价调整，不确定性影响板块表现 2009/3/30
- 3、医药行业 09 年 2 月月报——疫苗品种冷热不均，疫苗行业进入计划免疫主流时代 2009/2/6
- 4、医药周报 (09.3.16-3.20) ——回归确定性增长，冷静看待新医改 4 月推开 2009/3/16
- 5、华北制药调研报告——战略重组，公司治理、产品升级和新药上市有望在 2010 年全面突破 2008/12/16
- 6、华北制药深度研究——挺立基因生物制药潮头，舍我其谁？ 2009/2/12
- 7、天药股份深度研究——依托技术领先，整合全球皮质激素的长线白马 2009/2/27
- 8、东阿阿胶深度研究——引进多位腕级营销高手，突破就从 09 年起步 2009/2/24

敬请阅读末页的免责声明

□ 从“09 年季度业绩增速逐季加快”角度，我们主推 6 支个股：1、通化东宝：二季度出口增长开始显现。2、天药股份：3 月份进入出口旺季。3、东阿阿胶：二季度仍适度控货，但发货增加，09 年提价启动、进入价量齐升良性循环。4、天坛生物：疫苗政府招标 5 月完成，二季度麻风系列疫苗，尤其是“麻风腮三联疫苗”销量增加。5、华北制药：VC 停产检修影响了 1 月份出口量，产销量 2 月份恢复，且二季度完成新药公司资产注入。6、康美药业：二季度 2 个收购子公司开始贡献新增销售。

□ 投资策略：遵循成长源动力和新医改导向，收集和持有五类 15 支成长性突出个股。1、高毛利、高门槛的专科药物（肿瘤、糖尿病、免疫抑制剂和心脑血管疾病药等）消费快速增长，新医改凸显其性价比优势，推荐“恒瑞医药、通化东宝”。2、受益于新医改中央政府采购疫苗逐年增长、疫苗行业景气度上升。推荐“天坛生物、华兰生物”。3、新医改推动医药商业集中度提升，推荐直接受益公司“国药股份、一致药业、上海医药、南京医药、华东医药”，间接受益公司“复星医药”。4、品牌中药和健康消费品领域快速增长的优质公司，推荐“云南白药、康美药业”和营销显著提升的“东阿阿胶”。5、具备核心技术竞争力，通过资产重组和战略转型实现向上拐点。推荐天药股份、华北制药。关注上海医药和上实医药重组。

□ 09 年 1-2 月，医药行业销售收入和税前利润分别同比增长 19%、19.7%，占比较大的化学制剂药和化学原料药 2 个子行业增速下降，拉低了医药行业前两个月增速。行业毛利率 31.9%，同比略升 0.3 个百分点，期间费用率同比略降 0.3 个百分点，利润率同比略升 0.2 个百分点。其中，受医院限制大处方等因素影响，化学制剂药增速下滑，收入和利润分别增长 17%和 14%；大多数外向型的化学原料药受出口价量双降影响，导致同比收入和利润仅增长 7.2%和 5.9%，增长率最低。若剔除化学原料药子行业影响，医药行业销售收入和利润分别同比增长 22.7%、22.5%。中成药收入和利润分别增长 20.7%和 17%，基本平稳。1、中药饮片子行业增长最快，销售收入和利润分别增长了 73.8%和 96.8%。考虑到国家统计局统计的是规模以上企业，我们分析认为：受推行 GMP 认证驱动，我国中药饮片子行业进入集中度提升时期，市场份额向康美等龙头企业加速集中，行业竞争趋向有序健康。同时受基层医疗消费增长拉动，饮片市场需求也进入高速增长时期。2、生物制药子行业收入增长 18%，毛利率明显上升 3.7 个百分点，带动利润快速增长 40%。

□ 新医改实施方案是医药行业发展的里程碑，中长期利好八类药企。维持医药行业“推荐”投资评级。年初以来医药板块相对估值徘徊在历史低位，后续配套细则出台、诸多不确定性消除，将是板块上涨催化剂。09 年 1 季度发生 3 起跨国药企大并购，被收购目标已有或潜在的高利润生物制药产品线，指示了生物制药代表全球新药研发和增长的新势力。我们由此更应该关注我国基因生物药领域已经崭露头角的通化东宝和华北制药。

正文目录

第一部分：投资策略篇

一、投资策略：收集并持有五类确定性增长个股	5
1、投资策略框架：遵循医药成长源动力和新医改导向，收集和持有五类个股	5
2、从“09 年季度业绩增速逐季加快”角度，我们主推 5 支个股：	6
二、重点公司 09 年一季报前瞻：	8
三、市场表现：我们 1 季度主推 3 只个股跑赢大盘（华北制药、天药股份和康美药业）	10
四、新医改实施方案出台是板块催化剂，相对估值历史低位，维持医药行业“推荐”投资评级	10
我们的观点：新医改实施方案中长期利好八类药企	10
刚性消费需求增长是医药行业成长的源动力	13
平均溢价大盘 51%表现出较强防御性	13
今年初以来落后于大盘，相对估值历史低位	14
维持行业“推荐”评级	14

第二部分：09 年 1~2 月医药行业运行分析

一、总体延续了稳健较快增长	15
二、中药饮片子行业增速最快并显著加快，集中度提升	17
三、医院控制大处方，化学制剂药前两月增速明显下滑	17
四、中成药子行业前两月增速小幅下滑	18
五、生物制药子行业毛利率上升，利润增速超越行业平均，利润率保持最佳水平	19
六、受经济下行影响，化学原料药子行业增速显著下降	19

第三部分：疫苗专题研究

一、疫苗行业进入“计划免疫主流时代”，最看好疫苗是纳入计划免疫政府采购、供不应求和独家生产	21
1、疫苗行业从 2009 年开始进入“计划免疫主流时代”，各级 CDC 以计划免疫为首要任务	21
2、最看好“纳入计划免疫政府采购、供不应求和独家生产”疫苗	22
3、回顾 2008 年各大类疫苗批签发，锁定“麻风腮系列和“百白破系列”疫苗	22
二、优秀疫苗公司的标准：研发强大、GMP 生产国际水准、计划内计划外疫苗一体化经营、差异化营销模式	23
1、疫苗更新换代频度高，对研发积累和前瞻要求极高	23
2、多联合疫苗、癌症预防疫苗和治疗性疫苗是全球疫苗研发的大趋势，强大研发实力不可或缺	23
3、计划内和计划外疫苗一体化经营优势	24
4、差异化疫苗营销模式，远离价格恶性竞争	24
三、看好“麻风腮系列疫苗”和“无细胞百白破疫苗”，目前均为中国生物的独家品种	24
1、“麻风腮系列疫苗”病毒毒株知识产权只属于中国生物	24
2、麻疹疫苗：2012 年消灭麻疹，供应仍短缺	24
3、麻风二联疫苗：当前弥补三联市场供应大缺口，2011 年我国将对 0~6 岁儿童强化免疫麻风二联，其市场需求仍有大增长	27
4、无细胞百白破疫苗：替代老的全细胞百白破，升级换代机遇	27
四、乙肝疫苗 2010 年面临扩大计划免疫的重大政策机遇，天坛生物和华兰生物将受益	29

1、我国乙肝疫苗计划免疫覆盖人群将扩大到 15 岁，天坛生物和华兰生物 2010 年将受益	29
五、谨慎预期：“供求基本平衡和供大于求”疫苗的成长性：水痘、乙脑、狂犬、流脑和流感疫苗	31
1、水痘属于弱毒传染病、水痘疫苗终身免疫，市场容量偏小，供已过于求	31
2、裂解型流感疫苗：我国市场需求增长缓慢，供已过于求	32
4、乙脑疫苗：供略过于求，成都生研所“一枝独秀”	35
5、流脑疫苗：供过于求，四价流脑已有北京绿竹上市	37

第四部分：跨国药企大并购指示了生物制药增长新势力

图表目录

图 1：招商证券医药行业投资策略框架	5
图 2：1990~2008 年 18 年间医药行业销售复合增长 18.8%	13
图 3：1990~2008 年 18 年间医药行业利润复合增长 21.7%	13
图 4：2001 年至今医药板块相对 A 股 PE 平均溢价率为 51%	13
图 5：09 年 1 月 5 日以来，医药板块落后于 A 股和沪深 300	14
图 6：09 年 1~2 月医药行业销售收入和利润总额同比增长率	16
图 7：09 年 1~2 月医药行业毛利率和税前利润率	16
图 8：09 年 1~2 月医药各子行业销售收入占比	16
图 9：09 年 1~2 月医药各子行业利润总额占比	16
图 10：09 年 1~2 月中药饮片销售收入和利润总额同比增长率	17
图 11：09 年 1~2 月中药饮片毛利率和税前利润率	17
图 12：1~2 月化学制剂药销售收入和利润总额同比增长率	18
图 13：1~2 月化学制剂药毛利率和税前利润率	18
图 14：1~2 月中成药销售收入和利润总额同比增长率	18
图 15：1~2 月中成药毛利率和税前利润率	18
图 16：1~2 月生物制药销售收入和利润总额同比增长率	19
图 17：1~2 月生物制药毛利率和税前利润率	19
图 18：1~2 月化学原料药销售收入和利润总额同比增长率	20
图 19：1~2 月化学原料药毛利率和税前利润率	20
图 20：海关 VC 原料药出口价格走势	20
图 21：健康网 VC 原料药内销价格走势	20
图 22：2008 年麻疹疫苗批签发数量占比	25
图 23：2007 年麻疹疫苗批签发数量占比	25
图 24：2008 年麻腮风三联疫苗批签发数量占比	26
图 25：2007 年麻腮风三联疫苗批签发数量占比	26
图 26：2008 年百白破疫苗批签发数量占比	28
图 27：2007 年百白破疫苗批签发数量占比	28
图 28：2008 年无细胞百白破疫苗批签发数量占比	29
图 29：2007 年无细胞百白破疫苗批签发数量占比	29
图 30：2008 年 10ug 乙肝疫苗批签发数量占比	30
图 31：2007 年 10ug 乙肝疫苗批签发数量占比	30
图 32：2008 年 5ug 乙肝疫苗批签发数量占比	30
图 33：2007 年 5ug 乙肝疫苗批签发数量占比	30
图 34：2008 年 20ug 乙肝疫苗批签发数量占比	30
图 35：2007 年 20ug 乙肝疫苗批签发数量占比	30
图 36：2008 年水痘疫苗批签发数量占比	32

图 37: 2007 年水痘疫苗批签发数量占比.....	32
图 38: 2008 年裂解型流感疫苗批签发数量占比.....	33
图 39: 2007 年裂解型流感疫苗批签发数量占比.....	33
图 40: 2008 年狂犬疫苗批签发数量占比.....	35
图 41: 2007 年狂犬疫苗批签发数量占比.....	35
图 42: 2008 年乙脑疫苗(BHK)批签发数量占比.....	36
图 43: 2007 年乙脑疫苗(BHK)批签发数量占比.....	36
图 44: 06-08 年乙脑疫苗(VERO)批签发数量.....	37
图 45: 2008 年乙脑疫苗(VERO)市场份额.....	37
图 46: 2008 年流脑疫苗批签发数量占比.....	37
图 47: 2008 年流脑疫苗批签发数量占比.....	37
图 48: 惠氏 2003~2008 年间销售复合增长 8%.....	39
图 49: 惠氏 2003~2008 年间净利润复合增长 17%.....	39
图 50: 先灵葆雅 2003~2008 年间销售复合增长 17%.....	39
图 51: 先灵葆雅 2001~2008 年间的净利润.....	39
图 52: Genentech 2003~2008 年间销售复合增长 32%.....	40
图 53: Genentech 03~08 年间净利润复合增长 41%.....	40
表 1: 重点公司业绩预测和估值.....	8
表 2: 我们覆盖公司 09 年 1 季度业绩预览.....	9
表 3: 我们一季度主推 3 只个股跑赢大盘.....	10
表 4: 可能进入基本药物目录品种和相关企业.....	12
表 5: 我们分析新医改中长期利好八类药企.....	12
表 6: 09 年 1~2 月医药行业及各子行业经营指标总览.....	15
表 7: 09 年 1~2 月医药行业及各子行业费用率总览.....	15
表 8: 2007 年和 2008 年各大类疫苗批签发总览.....	22
表 9: 2008 年麻疹疫苗月度累计批签发数量.....	25
表 10: “麻腮腮三联疫苗”是我国政府免疫规划投入资金最大品种.....	26
表 11: 2008 年麻腮风三联疫苗月度累计批签发数量.....	26
表 12: 2008 年百白破疫苗月度累计批签发数量.....	28
表 13: 2008 年乙肝疫苗月度累计批签发数量.....	31
表 14: 2008 年水痘疫苗月度累计批签发数量.....	32
表 15: 2008 年裂解型流感疫苗月度累计批签发数量.....	33
表 16: 2008 年狂犬疫苗月度累计批签发数量.....	34
表 17: 2008 年乙脑疫苗月度累计批签发数量.....	36
表 18: 我们覆盖和关注上市公司 2008 年度经营表现.....	41

第一部分：投资策略篇

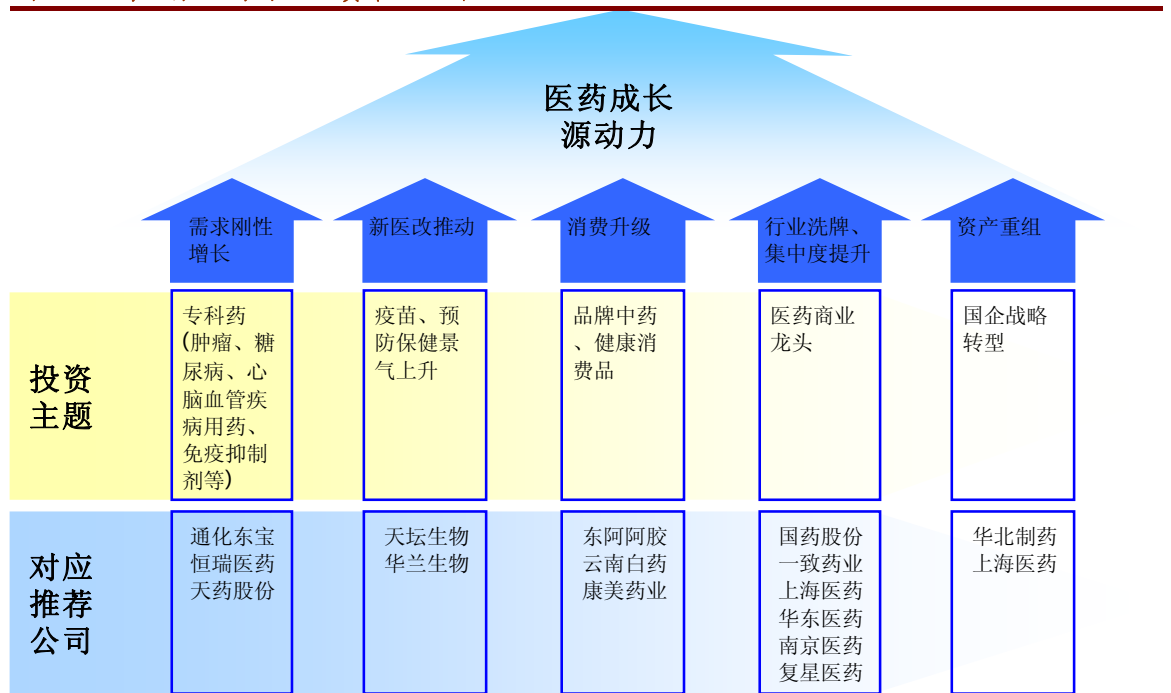
遵循医药成长源动力和新医改导向，收集持有五类个股

一、投资策略：收集并持有五类 15 支确定性增长个股

1、投资策略框架：遵循医药成长源动力和新医改导向，收集和持有五类个股

- 1、高毛利、高门槛的专科药物（肿瘤、糖尿病、免疫抑制剂和心脑血管疾病药等）消费快速增长，新医改医保付费机制凸显其性价比优势，推荐“恒瑞医药、通化东宝”。
- 2、受益于新医改中央政府采购疫苗逐年增长、疫苗行业景气度上升。推荐“天坛生物、华兰生物”。
- 3、新医改推动医药商业集中度提升，推荐直接受益公司“国药股份、一致药业、上海医药、南京医药、华东医药”，间接受益公司“复星医药”。
- 4、品牌中药和健康消费品领域快速增长的优质公司，推荐“云南白药、康美药业”和营销显著提升的“东阿阿胶”。
- 5、具备核心技术竞争力，通过资产重组和战略转型实现向上拐点。推荐天药股份、华北制药。关注上海医药和上实医药重组。

图1：招商证券医药行业投资策略框架



资料来源：招商证券研究

2、从“09 年季度业绩增速逐季加快”角度，我们二季度主推 6 支个股：

✓ 天坛生物：政府疫苗招标采购 5 月完成

疫苗政府招标采购 5 月完成，二季度麻风系列疫苗，尤其是“麻风腮三联疫苗”销量增加，利润增长贡献明显。

✓ 通化东宝：二季度胰岛素出口增长开始显现

1 季度国内市场胰岛素制剂销售同比增长了 40%，海外市场虽然尚没有表现出明显增长，但新确认了一些新增定单，如：新市场孟加拉国和伊朗，老市场乌克兰和波兰定单数量增加。其它国家定单正在陆续确认中。

我们预计，公司 09 年将出口胰岛素到新老发展中国家市场至少 200 吨。

巴西 540 公斤大市场今年中期招投标，一旦中标，对其股价是一大催化剂。

欧盟认证已经启动，09 年 4 月欧盟官员已来现场，资料审核已提交，国外临床试验已开始。

通化东宝胰岛素作为无动物源培养基组分的新市场，已经开始分批次做质量试验。维持“强烈推荐—A”评级。

✓ 天药股份：3 月份进入出口旺季

公司每年 1-2 月是销售淡季，3 月开始进入销售旺季。预计二季度业绩增速加快。

中期新董事长上任，新技术、新产品推出、新增市场销售，将是提升业绩和估值的催化剂。维持“强烈推荐—A”评级。

✓ 东阿阿胶：二季度仍适度控货，但发货增加，09 年提价启动、进入价量齐升良性循环

09 年 1 季度控制发货明显，渠道和终端存货恢复到正常水平，4 月 1 日公司提高了两大主导产品出厂价，阿胶提价 10%，复方阿胶浆提价 6%。二季度还将适度控制发货。

公司引进 3 位营销职业经理人后，营销管理水平将跃居业内首位，引导阿胶系列产品进入价量齐升良性循环。

我们预计，公司今年一季度和中期业绩增长平稳，若低于市场预期，股价回落反倒是最佳买点，维持“强烈推荐—A”评级。

✓ 华北制药：战略转型为生物制药

VC 停产检修影响了 1 月份出口量，产销量 2 月份恢复，VC 出口价格同比上涨了 31%。一季度出口价格在 10 美元/公斤以上。

预计二季度完成核心研发资产新药公司注入，华北制药将战略转型为我国生物制药和免疫抑制剂的龙头。详细请参阅 09 年 4 月 3 日调研报告和 2 月 12 日深度研究报告。维持“强烈推荐—A”评级。

✓ 康美药业：二季度 2 个收购子公司开始贡献新增销售

我们业内率先挖掘并持续强烈推荐的康美药业 09 年 1 季度业绩再超预期。其中：中药饮片和中药材贸易两项主要业务都实现了超过 100% 的销售增长。

受全行业推行 GMP 认证驱动，我国中药饮片子行业进入集中度提升时期，市场份额向康美等龙头企业加速集中，行业竞争趋向有序健康。受基层医疗消费增长拉动，饮片市场需求也进入高速增长时期。统计局刚刚公布了 09 年 1~2 月医药行业运行数据，中药饮片子行业销售收入同比增长 74%，增速同比上升了 33 个百分点。

全行业推行 GMP 认证为康美提供了收购北京隆盛堂和新开河红参的扩张机遇，公司整合正在稳步推进。4 月份隆盛堂开始向北京广安门中医院供货，5 月份开始零售连锁建“康美新开河红参专柜”，新利润增长点十分清晰。维持“强烈推荐—A”评级。

表1: 重点公司业绩预测和估值

投资主题	股票代码	收盘价 (09/4/3)	总股本 (亿)	总市值 (亿元)	EPS				PE				投资评级
					08A	09E	2010E	2011E	08A	09E	2010E	2011E	
向上拐点公司													
天药股份	600488	7.79	5.4	42	0.05	0.31	0.57	0.74	156	25	14	11	强烈推荐-A
华北制药	600812	9.28	10.3	95	0.29	0.50	0.80	1.02	32	19	12	9	强烈推荐-A
专科药													
恒瑞医药	600276	39.67	5.2	205	0.82	1.23	1.50	1.85	48	32	26	22	强烈推荐-A
通化东宝	600867	15.9	3.7	59	0.18	0.60	1.20	1.56	88	27	13	10	强烈推荐-A
品牌中药和健康消费品													
康美药业	600518	13.32	7.6	102	0.39	0.62	0.92	1.24	34	21	14	11	强烈推荐-A
东阿阿胶	000423	17.34	5.2	91	0.46	0.60	0.84	1.17	38	29	21	15	强烈推荐-A
云南白药	000538	36.28	5.3	194	0.86	1.12	1.56	1.95	42	32	23	19	强烈推荐-A
疫苗和血液制品													
天坛生物	600161	17.44	4.9	85	0.27	0.45	0.72	1.03	65	39	24	17	强烈推荐-A
华兰生物	002007	40.49	2.3	91	0.85	1.24	1.72	2.37	48	33	24	17	强烈推荐-A
上海莱士	002252	27.39	1.6	44	0.65	0.88	1.15	1.41	42	31	24	19	审慎推荐-A
医药商业													
国药股份	600511	27.98	2.4	67	0.80	1.03	1.29	1.68	35	27	22	17	强烈推荐-A
一致药业	000028	19.08	2.9	55	0.54	0.70	0.93	1.20	35	27	21	16	审慎推荐-A
上海医药	600849	10	5.7	57	0.14	0.18	0.22	0.26	71	56	46	38	中性-A
复星医药	600196	13.79	12.4	171	0.56	0.63	0.72	0.85	25	22	19	16	中性-A
南京医药	600713	8.21	2.5	21	0.12	0.24	0.26	0.29	68	34	31	28	中性-A
现代中药													
天士力	600535	14.55	4.9	71	0.53	0.64	0.90	1.18	27	23	16	12	审慎推荐-A
康缘药业	600557	18.29	2.7	49	0.53	0.70	0.93	1.19	35	26	20	15	审慎推荐-A
三九医药	000999	15.57	9.8	152	0.51	0.68	0.89	1.12	31	23	17	14	审慎推荐-A
千金药业	600479	21.07	1.8	38	0.72	0.83	0.98	1.16	29	25	22	18	审慎推荐-A

资料来源: 招商证券研究

二、重点公司 09 年一季报前瞻:

在我们覆盖跟踪的重点公司中, 09 年一季度预计主业净利润增长 80%以上的公司有: 天坛生物 (110%)、康美药业 (80%)、华北制药 (170%)。

预计主业净利润增长 30%左右的公司有: 通化东宝、云南白药、一致药业。

预计主业净利润增长 10%~30%以上的公司有: 东阿阿胶 (10%)、国药股份 (20%)、上海莱士 (10%)、华兰生物 (20%)、三九医药 (25%)、天士力 (25%)、康缘药业 (28%)。

表2: 我们覆盖公司09年1季度业绩预览

重点公司	评级	EPS								净利润增长率					预测说明
		1Q07	1H07	1-3Q07	07A	1Q08	1H08	1-3Q08	08A	1Q08	1H08	1-3Q08	08A	1Q09E	
专科药															
恒瑞医药	强烈推荐-A	0.17	0.36	0.58	0.96	0.17	0.37	0.53	0.82	1%	25%	10%	2%	170%	主业销售和利润增长18%，交易性金融资产表现为正3600万元，所得税率从25%降至15% 胰岛素国内市场同比增长40%，所得税率从25%降至15% 1、2月份为淡季，3月份进入旺季
通化东宝	强烈推荐-A	0.04	0.13	0.15	0.21	0.05	0.10	0.15		33%	-21%	1%		30%	
天药股份	强烈推荐-A	0.02	0.04	0.05	0.05	0.02	0.05	0.08	0.09	4%	39%	65%	92%	20%	
健康消费品															
康美药业	强烈推荐-A	0.10	0.14	0.20	0.32	0.08	0.17	0.24	0.39	172%	102%	83%	65%	80%	中药饮片和中药材贸易都同比增长100%以上，所得税率从25%降至15% 1季度控货，所得税率从25%降至15% 经营平稳
东阿阿胶	强烈推荐-A	0.11	0.16	0.23	0.39	0.13	0.23	0.32		57%	45%	42%		10%	
云南白药	强烈推荐-A	0.15	0.31	0.47	0.70	0.18	0.42	0.63		15%	34%	36%		30%	
血液和疫苗制品															
天坛生物	强烈推荐-A	0.08	0.17	0.26	0.32	0.05	0.12	0.20	0.27	-39%	5%	18%	27%	110%	麻风腮三联疫苗销量明显增长，新增利润贡献较大，所得税率从25%降至15% 1季度流感疫苗销售较少，依赖血液制品增长 经营平稳增长
华兰生物	强烈推荐-A	0.10	0.29	0.48	0.55	0.10	0.35	0.54	0.85	37%	48%	34%	55%	20%	
上海莱士	审慎推荐-A				0.68	0.26	0.53	0.62	0.75	61%	54%	29%	28%	10%	
医药流通															
国药股份	强烈推荐-A	0.28	0.55	0.81	0.99	0.36	0.45	0.64		28%	46%	42%		20%	销售收入同比增长17% 工业和商业销售都增长较快 医院回款帐期延长，销售收入同比增长2%左右 销售收入同比增长8%左右 非经常性收益同比减少
一致药业	强烈推荐-A	0.09	0.21	0.36	0.43	0.13	0.27	0.42	0.54	46%	28%	17%	24%	30%	
南京医药	中性-A	0.03	0.08	0.14	0.19	0.04	0.11	0.16	0.12	35%	38%	14%	-35%	3%	
上海医药	中性-A	0.07	0.12	0.15	0.12	0.04	0.08	0.14	0.14	1%	14%	31%	24%	18%	
复星医药	中性-A	0.08	0.16	0.23	0.51	0.16	0.40	0.49	0.56	158%	145%	115%	10%	-8%	
现代中药															
天士力	审慎推荐-A	0.07	0.20	0.29	0.37	0.08	0.20	0.32	0.52	99%	41%	36%	38%	25%	所得税率从25%降至15%，预计母公司销售收入增长18% 预计全年经营平稳增长 预计全年增长25%~30% 预计收入增长约26%
康缘药业	审慎推荐-A	0.12	0.23	0.42	0.62	0.17	0.20	0.36	0.53	57%	51%	45%	47%	28%	
三九医药	审慎推荐-A	0.02	0.09	0.15	0.29	0.08	0.21	0.38	0.51	242%	123%	132%	77%	25%	
千金药业	审慎推荐-A	0.13	0.30	0.67	1.15	0.13	0.36	0.59	0.72	29%	46%	5%	-25%	26%	
向上拐点公司															
华北制药	强烈推荐-A	0.01	0.01	0.05	0.06	0.02	0.09	0.17		27%	630%	255%		170%	1、2月份VC停产检修，销量减少，所得税率从25%降至15%

资料来源：招商证券研究

相关报告请参阅：

- 1、通化东宝深度研究——胰岛素新兴市场09年广布局、大收获
2008/11/5
- 2、东阿阿胶深度研究——引进多位腕级营销高手，突破就从09年起步
2009/2/24

- 3、天药股份深度研究——依托技术领先，整合全球皮质激素的长线白马
2009/2/27
- 4、华北制药深度研究——挺立基因生物制药潮头，舍我其谁？
2009/2/12
- 5、华北制药调研报告——我国生物制药龙头，重组人白蛋白引领产业革命
2009/4/2
- 6、医药行业 09 年 2 月月报——疫苗品种冷热不均，疫苗行业进入计划免疫主流时代
2009/2/6

三、市场表现：我们 1 季度主推 3 只个股跑赢大盘（华北制药、天药股份和康美药业）

09 年 1 季度，我们主推的 3 只个股明显跑赢大盘：华北制药上涨 58.6%，相对 A 股上涨 27.7%。天药股份上涨 43.7%，相对 A 股上涨 12.8%。康美药业上涨 42.7%，相对 A 股上涨 11.8 %。

表3：我们一季度主推的3只个股跑赢大盘

证券简称	一季度涨跌幅(%)	相对 A 股涨幅	证券简称	一季度涨跌幅(%)	相对 A 股涨幅
迪康药业	99.7	68.8	海南海药	50.2	19.3
中恒集团	97.0	66.1	西南药业	50.0	19.1
长春高新	81.9	51.0	华立药业	49.6	18.7
华神集团	78.8	47.9	太极集团	49.6	18.7
三普药业	66.3	35.4	天药股份	43.7	12.8
人福科技	65.9	35.0	康美药业	42.7	11.8
金宇集团	64.1	33.2	东阿阿胶	27.4	-3.5
武汉健民	63.5	32.6	天坛生物	21.8	-9.1
华邦制药	63.3	32.4	天士力	19.2	-11.7
钱江生化	61.1	30.2	通化东宝	13.8	-17.1
东北制药	60.8	29.9	华兰生物	6.2	-24.7
华北制药	58.6	27.7	云南白药	6.1	-24.8
通策医疗	55.3	24.4	上海莱士	5.0	-25.9
白云山 A	52.7	21.8	恒瑞医药	3.5	-27.4
天目药业	50.7	19.8	国药股份	-5.6	-36.5
亚宝药业	50.4	19.5			

资料来源：wind，招商证券研究

四、新医改实施方案出台是板块催化剂，相对估值历史低位，维持医药行业“推荐”投资评级

我们的观点：新医改实施方案中长期利好八类药企

4 月 6 日，中共中央、国务院公布了《关于深化医药卫生体制改革的意见》。

新医改实施方案围绕建设覆盖城乡居民的四大体系（公共卫生服务体系、医疗服务体系、医疗保障体系、药品供应保障体系），涵盖了公共卫生投入和中央地方政府分工、健全

城市医院和农村社区医院医疗服务、建立全民医保、推进公立医院改革和落实政府补助、药品经营分级分类管理、医疗服务分级定价、改革医保付费机制、探索注册医师多点执业、逐步取消以药补医、改革药品价格形成机制等 21 个方面。

以解决看病贵、看病难为目标，未来三年，中央财政投入 3318 亿元，地方政府配套投入 5100 多亿元，共 8500 亿医改资金重点投向新农合和城镇居民。2010 年政府补助标准提高到每人每年 120 元。3 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参保（合）率均达到 90% 以上；2009~2011 年基本医疗保障制度全面覆盖城乡居民。医保最高支付限额将提高到城乡居民人均收入的 6 倍。基本药物实行零差率、非基本药物实行差别差率来抑制高价药。未来 3 年医疗个人负担由 08 年 45% 降至 33%。

新医改实施方案对医药行业的上游（药品生产企业）、中游（药品流通经营）和下游（城市医院、社区医院、农村医院三级医疗网络和零售药店）都将产生深刻变革，引领药品研发创新、药品价格、药品销售使用朝向科学合理有序竞争，医药行业整合来临。

对应有八大投资主题：

1、医保管办分开，完善医保支付制度。政府购买医疗保障服务，探索委托具有资质的商业保险机构经办各类医疗保障管理服务，并积极探索建立医疗保险经办机构与医疗机构、药品供应商的谈判机制，发挥医疗保障对医疗服务和药品费用的制约和监控作用，积极探索按人头付费、按病种付费、总额预付等方式。我们认为，将有利于与进口药市场竞争、有性价比优势的专科药，相关受益公司有：恒瑞医药、通化东宝等。

2、利用药品价格杠杆鼓励企业自主创新。对新药和专利药逐步实行定价前药物经济性评价制度，对仿制药实行后上市价格从低定价，抑制低水平重复建设。我们认为，将有利于具备自主创新研发新药的企业，相关受益公司有：恒瑞医药、天士力、华北制药等。

3、国家制定基本药物零售指导价格，由省级人民政府确定统一招标采购价格。城乡基层医疗卫生机构应全部配备、使用基本药物，其他各类医疗机构也要将基本药物作为首选药物并确定使用比例。基本药物全部纳入基本医疗保障药物报销目录，报销比例明显高于非基本药物。我们认为，受益于“国家基本药物制度”、品牌和疗效突出的基本药物生产的相关公司有：东阿阿胶、天士力、云南白药、康美药业、千金药业、康缘药业、华北制药、同仁堂、金陵药业，天药股份，海正药业以及复星医药旗下江苏万邦等。

4、我们认为，将受益于“规范药品生产流通，药品经营许可分类分级管理、统一配送，减少中间环节”的相关公司有：国药控股、国药股份、华东医药、一致药业、南京医药、上海医药、复星医药等商业龙头。

5、发展药品现代物流和连锁经营，所有零售药店均应配备和销售基本药物。我们认为，零售业务受益的上市公司有：南京医药、上海医药、复星医药、辽宁成大、广州药业等。

6、加强对高风险品种生产的监管。我们认为，中药注射剂龙头企业中长期将受益，相关受益公司有：天士力、康缘药业等。

7、09~2010 年推进公立医院改革试点，形成多元化办医格局，鼓励民营资本举办非营利性医院。落实公立医院独立法人地位和政府补助，通过药品购销差别加价、设立药事服务费，逐步解决以药补医。受益于药事服务的上市公司有南京医药，受益于参与医疗业务的上市公司有康美药业、金陵药业等。

8、中央政府承担国家免疫规划、跨地区的重大传染疾病预防控制等公共卫生，促进城乡基本公共卫生服务逐步均等化。09 年人均基本公共卫生服务经费标准不低于 15 元，

到 2011 年不低于 20 元。受益于政府采购疫苗逐年增长的生产企业有：天坛生物、华兰生物。

表4：可能进入基本药物目录品种和相关企业

生产企业	可能进入基本药物目录品种
东阿阿胶	阿胶浆
康美药业	大部分中药饮片（虫草、西洋参除外）
千金药业	妇科千金片
天士力	复方丹参滴丸
通化东宝	胰岛素
华北制药	阿莫西林等 90 个产品
恒瑞医药	环磷酰胺
三九医药	正天丸、三九胃泰、参附注射液 3 个独家品种及其它
金陵药业	脉络宁注射液
天药股份	皮质激素地塞米松等
海正药业	表阿霉素
复星医药旗下江苏万邦	动物胰岛素
康缘药业	桂枝茯苓胶囊

资料来源：招商证券研究

表5：我们认为新医改中长期利好八类药企

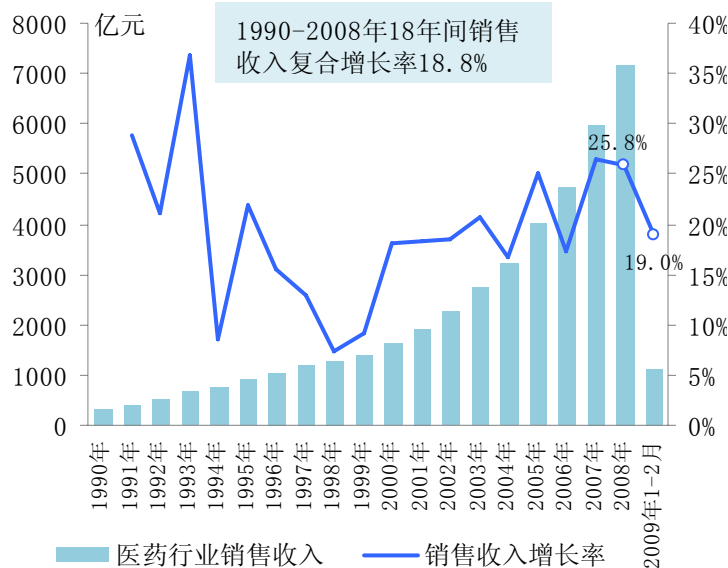
新医改中长期利好八类药企	相关政策	受益公司
有性价比优势的专科药生产企业	医保按人头付费、病种付费、总额预付	恒瑞医药、通化东宝
自主创新药生产企业	利用价格杠杆鼓励创新、新药药物经济性评价制度、仿制药后上市从低定价制度、抑制低水平重复建设	恒瑞医药
商业龙头	行业整合、分级分类管理	国药股份、华东医药、一致药业、南京医药、上海医药、复星医药
连锁药店	发展药品现代物流和连锁经营	南京医药、上海医药、复星医药、辽宁成大、广州药业
品牌基本药物生产企业	建立基本药物制度、各省组织招标生产、提高医疗报销比例	东阿阿胶、康美药业、云南白药、千金药业、华北制药、天士力、三九医药、康缘药业
疫苗生产企业	中央政府负担国家免疫规划	天坛生物、华兰生物
医疗器械类生产企业	强化区域卫生规划、开发生产适合我国国情的医疗器械、政府补助公立医院设备购置	迈瑞医疗、鱼跃医疗等
民营医院	多元化办医格局	康美药业

资料来源：招商证券研究

刚性消费需求增长是医药行业成长的源动力

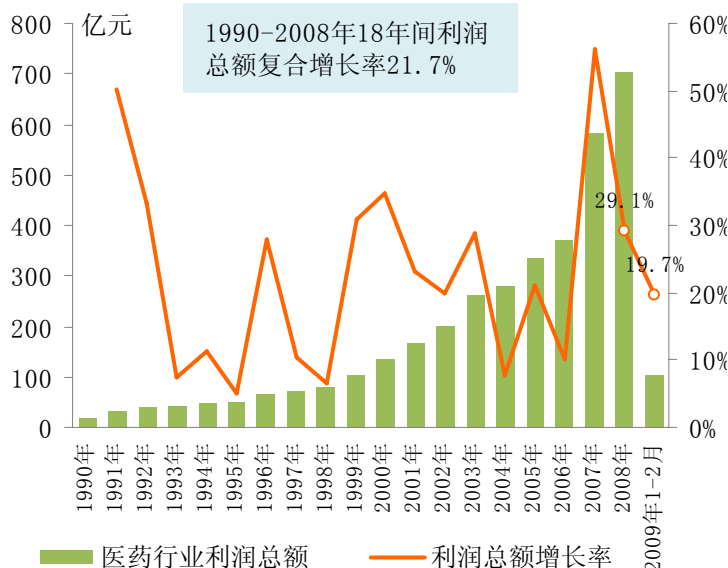
我们统计了 1990~2009 年 1~2 月，18 年间医药行业销售收入复合增长了 18.8%，税前利润复合增长了 21.7%，表现出较强的抗周期的消费刚性增长，成长性突出。

图 2: 1990~2008 年 18 年间医药行业销售复合增长 18.8%



资料来源：中经网，图中所示百分比为 08 年 12 月和 09 年 2 月数据

图 3: 1990~2008 年 18 年间医药行业利润复合增长 21.7%

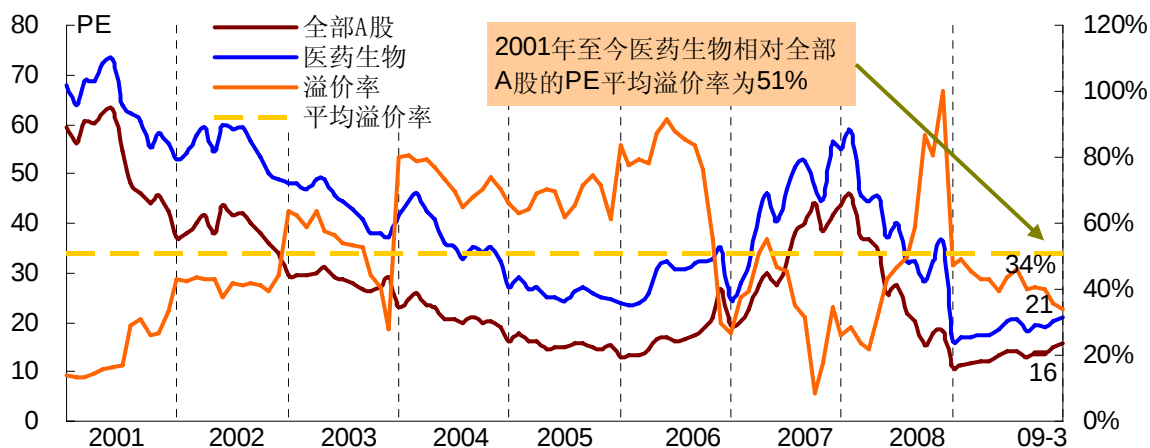


资料来源：中经网，图中所示百分比为 08 年 12 月和 09 年 2 月数据

平均溢价大盘 51%表现出较强防御性

2001 年以来，医药生物板块相对全部 A 股当年预测 PE 平均溢价率为 51%。

图 4: 2001 年至今医药板块相对 A 股 PE 平均溢价率为 51%



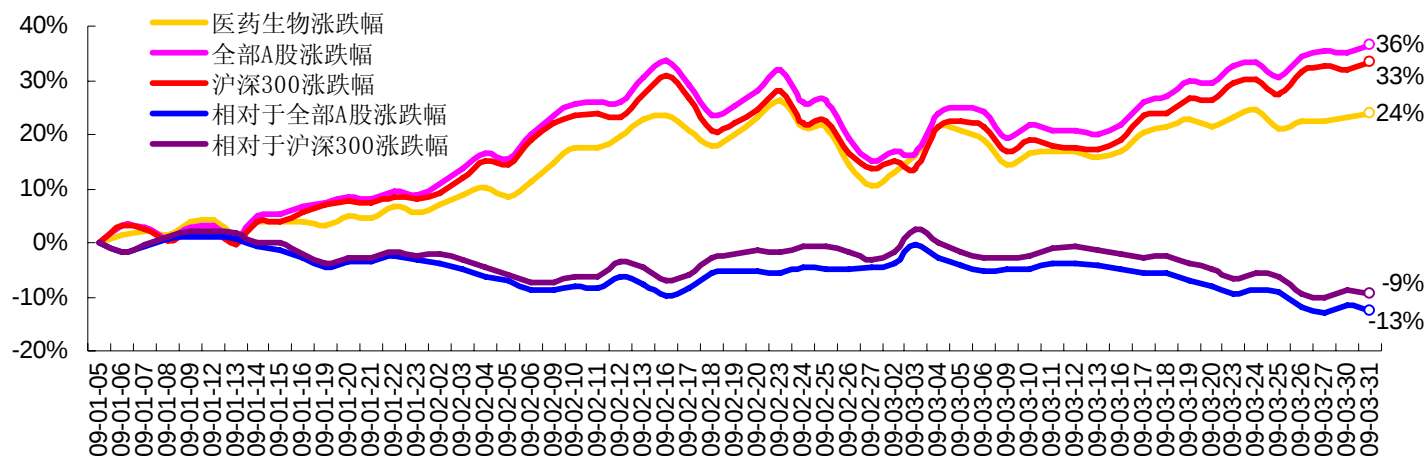
资料来源：wind，招商证券研究

今年初以来落后于大盘，相对估值历史低位

09年1月5日以来，医药生物板块上涨24%，落后A股13%，落后沪深300 9%。4月3日09年预测PE22倍，相对A股估值溢价30%，远低于历史平均溢价率51%。

一线医药股恒瑞医药、云南白药、华兰生物等09年预测PE普遍在30倍以上，二线医药股09年预测PE在20~30倍之间。

图5：09年1月5日以来，医药板块落后于A股和沪深300



资料来源：wind，招商证券研究

维持行业“推荐”评级

我们维持医药行业“推荐”投资评级。年初以来，受不确定影响，医药板块表现落后于大盘，随着新医改实施方案的公布，前期制约板块估值水平的不确定性逐步消除，板块面临全面补涨。

第二部分：09 年 1~2 月医药行业运行分析

一、总体延续了稳健较快增长

09 年 1~2 月，医药行业销售收入和税前利润分别同比增长 19%、19.7%，占比较大的化学制剂药和化学原料药 2 个子行业拉低了医药行业前两个月增速。中成药和中药饮片 2 个子行业销售增长高于行业平均，生物制药和中药饮片 2 个子行业利润增长高于行业平均。

若剔除化学原料药子行业影响，医药行业销售收入和利润分别同比增长 22.7%、23%。

表6：09年1~2月医药行业及各子行业经营指标总览

	销售收入 同比增长率		营业成本 同比增长率		利润总额 同比增长率		毛利率		利润率	
	09年1-2月 %	同比变化 +/- %	09年1-2月 %	同比变化 +/- %	09年1-2月 %	同比变化 +/- %	09年1-2月 %	同比变化 +/- %	09年1-2月 %	同比变化 +/- %
医药行业整体	19.0	-13.2	19.0	-13.2	19.7	-31.7	31.9	0.3	9.2	0.2
化学制剂药	17.0	-14.1	16.2	-15.8	14.0	-45.2	39.9	0.2	11.3	-0.2
中成药	20.7	-5.1	23.8	-4.3	17	-16.2	36.8	-1.7	8.6	-0.1
生物制药	18.5	-13.7	15.2	-15.4	40.3	-2.2	33.1	3.7	13.0	2.2
化学原料药	7.2	-26.4	4.79	-25.6	5.9	-53.6	22.5	1.5	6.4	-0.4
中药饮片	73.8	33.5	84.3	42.5	96.8	54.7	18.3	-5.3	7.3	1.4

资料来源：中经网，招商证券研究

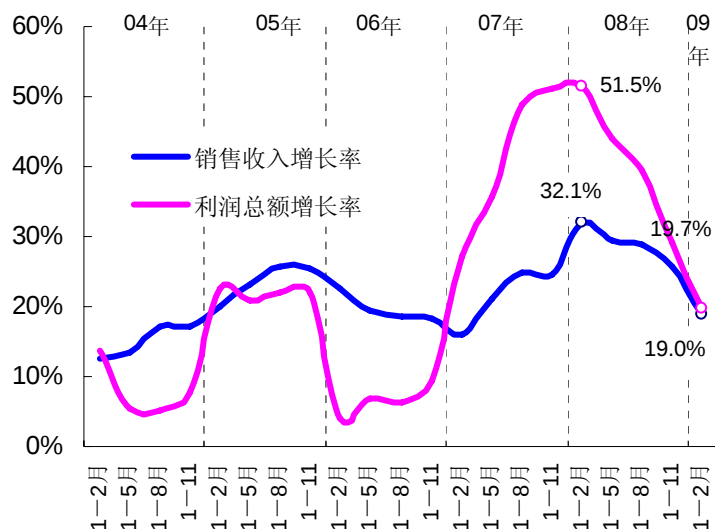
09 年 1~2 月医药行业毛利率 31.9%，同比略升 0.3 个百分点，期间费用率同比略降 0.3 个百分点，利润率同比略升 0.2 个百分点。

表7：09年1~2月医药行业及各子行业费用率总览

	营业费用率		管理费用率		财务费用率		期间费用率	
	09年1-2月 %	同比变化 +/- %	09年1-2月 %	同比变化 +/- %	09年1-2月 %	同比变化 +/- %	09年1-2月 %	同比变化 +/- %
医药行业整体	12.0	-0.3	7.5	0.2	1.6	-0.1	21.1	-0.3
化学制剂药	17.8	-0.9	8.6	0.7	1.3	0.2	27.7	0
中成药	16.7	-0.9	8.0	-0.9	1.4	-0.5	26.1	-2.3
生物制药	8.1	0.3	8.6	0.9	1.2	-0.6	17.9	0.6
化学原料药	5.1	0.4	6.8	0.7	2.4	0.2	14.4	1.3
中药饮片	4.3	-2.0	4.1	-1.5	1.2	-0.5	9.7	-4.0

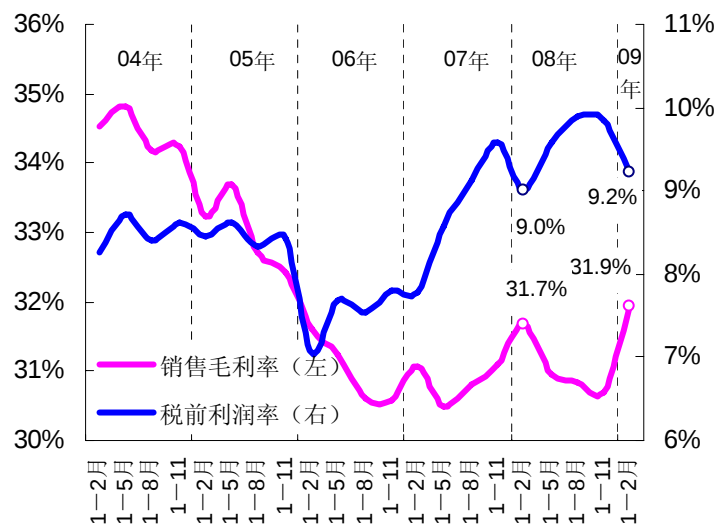
资料来源：中经网，招商证券研究

图 6: 09 年 1-2 月医药行业销售收入和利润总额同比增长率



资料来源: 中经网, 图中所示百分比为 08 年 2 月和 09 年 2 月数据

图 7: 09 年 1-2 月医药行业毛利率和税前利润率

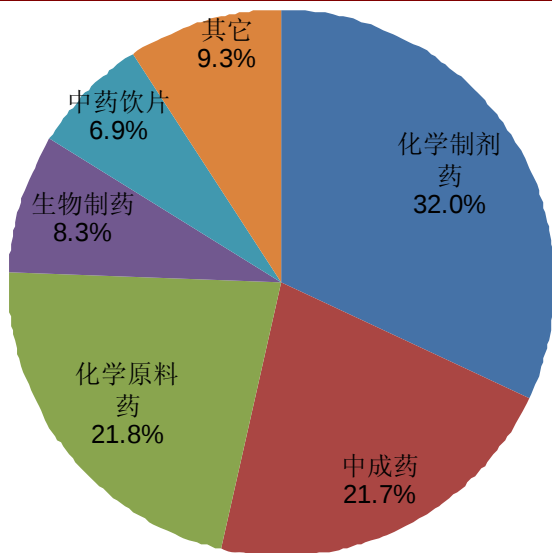


资料来源: 中经网, 图中所示百分比为 08 年 2 月和 09 年 2 月数据

从销售收入占比来看, 09 年 1-2 月份依然是化学制剂药、化学原料药、中成药 3 个子行业, 依次占 32%、21.8%、21.7%, 而生物制药和中药饮片的收入规模较小, 分别占 8.3%和 6.9%。

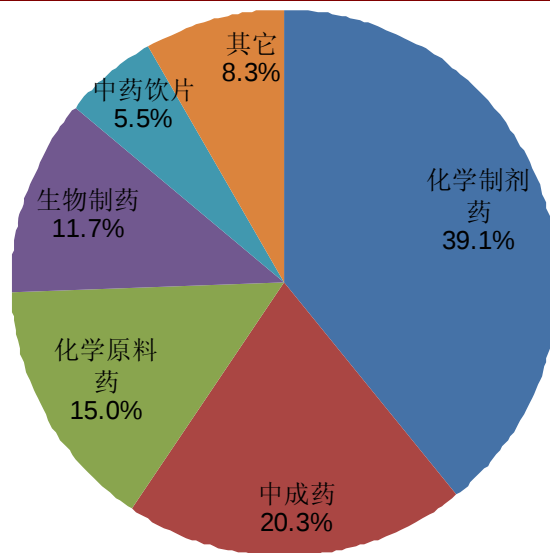
从利润占比来看, 化学制剂药仍占据最大份额 39.1%, 中成药、化学原料药、生物制药和中药饮片依次占比 20.3%、15%、11.7%和 5.5%。

图 8: 09 年 1-2 月医药各子行业销售收入占比



资料来源: 中经网, 招商证券

图 9: 09 年 1-2 月医药各子行业利润总额占比



资料来源: 中经网, 招商证券

二、中药饮片子行业增速最快并显著加快，集中度提升

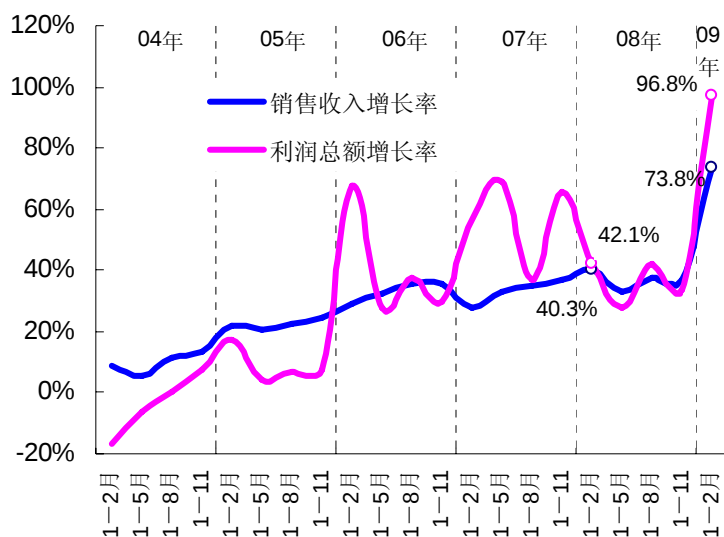
09 年 1-2 月份，中药饮片子行业增长最快，销售收入同比增长 73.8%，增速同比显著加快了 33.5 个百分点。税前利润同比增长了 96.8%，增速同比显著加快了 54.7 个百分点。利润率 7.3%，同比上升 1.4 个百分点，近 3 年利润率持续上升。

考虑到国家统计局统计的是规模以上企业，我们分析认为：受推行 GMP 认证驱动，我国中药饮片子行业进入集中度提升时期，规模以上饮片企业数量增加，规模效应体现。市场份额向康美等龙头企业加速集中，行业竞争趋向有序健康。同时受基层医疗消费增长拉动，饮片市场需求也进入高速增长时期。

中药饮片毛利率 18.3%，同比下降了 5.3 个百分点，我们分析原因：中药饮片全行业推行 GMP 认证、生产成本同比上升导致毛利率下滑。

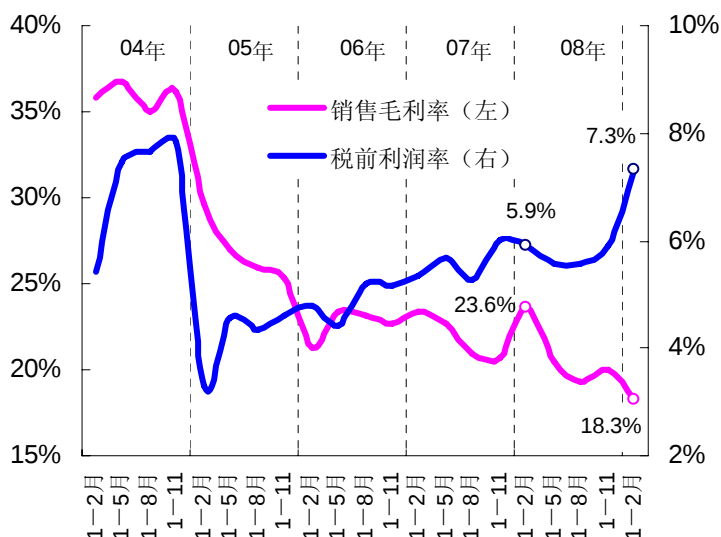
期间费用率 9.7%，同比下降 4 个百分点。其中：销售费用率、管理费用率和财务费用率分别下降 2、1.5、0.5 个百分点。

图 10：09 年 1~2 月中药饮片销售收入和利润总额同比增长率



资料来源：中经网，招商证券

图 11：09 年 1~2 月中药饮片毛利率和税前利润率

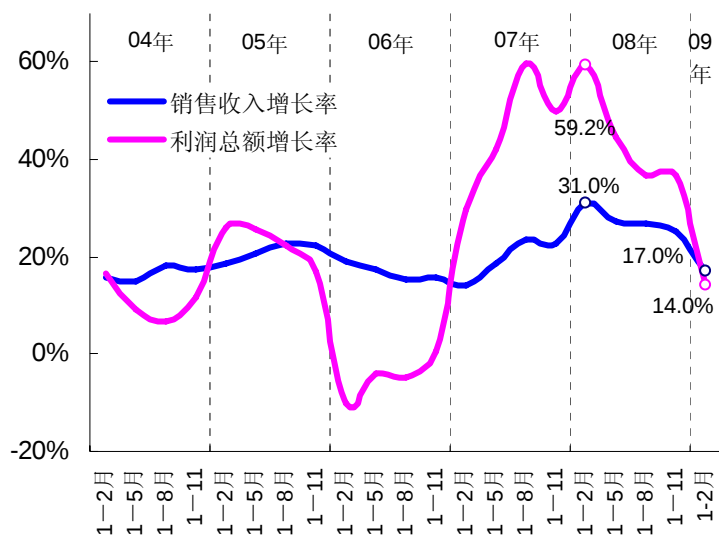


资料来源：中经网，招商证券

三、医院控制大处方，化学制剂药前两月增速明显下滑

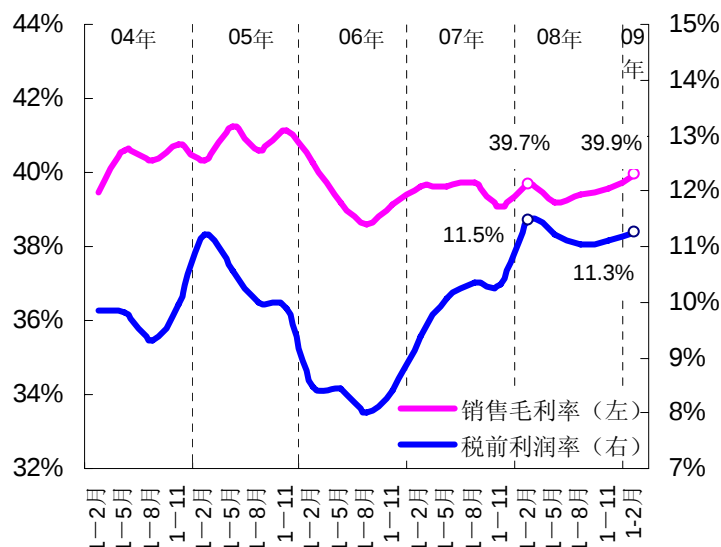
09 年 1-2 月，受医院限制大处方等因素影响，化学制剂药收入和利润分别增长 17% 和 14%，增速分别明显下降了 14.1 和 45.2 个百分点。销售毛利率 39.9%，同比略升 0.2 个百分点。期间费用率 27.7%，同比持平。利润率 11.3%，同比微降 0.2 个百分点。

图 12: 1~2 月化学制剂药销售收入和利润总额同比增长率



资料来源: 中经网, 招商证券

图 13: 1~2 月化学制剂药毛利率和税前利润率



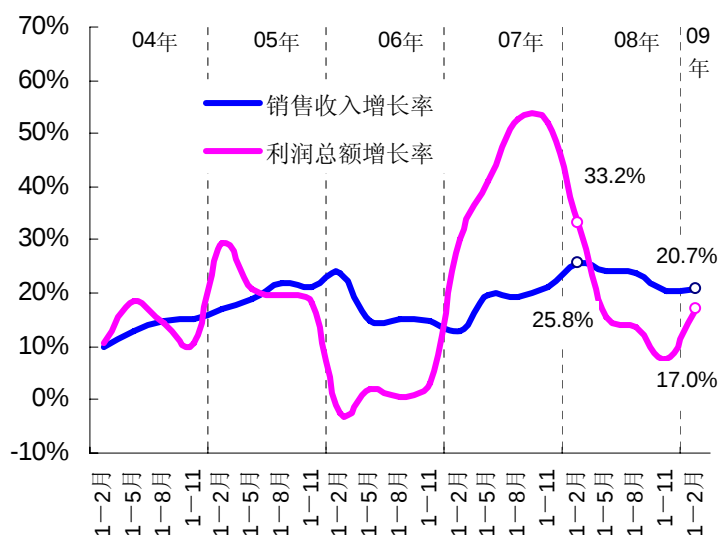
资料来源: 中经网, 招商证券

四、中成药子行业前两月增速小幅下滑

09 年 1-2 月, 中成药子行业销售收入和利润分别增长 20.7% 和 17%, 增速同比分别下降了 5.1 和 16.2 个百分点。

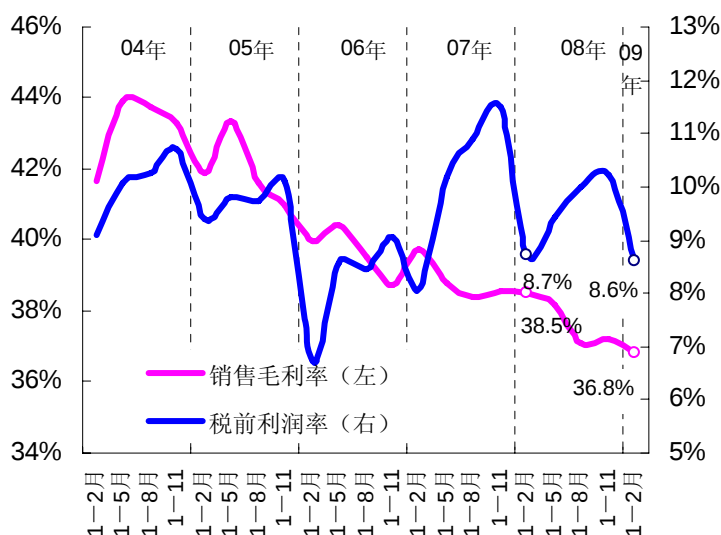
毛利率 36.8%, 同比下降 1.7 个百分点。期间费用率 26.1%, 同比下降 2.3 个百分点。利润率 8.6%, 同比微降 0.1 个百分点。

图 14: 1~2 月中成药销售收入和利润总额同比增长率



资料来源: 中经网, 招商证券

图 15: 1~2 月中成药毛利率和税前利润率



资料来源: 中经网, 招商证券

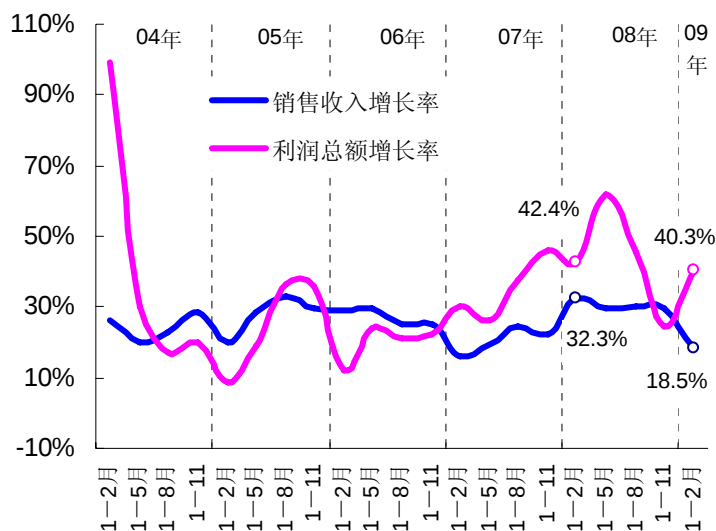
五、生物制药子行业毛利率上升，利润增速超越行业平均，利润率保持最佳水平

09 年 1-2 月，生物制药子行业收入增长 18%，毛利率明显上升 3.7 个百分点，带动利润快速增长 40%。

期间费用率 17.9%，同比上升了 0.6 个百分点。

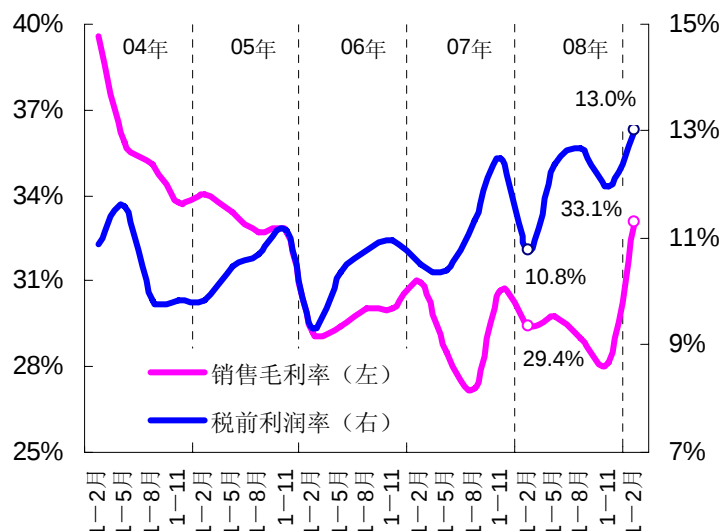
生物制药利润率 13%，同比上升 2.2 个百分点，保持在医药各子行业内最佳水平。

图 16：1~2 月生物制药销售收入和利润总额同比增长率



资料来源：中经网，招商证券

图 17：1~2 月生物制药毛利率和税前利润率



资料来源：中经网，招商证券

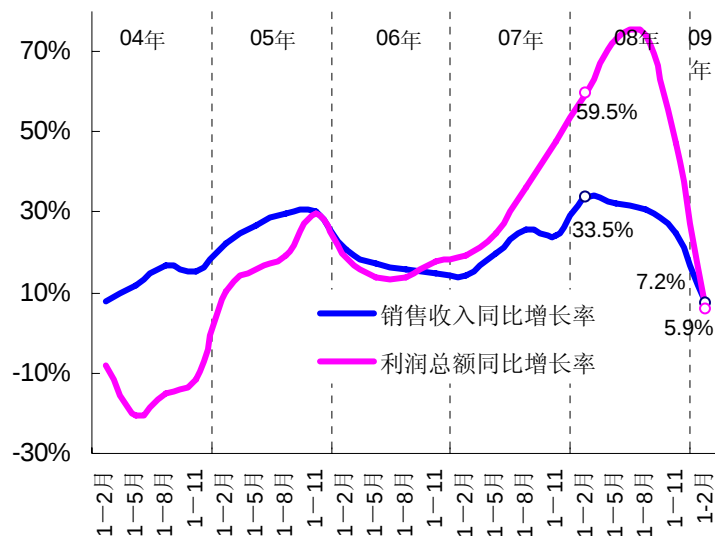
六、受经济下行影响，化学原料药子行业增速显著下降

09 年 1-2 月，大多数外向型的化学原料药受出口价量双降影响，导致同比收入和利润仅增长 7.2% 和 5.9%，增速同比显著下降了 26.4 和 53.6 个百分点，增速在各子行业中表现最低。

毛利率 22.5%，同比上升 1.5 个百分点。期间费用率 14.4%，同比上升 1.3 个百分点。利润率 6.4%，同比下降 0.4 个百分点。

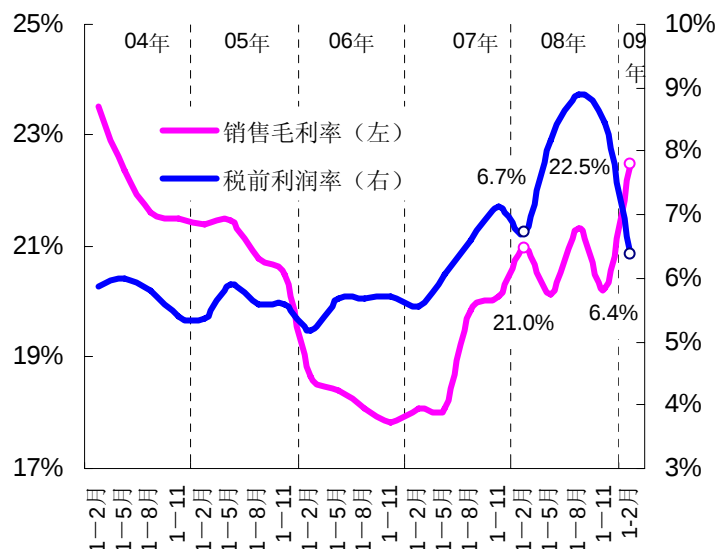
08 年 1-2 月，化学原料药处于高景气度期，08 年下半年，受全球经济下行影响，需求回落，原材料价格回落致售价下降、增速显著放缓。

图 18: 1~2 月化学原料药销售收入和利润总额同比增长率



资料来源: 中经网, 招商证券

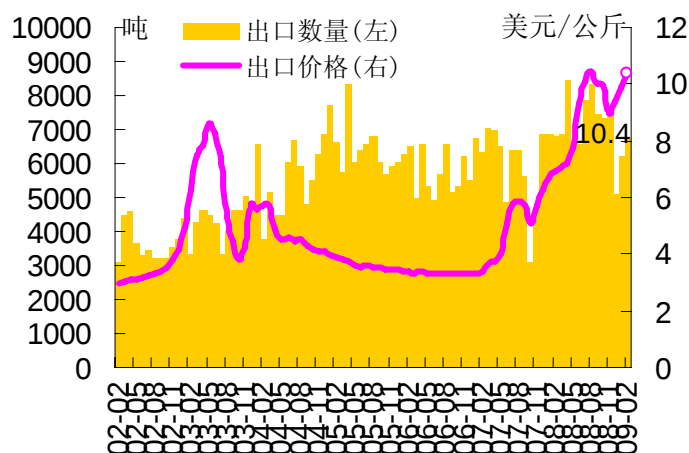
图 19: 1~2 月化学原料药毛利率和税前利润率



资料来源: 中经网, 招商证券

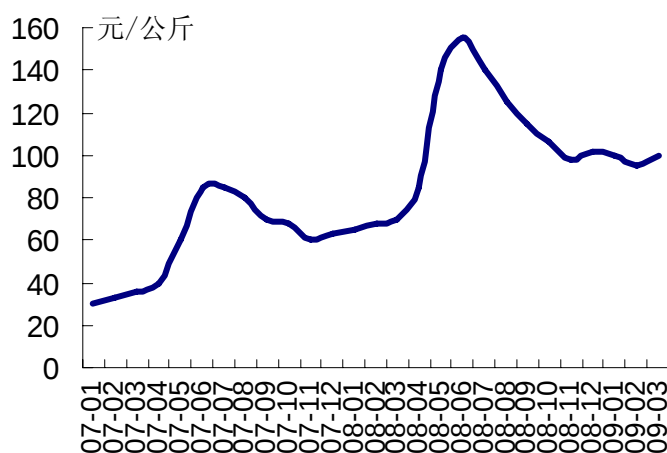
维生素 C 下游需求稳定, 基本不受经济下行影响。海关数据显示: 08 年 11 月出口均价 9 美元/公斤, 12 月出口均价 9.4 美元/公斤, 09 年 1 月出口均价 9.9 美元/公斤, 09 年 2 月出口均价 10.4 美元/公斤。

图 20: 海关 VC 原料药出口价格走势



资料来源: 海关, 招商证券

图 21: 健康网 VC 原料药内销价格走势



资料来源: 健康网, 招商证券

第三部分：疫苗专题研究

疫苗品种冷热不均，疫苗行业进入计划免疫主流时代

核心观点：

- 医改新形势下,疫苗行业 09 年开始进入计划免疫主流时代。08 年中央政府投入 27.2 亿元用于扩大计划免疫, 麻风二联和麻风腮三联疫苗、甲肝、流脑等 7 种疫苗新进入计划免疫, 我国各省、市级 CDC 以完成计划免疫为首要任务, 计划免疫疫苗销售额占比迅速上升。计划免疫疫苗成为与 CDC 合作的“敲门砖”, 计划内计划外疫苗一体化经营优势和先发优势开始显现, 承担国家计划免疫 97% 任务的天坛生物和其股东中国生物的行业地位和话语权进一步凸显。我们认为优秀疫苗公司应具备“强大研发、GMP 生产国际水准、计划内计划外疫苗一体化经营和差异化营销模式”的素质。
- 疫苗品种冷热不均, 未来三年我们最看好纳入计划免疫政府采购、供不应求和独家生产的“麻风腮系列疫苗”、“无细胞百白破疫苗”, 以及 2010 年将面临扩大覆盖人群机遇的乙肝疫苗。“麻风腮系列疫苗”和“无细胞百白破疫苗”的知识产权由中国生物所有, 由中国生物独家生产。外国企业或研发不同病毒株, 或从国外引进新毒株, 短时间内很难进入。我们建议谨慎预期“供求基本平衡和供大于求”疫苗的成长性: 水痘、乙脑、狂犬、流脑和流感疫苗 5 种疫苗。
- “麻风腮三联疫苗”是国家计划免疫投入资金最大疫苗, 容量高达 10 亿元, 当前供应短缺。“麻风二联疫苗”当前弥补其市场供应大缺口, 2011 年我国将对 0~6 岁儿童强化免疫“麻风二联”, 其市场需求仍有大增长。“麻风二联疫苗”和“麻风腮三联疫苗”是天坛生物未来年度确定的最大的利润增长点。乙肝疫苗 2010 年将其覆盖人群从当前的新生儿扩大到 15 岁以下群体, 天坛生物和华兰生物将受益。
- 强烈推荐“天坛生物、华兰生物”。天坛生物 2009~2011 年持续快速增长, 增速逐年加快。预计 08 年 EPS0.27 元 (同比增长 28%), 09 年 EPS0.45 元 (同比增长 99%、考虑股本摊薄 21%和合并成都蓉生)。2010 年 EPS0.72 元 (同比增长 60%)。公司 09 年销售规模将跃升为行业领头羊。“内生增长+外延收购”, 其长期战略投资价值日益明显。我们也看好华兰生物疫苗经营快速增长和利润贡献。

一、疫苗行业进入“计划免疫主流时代”, 最看好疫苗是纳入计划免疫政府采购、供不应求和独家生产

1、疫苗行业从 2009 年开始进入“计划免疫主流时代”, 各级 CDC 以计划免疫为首要任务

2008 年, 我国政府扩大免疫规划 (实施 EPI), 计划免疫疫苗从 7 种增加到 15 种, 同时, 疫苗所覆盖人群不断扩大。

疫苗全行业来看: 2008 年之前, 我国计划免疫疫苗销售额占比不足 40%。从 2008 年

开始，中央政府投入 27.2 亿元用于扩大计划免疫，麻风二联和麻风腮三联疫苗、甲肝、流脑等 7 种疫苗新进入计划免疫，计划免疫疫苗销售额占比迅速上升，我们测算 09 年将上升到疫苗全行业的 50% 以上。计划免疫主流时代已经来临。

以天坛生物为例，公司计划免疫疫苗销售占比 2009 年将大幅上升了 20 个百分点，从原 50% 上升到了 70%。

在新医改加强公共卫生体系建设的新形势下，我国各省、市级 CDC 以完成计划免疫为首要任务，计划免疫疫苗成为与 CDC 合作的“敲门砖”。

中国生物技术集团公司（简称中国生物，天坛生物的控股股东）的行业地位和话语权进一步凸显，中国生物成为 CDC 依赖的、完成国家计划免疫的中流砥柱，其占有计划免疫的市场份额将上升到 97% 以上。

2、最看好“纳入计划免疫政府采购、供不应求和独家生产”疫苗

未来趋势：

我国 2009~2011 年，中央财政和地方财政在推进新医改中，势必继续增加计划免疫的资金投入，进一步扩大计划免疫疫苗的覆盖人群。计划免疫占主流更加明显。

鉴于我国疫苗行业开始进入计划免疫主流时代，我们提出清晰的看好疫苗的判断标准：纳入计划免疫政府采购，供不应求和独家生产。

3、回顾 2008 年各大类疫苗批签发，锁定“麻风腮系列和“百白破系列”疫苗

我们从中检所 2008 年疫苗批签发数据中，统计了各大类疫苗批批检合格的供应量。

我们看好：

2009 年将供不应求的疫苗品种是“麻风系列疫苗”和“百白破系列”疫苗。

其中，“麻风腮系列疫苗”包括：麻风腮三联疫苗、麻风二联疫苗和麻疹单价疫苗。

考虑疫苗升级换代的必然趋势，我们看好“百白破系列”疫苗中的无细胞百白破。

表 8：2007 年和 2008 年各大类疫苗批签发总览

单位：万人份	2007 年	2008 年	增长量	同比增长(%)	市场需求量
我们看好：09 年供不应求疫苗：					
麻腮风三联	340	819	478	141%	3200 万人份以上
麻风二联	无	2025	2025		适用于强化免疫，需求量高达 9600 万人份
麻疹	4390	9707	5317	121%	2 亿剂次以上
百白破疫苗	2164	2738	574	27%	3200 万人份以上
其中：全细胞型	1718	1796	77	4%	
无细胞型	446	943	497	112%	

我们判断：面临政策机遇、将供不应求疫苗

乙肝疫苗	10580	11654	1073	10%	2010 年计划免疫将扩大覆盖到 0-15 岁人群
------	-------	-------	------	-----	---------------------------

中性：供求基本平衡疫苗

脊灰糖丸	13516	16632	3116	23%	1.6 亿人份
甲肝疫苗	1925	2092	167	9%	2000 万人份左右
b 型流感嗜血杆菌结合疫苗	1465	2002	537	37%	2000 万人份左右
水痘	572	1198	626	109%	有疫情刺激时，需求 1000 万人份左右
地鼠肾细胞乙脑疫苗	2340	2810	470	20%	国内乙脑疫苗计划免疫需求 2000 万人份，成都所出口印度等国
Vero 乙脑疫苗	304	277	-27	-9%	

需谨慎：供过于求疫苗

裂解流感疫苗	2423	3036	613	25%	2000 万人份左右
流脑	8662	13843	5181	60%	2000 万人份左右
狂犬疫苗	1381	1916	535	39%	1200 万人份

资料来源：招商证券研究

二、优秀疫苗公司的标准：研发强大、GMP 生产国际水准、计划内计划外疫苗一体化经营、差异化营销模式

中长期来看，我们提出，好的疫苗公司的必备素质和判断标准：强大的研发实力、符合国际 GMP 水准的现代化生产、计划内计划外疫苗一体化经营、差异化营销模式。

1、疫苗更新换代频度高，对研发积累和前瞻要求极高

疫苗以预防疾病为主，适用于健康人群，对预防效果和副反应控制的双重需求，驱使疫苗品种升级换代频度高，对生产企业的研发积累、前瞻性研发要求极高。

2、多联合疫苗、癌症预防疫苗和治疗性疫苗是全球疫苗研发的大趋势，强大研发实力不可或缺

我们早在 2007 年多篇研究报告中指出：跨国疫苗巨头引领着全球疫苗研究开发的趋势，开发多联合疫苗、癌症预防疫苗和治疗性疫苗。

多联合疫苗：“麻风腮三联疫苗”和“百白破三联疫苗”早已成熟，“麻风腮+水痘”四联疫苗和“百白破疫苗+Hib”四联疫苗在国外已上市，我国的中国生物正在引领我国疫苗研发的先锋，将率先开发出国产的“麻风腮+水痘”四联疫苗和“百白破疫苗+Hib”四联疫苗。

癌症预防疫苗：由默克开发出来的预防宫颈癌疫苗 Gardasil 已连续两年销售快速增长。

治疗性疫苗：治疗乙型肝炎的治疗性疫苗正在临床试验中，其中，天坛生物和复旦大学联合开发的治疗性乙肝疫苗（乙克）正在 III 期临床试验过程中。

3、计划内和计划外疫苗一体化经营优势

在新医改加强公共卫生体系建设的新形势下，我国各省、市级 CDC 以完成计划免疫为首要任务，计划免疫疫苗成为与 CDC 合作的“敲门砖”。

因此，计划内疫苗和计划外疫苗具备一体化经营优势。

4、差异化疫苗营销模式，远离价格恶性竞争

一个真正在生产工艺和质量标准方面领先的疫苗品种，应该采取“差异化竞争的学术推广销售模式”，而不是急功近利的“底价打包销售”。从而最终远离产能过剩时的价格恶性竞争。

杰出代表是我们成功推荐的辽宁成大控股子公司——成大生物，其销售总监来自 GSK 公司，07 年狂犬病疫苗价格暴涨和供应短缺之时，公司坚持不涨价、优先力保战略客户所需，因此，08 年供大于求、价格下跌时，公司仍可坚守价格不变、战略客户不变，市场份额牢固保持。2008 年，成大生物仅凭借单品种“狂犬疫苗”实现销售收入 3.5 亿元，净利润 1.5 亿元。

三、看好“麻风腮系列疫苗”和“无细胞百白破疫苗”， 目前均为中国生物的独家品种

1、“麻风腮系列疫苗”病毒毒株知识产权只属于中国生物

麻疹病毒、风疹病毒和腮腺炎病毒毒株属于中国生物旗下的兰州所、武汉所、上海所和天坛生物所有和共享，“麻风腮系列疫苗”生产由中国生物统一按照 EPI 计划安排，不会造成集团内部竞争。

外围其它企业若要申报生产“麻风腮系列疫苗”，只能开发或从国外引进新型病毒株，短时间内很难进入市场销售。

2、麻疹疫苗：2012 年消灭麻疹，供应仍短缺

我国卫生部提出 2012 年消灭麻疹的目标。09 年 2 月 2 日卫生部发布《全国麻疹疫情监测方案》，要求对 15 岁以下人群查漏补种。

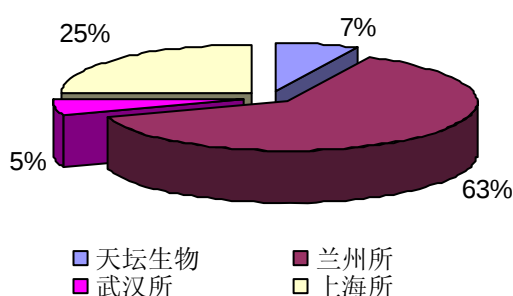
2008 年，麻疹疫苗批签发总量 9707 万人份，2007 年批签发 4390 万人份，同比增长 121%，由中国生物旗下的兰州所、武汉所、上海所和天坛生物 4 家供应。

目前，麻疹疫苗的市场缺口仍有 1 亿人份。天坛生物控股 51% 子公司长春祈健 09 年中期将完成麻疹疫苗车间扩建，合计产能将达到 5000 万人份。

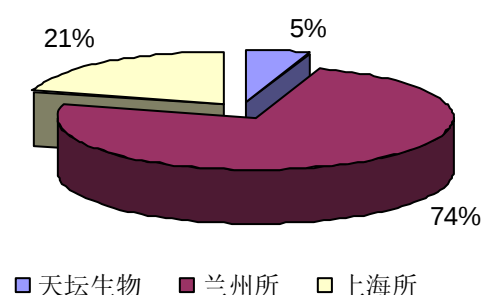
表9: 2008年麻疹疫苗月度累计批签发数量

数量(万人份)	月份	1-1月	1-2月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月	1-11月	1-12月
厂商													
天坛生物		0	224	315	402	402	425	455	455	455	455	596	714
兰州所		231	972	1876	2300	2817	3216	3552	3979	4495	4806	5556	6063
上海所		103	156	156	185	297	528	845	1309	1734	1849	2135	2414
武汉所		0	0	0	0	0	0	45	45	90	247	337	516
麻疹疫苗总计		333	1352	2348	2887	3515	4170	4896	5788	6774	7356	8624	9707

资料来源: 招商证券研究

图 22: 2008 年麻疹疫苗批签发数量占比


资料来源: 招商证券研究

图 23: 2007 年麻疹疫苗批签发数量占比


资料来源: 招商证券研究

麻腮风三联是国家计划免疫投入资金最大疫苗，容量高达 10 亿元

- ✓ 2008 年“麻腮风三联疫苗”总共 819 万人份，按照“麻腮风三联疫苗”每年 3200 万人份的市场需求量，目前供应缺口仍高达 2000 多万人份。08 年该品种首次纳入计划免疫，由政府专项资金采购，不仅疫苗畅销，而且其营业费用率大大下降。
- ✓ 按照我们表 2 中测算：“麻腮风三联疫苗”占据我国每年计划免疫专项采购资金的 55% 左右，市场容量到达 10 亿元，是我们 2009~2011 年最为看好的疫苗。我们预计：随着天坛生物 2011 年大兴县疫苗产业基地投产，国产“麻腮风三联疫苗”将能解决产能瓶颈。

国产“麻腮风三联疫苗”只有上海生研所和天坛生物 2 家生产。其中：天坛生物 2008 年攻克了“麻腮风三联疫苗”生产工艺，9 月开始获得了当年首次批签发，全年共批签发了 88 万人份，批签发份额占比从 07 年 6% 上升到了 11%。

中国生物下属的上海生研所 08 年批签发了 270 万人份。

进口“麻腮风三联疫苗”，只有默克和 GSK 两家，2008 年批签发数量均有平稳增长，共 460 万人份，较 2007 年 390 万人份，同比增长 18%。

表 10: “麻风腮三联疫苗”是我国政府免疫规划投入资金最大品种

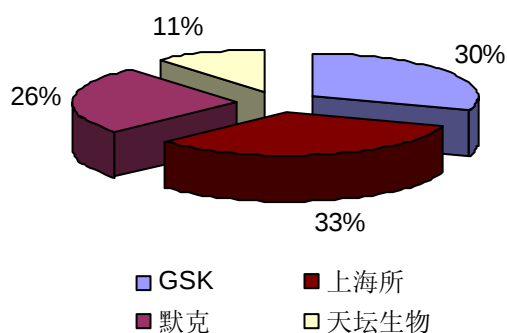
按投入资金量 大小排序	疫苗品种	需求量(万人份)	单价(元/人份)	约需要资金额 (亿元)
1	麻风腮三联疫苗	3200	32	10.2
2	无细胞百白破疫苗	1600	16	2.6
3	乙脑减毒活疫苗	1600	10	1.6
4	甲肝疫苗	1600	10	1.6
5	乙肝疫苗	1600	7	1.1
6	A+C 群流脑疫苗	1600	7	1.1
7	脊髓灰质炎疫苗	16000	0.25	0.4
合计				18.6

资料来源: 招商证券研究

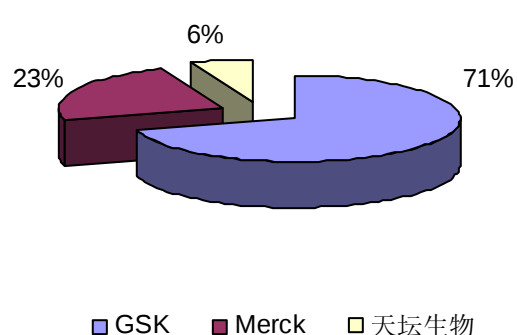
表 11: 2008 年麻腮风三联疫苗月度累计批签发数量

数量(万人份) 厂商	月份	1-1月	1-2月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月	1-11月	1-12月
GSK		10	10	27	99	99	133	149	172	172	183	183	248
默克		0	10	38	59	59	133	175	182	203	212	212	212
上海所		0	0	0	0	0	0	0	83	172	203	217	270
天坛生物		0	0	0	0	0	0	0	0	44	72	72	88
麻腮风三联疫苗总计		10	20	65	157	157	266	324	437	590	671	685	819

资料来源: 招商证券研究

图 24: 2008 年麻腮风三联疫苗批签发数量占比


资料来源: 招商证券研究

图 25: 2007 年麻腮风三联疫苗批签发数量占比


资料来源: 招商证券研究

3、麻风二联疫苗：当前弥补三联市场供应大缺口，2011 年我国将对 0~6 岁儿童强化免疫麻风二联，其市场需求仍有大增长

- ✓ 由于风疹和麻疹感染症状十分类似，临床上难以鉴别，因此，在国家既定 2012 年消灭麻疹的目标下，同时，也必须消灭风疹，对麻风二联疫苗的需求应运而生。
- ✓ 当前，由于“麻腮风三联疫苗”市场缺口高达 2000 多万人份，只能由“麻风二联疫苗”来弥补，“麻风二联疫苗”由政府采购，市场畅销。
- ✓ 2011 年，我国将对 0~6 岁儿童强化免疫麻风二联疫苗，因此，2011 年以后，“麻风二联疫苗”仍有巨大市场需求空间。
- ✓ “麻风二联疫苗”是天坛生物的独家生产品种，2008 年批签发了 2025 万人份。2009 年将保持稳健增长。

4、无细胞百白破疫苗：替代老的全细胞百白破，升级换代机遇

- ✓ 2008 年，我国共批签发了百白破疫苗 2738 万人份，其中：“无细胞百白破疫苗”仅批签发了 943 万人份，天坛生物 08 年获得无细胞百白破疫苗批签发 194 万人份。
- ✓ 其市场缺口暂时由老的全细胞型百白破疫苗 1796 万人份来弥补，因此，“无细胞百白破疫苗”未来的增长空间来自继续替代全细胞型百白破疫苗。
- ✓ 无细胞百白破疫苗是中国生物的独家品种，由武汉生研所和天坛生物两家生产。新型的无细胞百白破疫苗相比老的全细胞型百白破疫苗，其副反应小，是其升级换代品种。
- ✓ 08 年，武汉生研所和天坛生物“无细胞百白破疫苗”都存在产能瓶颈，天坛生物 2011 年大兴县疫苗产业基地投产以后，“无细胞百白破疫苗”是其主要扩产品种之一，有望完全替代全细胞型。09 年武汉生研所“无细胞百白破疫苗”扩建车间将投产。

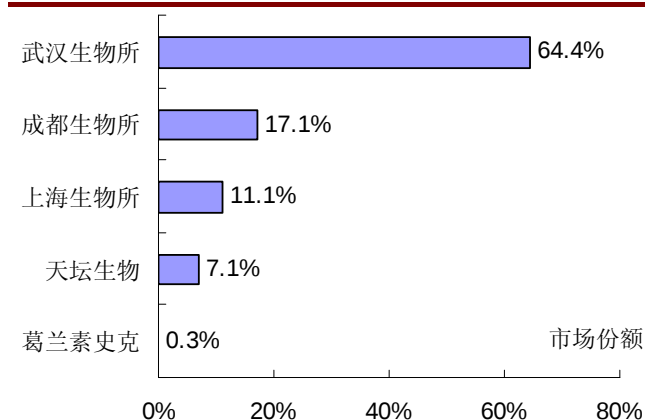
表 12: 2008 年百白破疫苗月度累计批签发数量

数量(万人份)	月份	1-1月	1-2月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月	1-11月	1-12月
厂商													
GSK		0	0	0	0	4	4	4	7	7	7	7	9
成都所		0	0	0	57	121	213	259	259	328	346	467	467
武汉所		151	241	284	390	530	701	860	1036	1357	1404	1697	1764
上海所		0	70	70	70	70	169	169	203	303	303	303	303
天坛生物		0	0	10	20	20	40	40	142	152	194	194	194
百白破疫苗总计		151	311	364	537	745	1128	1333	1647	2148	2254	2668	2738

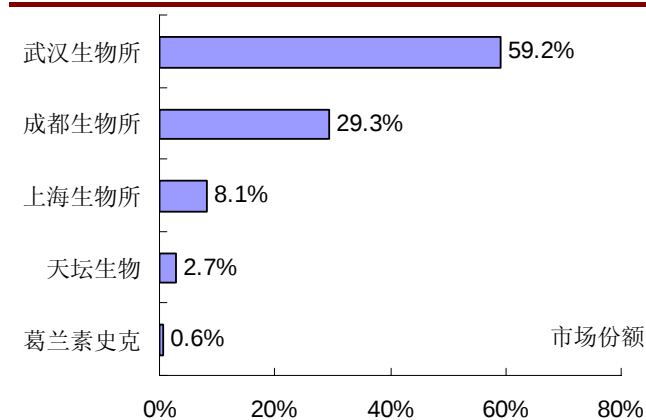
数量(万人份)	月份	1-1月	1-2月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月	1-11月	1-12月
厂商													
上海所		0	70	70	70	70	169	169	203	303	303	303	303
成都所		0	0	0	57	104	196	242	242	311	311	427	427
武汉所		92	182	182	182	290	399	513	624	846	846	1065	1065
全细胞百白破疫苗总计		92	252	252	309	464	764	924	1068	1461	1461	1796	1796

数量(万人份)	月份	1-1月	1-2月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月	1-11月	1-12月
厂商													
GSK		0	0	0	0	4	4	4	7	7	7	7	9
成都所		0	0	0	0	17	17	17	17	17	35	41	41
武汉所		59	59	102	208	240	303	347	412	511	557	631	699
天坛生物		0	0	10	20	20	40	40	142	152	194	194	194
无细胞百白破疫苗总计		59	59	113	229	282	364	409	578	688	793	873	943

资料来源：招商证券研究

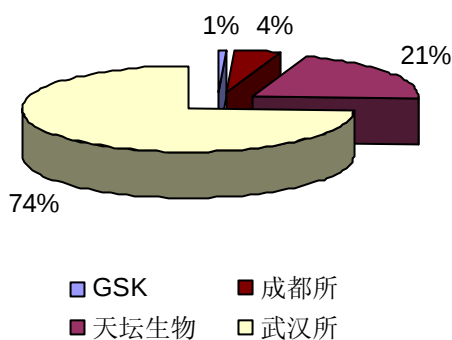
图 26: 2008 年百白破疫苗批签发数量占比


资料来源：招商证券研究

图 27: 2007 年百白破疫苗批签发数量占比


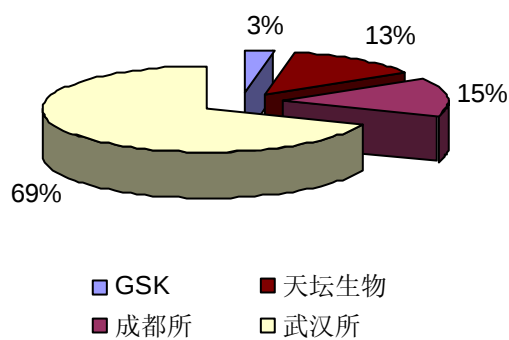
资料来源：招商证券研究

图28: 2008年无细胞百白破疫苗批签发数量占比



资料来源: 招商证券研究

图29: 2007年无细胞百白破疫苗批签发数量占比



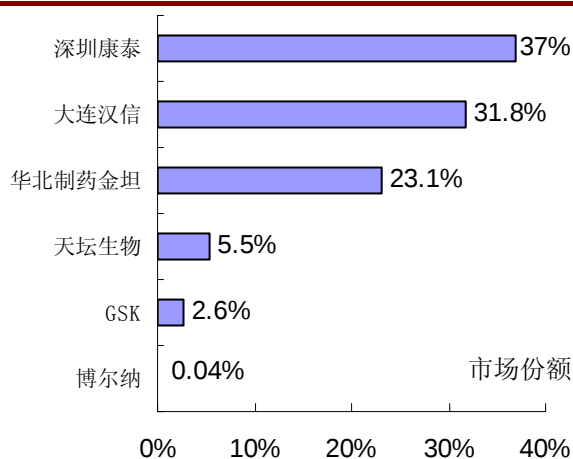
资料来源: 招商证券研究

四、乙肝疫苗 2010 年面临扩大计划免疫的重大政策机遇，天坛生物和华兰生物将受益

1、我国乙肝疫苗计划免疫覆盖人群将扩大到 15 岁，天坛生物和华兰生物 2010 年将受益

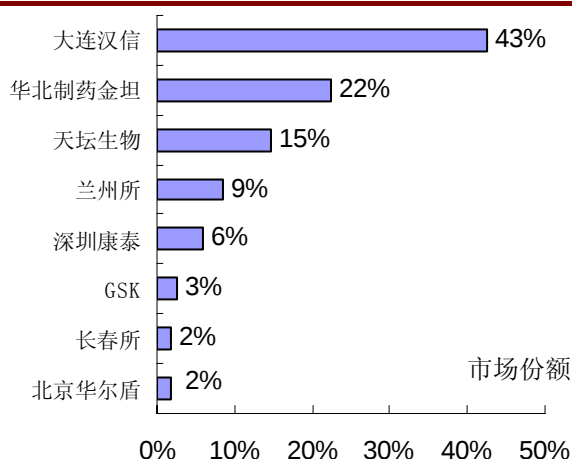
- ✓ 我国是乙肝大国，卫生部 2009 年决定把乙肝疫苗计划免疫覆盖人群从目前的新生儿扩大到 15 岁，进行一次大范围的“扫荡式预防注射”，预计该项政策 09 年敲定，待相关生产企业产能准备就绪，2010 年将全面推开。
- ✓ 天坛生物已占据了我国 5ug 计划免疫乙肝疫苗 50% 的市场份额，当前产能 2000 万人份，每年实际销售 1000 万人份左右。为了抓住此次乙肝疫苗计划免疫覆盖人群扩大的良机，公司计划 09 年扩建乙肝疫苗车间，把产能扩大翻番到 4000 万人份。
- ✓ 我们分析：乙肝疫苗计划免疫覆盖人群向成人延伸，天坛生物 2010 年将显著受益。是公司 2010 年及以后年度又一个新增利润增长点。
- ✓ 若华兰生物 2009 年顺利取得了汉逊酵母乙肝疫苗的生产批件，2010 年也将受益于此政策机遇。

图30: 2008年10ug乙肝疫苗批签发数量占比



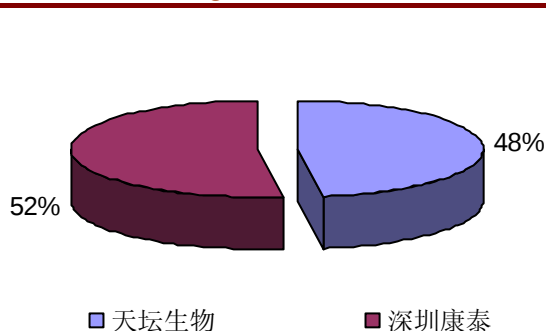
资料来源: 招商证券研究

图31: 2007年10ug乙肝疫苗批签发数量占比



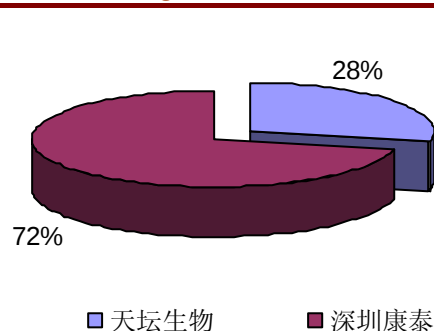
资料来源: 招商证券研究

图32: 2008年5ug乙肝疫苗批签发数量占比



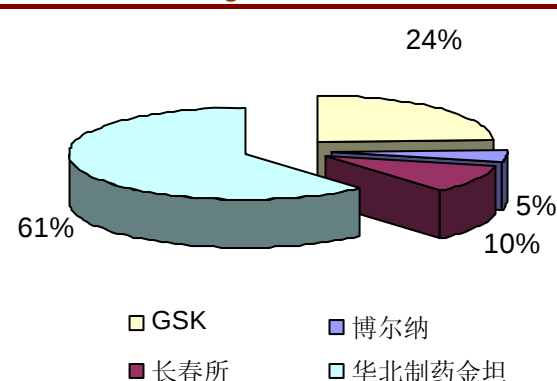
资料来源: 招商证券研究

图33: 2007年5ug乙肝疫苗批签发数量占比



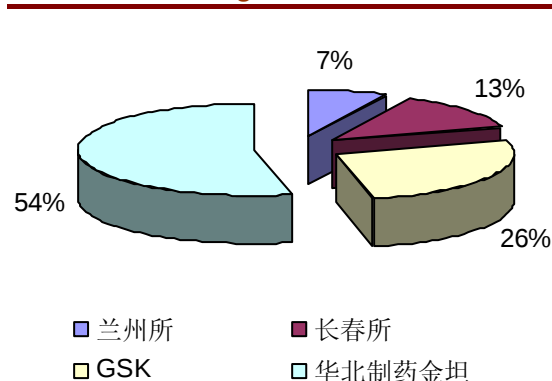
资料来源: 招商证券研究

图34: 2008年20ug乙肝疫苗批签发数量占比



资料来源: 招商证券研究

图35: 2007年20ug乙肝疫苗批签发数量占比



资料来源: 招商证券研究

表 13: 2008 年乙肝疫苗月度累计批签发数量

数量(万人份)	月份	1-1月	1-2月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月	1-11月	1-12月
厂商													
博尔纳		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2
GSK		0	0	36	36	56	56	104	104	104	104	113	135
天坛生物		47	47	87	138	164	164	164	282	282	282	282	282
大连汉信		173	433	607	607	607	953	1119	1119	1293	1466	1466	1640
华北制药金坦		35	254	526	602	674	674	674	827	867	997	1166	1194
深圳康泰		0	294	294	294	588	881	1175	1175	1175	1618	1618	1910
乙肝疫苗(10ug)总计		255	1029	1550	1676	2089	2728	3236	3508	3721	4467	4647	5164

数量(万人份)	月份	1-1月	1-2月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月	1-11月	1-12月
厂商													
天坛生物		58	332	561	726	815	815	1317	1778	1900	2209	2692	2692
深圳康泰		1176	1176	2056	2056	2350	2350	2350	2642	2642	2642	2642	2935
乙肝疫苗(5ug)总计		1234	1508	2617	2782	3164	3164	3667	4420	4542	4851	5334	5626

数量(万人份)	月份	1-1月	1-2月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月	1-11月	1-12月
厂商													
博尔纳		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	40	40
GSK		20	20	20	26	77	77	119	119	119	135	155	209
长春所		85	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85
华北制药金坦		48	48	130	130	283	283	346	383	428	455	479	529
乙肝疫苗(20ug)总计		154	154	235	241	446	446	550	587	633	676	760	864

资料来源：招商证券研究

五、谨慎预期：“供求基本平衡和供大于求”疫苗的成长性：水痘、乙脑、狂犬、流脑和流感疫苗

1、水痘属于弱毒传染病、水痘疫苗终身免疫，市场容量偏小，供已过于求

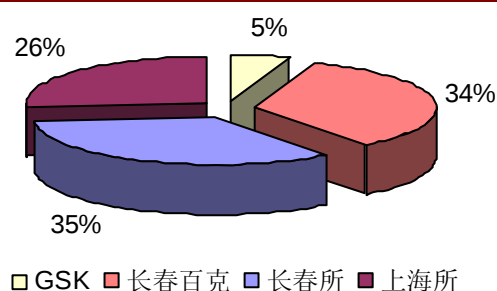
- ✓ 水痘疫苗尚未纳入我国计划免疫。水痘属于弱毒传染病，水痘疫苗属于终身免疫疫苗、接种者和感染者能获得终身免疫力，人群不会发生重复感染，因此，其市场容量偏小，一般受疫情刺激消费，年市场需求量约在 800 万人份。
- ✓ 2008 年，水痘疫苗供已过于求，生产企业库存较大，2008 年实际通过批签发水痘疫苗高达 1198 万人份（表 7）。主要原因是新进入者百克生物（长春高新的控股子公司）从 2008 年 6 月开始销售，2009 年还将新增长春长生新进入者，市场供过于求将更加严重，价格竞争将不可避免。

- ✓ 天坛生物控股 51%子公司长春祈健，是水痘疫苗最早的品牌生产供应商。08 年保持了销售收入 2 亿元左右、净利润 9000 多万元的良好业绩。09 年长春祈健凭借多年积累下来的品牌和渠道优势，以及 09 年下半年将扩产计划免疫“麻疹疫苗”的计划内计划外一体化优势，我们预计，长春祈健“水痘疫苗”09 年并无价格下跌之忧。

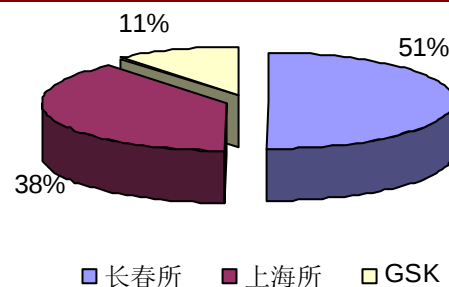
表 14：2008 年水痘疫苗月度累计批签发数量

数量(万人份) 厂商	月份	1-1月	1-2月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月	1-11月	1-12月
GSK		0	0	0	10	21	21	30	30	50	50	50	62
长春所		26	70	93	157	189	208	247	289	321	337	366	414
长春百克		0	0	0	0	0	62	126	200	302	329	383	409
上海所		0	23	74	87	116	155	172	195	226	234	257	313
水痘疫苗总计		26	93	168	254	326	446	574	714	898	949	1055	1198

资料来源：招商证券研究

图 36：2008 年水痘疫苗批签发数量占比


资料来源：招商证券研究

图 37：2007 年水痘疫苗批签发数量占比


资料来源：招商证券研究

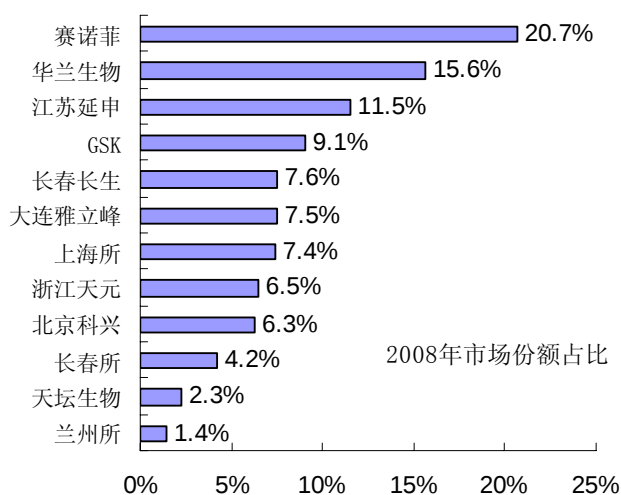
2、裂解型流感疫苗：我国市场需求增长缓慢，供已过于求

- ✓ 流感疫苗尚未纳入我国计划免疫。只纳入少数地方免疫规划中，如：北京市免费为 60 岁以上老人和小孩接种。
- ✓ 我国不同于西方国家，几乎没有爆发过流感疫情，年市场需求量保持在 2000 万人份左右。近年来，随着新生产企业的进入，我国裂解型流感疫苗已经供大于求，2008 年实际通过批签发的裂解型流感疫苗高达 3036 万人份（表 8）。
- ✓ 2008 年，华兰生物作为我国裂解型流感疫苗市场的新进入者，通过批签发的数量高达 474 万人份，占比 15.6%，位列第二位。
- ✓ 08 年我国市场已有 12 家裂解型流感疫苗生产厂商，销售竞争较激烈。排在前三位的是法国赛诺菲、华兰生物和中生集团。

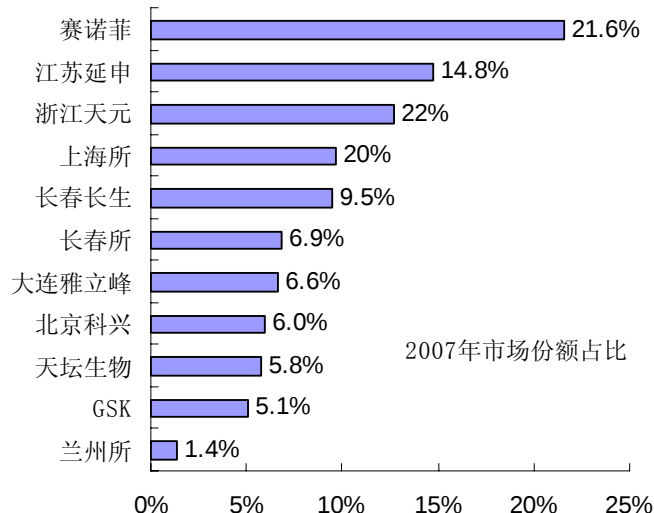
表 15: 2008 年裂解型流感疫苗月度累计批签发数量

数量(万人份)	月份	1-1月	1-2月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月	1-11月	1-12月
厂商													
GSK		0	0	0	0	0	0	0	58	182	275	275	275
赛诺菲		0	0	0	0	0	0	0	123	399	629	629	629
北京科兴		0	0	0	0	0	0	0	74	128	189	191	191
长春长生		0	0	0	0	0	0	0	208	229	229	229	229
大连雅立峰		0	0	0	0	0	0	0	49	177	229	229	229
江苏延申		0	0	0	0	0	0	0	157	303	349	349	349
华兰生物		0	0	0	0	0	0	0	117	264	354	454	474
浙江天元		0	0	0	0	0	0	0	76	197	197	197	197
天坛生物		0	0	0	0	0	0	0	0	69	69	69	69
长春所		0	0	0	0	0	0	0	88	127	127	127	127
兰州所		0	0	0	0	0	0	0	0	24	43	43	43
上海所		0	0	0	0	0	0	0	52	225	225	225	225
中国生物合计		0	0	0	0	0	0	0	140	444	463	463	463
裂解型流感疫苗总计		0	0	0	0	0	0	0	1001	2322	2914	3017	3036

资料来源: 招商证券研究

图 38: 2008 年裂解型流感疫苗批签发数量占比


资料来源: 招商证券研究

图 39: 2007 年裂解型流感疫苗批签发数量占比


资料来源: 招商证券研究

3、狂犬疫苗：产能过剩，供已过于求，价格和销量竞争激烈，成大生物独占鳌头，大连金港安迪事件使得狂犬疫苗重回 2007 年市场格局。

- ✓ 由于 SFDA 2005 年 9 月提高了狂犬疫苗的批签发质量标准，首次要求不含氢氧化铝佐剂，因此，造成 2006 年和 2007 年市场供应短缺，是我国狂犬疫苗近年历史上销售的黄金时期。
- ✓ 进入 2008 年，符合新质量标准的狂犬疫苗产能纷纷完成扩建并投产，全年通过批签发数量高达 1916 万人份，而我国市场需求仅 1200 万人份，市场明显供过于求。
- ✓ 08 年我国市场已有 14 家狂犬疫苗生产厂商，产能明显过剩，销售竞争激烈。成大生物仍保持第一位，市场占有率基本稳定在 21% 以上。第二名以后的企业变动很大，市场份额相对分散。

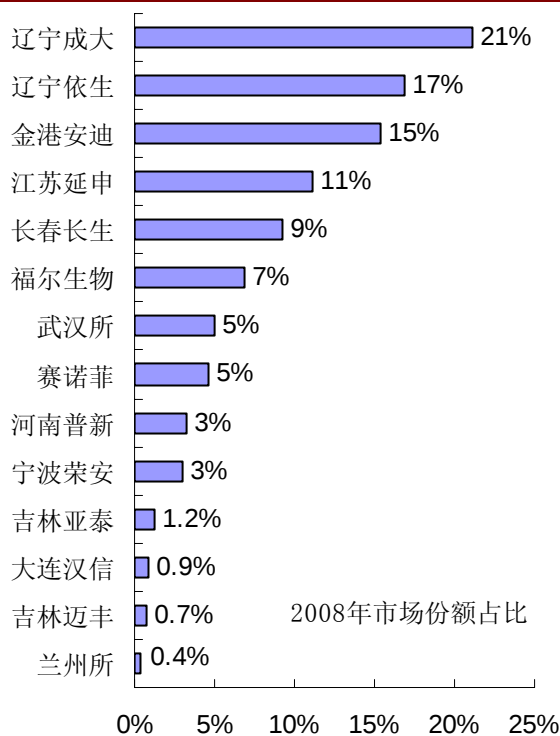
- ✓ 得益于辽宁成大狂犬疫苗上市之初就坚持的“差异化营销模式”和销售价格定位，08年国产狂犬疫苗只有辽宁成大的销售价格独善其身，保持在128元/人份的中高端价格，其它国产狂犬疫苗的售价普遍大幅跳水。
- ✓ 自今年2月大连金港安迪“狂犬疫苗”违规添加佐剂以来，SFDA加强狂犬疫苗监管，不仅增加了许多批签发检测项目，而且飞行检查加强生产工艺监督。我们认为：短期来看，有较大比例的生产企业难以达标，狂犬疫苗市场会出现供不应求，重回2007年市场格局。

表 16：2008 年狂犬疫苗月度累计批签发数量

数量(万人份) 厂商	月份	1-1月	1-2月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月	1-11月	1-12月
赛诺菲		0	13	21	21	21	36	36	53	67	67	79	89
长春长生		28	32	44	73	80	108	142	166	170	173	173	177
大连汉信		4	4	8	9	9	9	9	9	10	11	17	17
大连金港安迪		21	30	55	97	113	148	167	204	242	251	277	295
福尔生物		13	13	13	39	48	66	91	98	114	116	127	133
河南普新		0	5	5	11	17	23	29	37	41	43	50	63
吉林迈丰		0	0	0	0	0	0	0	0	0	7	9	14
吉林亚泰		0	0	2	3	6	8	11	16	21	22	24	24
江苏延申		4	8	26	52	59	74	90	124	150	155	197	214
兰州所		0	0	4	7	7	7	7	7	7	7	7	7
辽宁成大		47	66	117	155	206	239	293	346	361	361	369	406
辽宁依生		60	60	69	99	99	184	184	201	201	201	323	323
宁波荣安		11	11	11	31	31	35	35	35	44	44	50	58
武汉所		0	9	13	21	30	35	49	64	73	73	83	97
狂犬疫苗总计		189	251	387	617	725	970	1143	1360	1501	1532	1785	1916

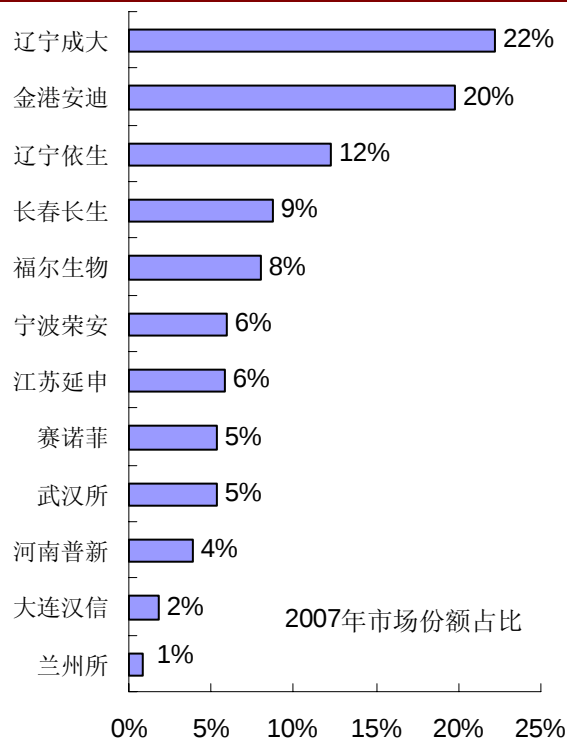
资料来源：招商证券研究

图40: 2008年狂犬疫苗批签发数量占比



资料来源: 招商证券研究

图41: 2007年狂犬疫苗批签发数量占比



资料来源: 招商证券研究

4、乙脑疫苗：供略过于求，成都生研所“一枝独秀”

- ✓ **乙脑疫苗已纳入我国计划免疫，市场需求量在 2000 万人份左右。**2008 年，我国共批签发了乙脑疫苗 3087 万人份，供略过于求。两种类型乙脑疫苗中：“地鼠肾细胞乙脑疫苗”批签发了 2810 万人份，同比增加了 470 万人份；“Vero 细胞乙脑疫苗”批签发了 277 万人份，同比减少了 27 万人份。
- ✓ **我们谨慎看待“Vero 细胞乙脑疫苗”销售增长。**“Vero 细胞乙脑疫苗”更适用于婴幼儿，并不是“地鼠肾细胞乙脑疫苗”的升级换代品种，但其价格高出“地鼠肾细胞乙脑疫苗”较多，因此，在计划免疫招标中，“地鼠肾细胞乙脑疫苗”更容易中标。这是“Vero 细胞乙脑疫苗”2008 年批签发数量下降的主要原因。
- ✓ **成都生研所乙脑疫苗“一枝独秀”。**2008 年成都生研所乙脑疫苗占据整个乙脑疫苗批签发量的比重高达 59%，不仅占据国内市场领先份额，而且稳定出口到印度等多个国家。

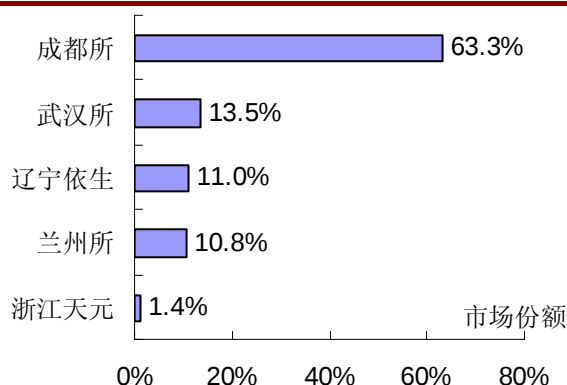
表 17: 2008 年乙脑疫苗月度累计批签发数量

数量(万人份)	月份	1-1月	1-2月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月	1-11月	1-12月
厂商													
天坛生物		47	85	105	142	182	250	250	250	250	250	250	264
成都所		12	153	655	817	1321	1564	1647	1678	1779	1779	1779	1779
兰州所		0	95	144	176	197	209	261	261	261	304	304	304
辽宁成大		0	0	0	0	0	0	0	0	0	13	13	13
辽宁依生		0	0	76	136	136	182	182	237	237	237	279	309
武汉所		0	32	133	160	267	347	363	373	373	379	379	379
浙江天元		0	11	16	29	33	39	39	39	39	39	39	39
乙脑疫苗总计		59	376	1129	1459	2136	2591	2742	2839	2940	3001	3043	3087

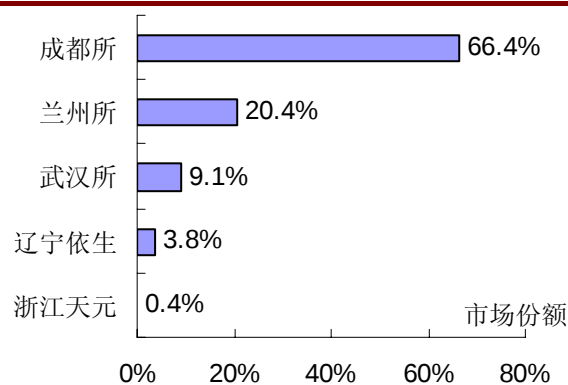
数量(万人份)	月份	1-1月	1-2月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月	1-11月	1-12月
厂商													
辽宁成大		0	0	0	0	0	0	0	0	0	13	13	13
天坛生物		47	85	105	142	182	250	250	250	250	250	250	264
乙脑(VERO)疫苗总计		47	85	105	142	182	250	250	250	250	263	263	277

数量(万人份)	月份	1-1月	1-2月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月	1-11月	1-12月
厂商													
成都所		12	153	655	817	1321	1564	1647	1678	1779	1779	1779	1779
兰州所		0	95	144	176	197	209	261	261	261	304	304	304
辽宁依生		0	0	76	136	136	182	182	237	237	237	279	309
武汉所		0	32	133	160	267	347	363	373	373	379	379	379
浙江天元		0	11	16	29	33	39	39	39	39	39	39	39
乙脑(BHK)疫苗总计		12	292	1024	1317	1954	2341	2492	2589	2690	2738	2780	2810

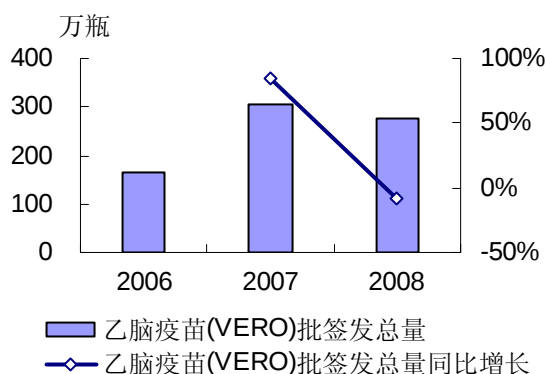
资料来源: 招商证券研究

图 42: 2008 年乙脑疫苗(BHK)批签发数量占比


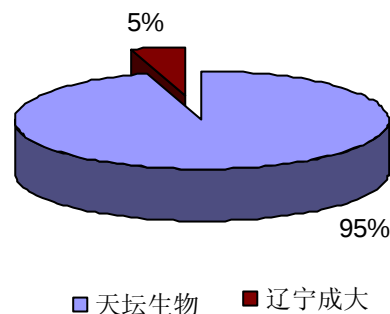
资料来源: 招商证券研究

图 43: 2007 年乙脑疫苗(BHK)批签发数量占比


资料来源: 招商证券研究

图44: 06-08年乙脑疫苗(VERO)批签发数量


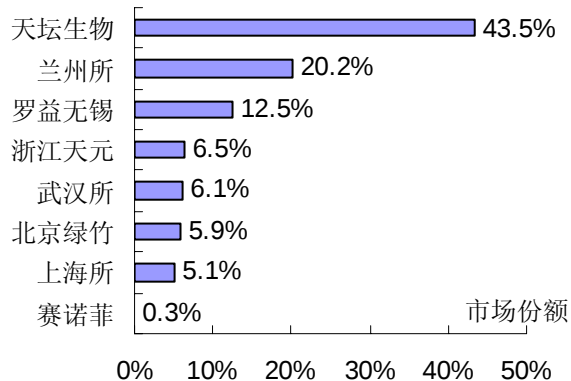
资料来源: 招商证券研究

图45: 2008年乙脑疫苗(VERO)市场份额


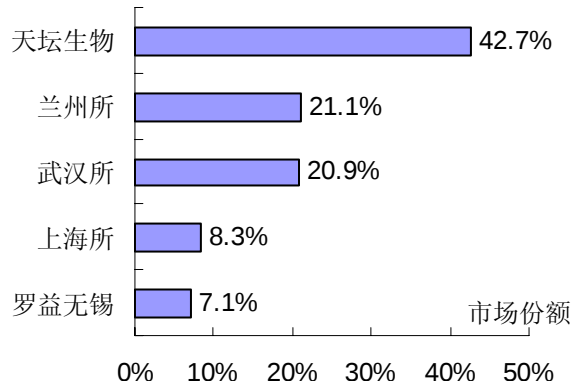
资料来源: 招商证券研究

5、流脑疫苗：供过于求，四价流脑已有北京绿竹上市

- ✓ **2008 年，我国流脑疫苗首次纳入计划免疫。**08 年批签发数量 13843 万人份，较 07 年 8662 万人份增加了 5181 万人份。流脑疫苗年市场需求量 2000 万人份，当前供过于求。我国流脑有 A 群、A+C 群、A+C+W+Y135 四价流脑 3 种类型，产销量以 A+C 群为主。
- ✓ **A+C 群流脑**是预防效果较好的流脑疫苗，也是预防流脑的主打类型，可同时预防 A 群和 C 群流脑病毒感染，可完全满足中国市场疫情所需。
- ✓ **A+C+W+Y135 四价流脑**，主要适用于流脑大流行和低龄儿童，已有北京绿竹生产上市，08 年批签发了 816 万人份。
- ✓ 我们认为：**A+C+W+Y135 四价流脑**在中国市场形成较大销售规模、快速增长仍需时日，谋求出口或许是出路之一。
- ✓ 当前，华兰生物和天坛生物正在研发和申报 A+C+W+Y135 四价流脑。

图46: 2008年流脑疫苗批签发数量占比


资料来源: 招商证券研究

图47: 2008年流脑疫苗批签发数量占比


资料来源: 招商证券研究

第四部分：跨国药企大并购指示了生物制药增长新势力

09 年 1 季度三起跨国药企大并购指示了生物制药增长新势力

09 年 1 季度发生 3 起跨国药企大并购，被收购目标已有或潜在的高利润生物制药产品线，指示了生物制药代表全球新药研发和增长的新势力。我们由此更应该关注我国基因生物药领域已经崭露头角的通化东宝和华北制药。

表 18：国际医药巨头重大并购案（单位：亿美元）

收购发起公司	被收购公司	收购比例	收购金额	收购 PE (08 年)	08 年合并收入
辉瑞	惠氏	100%	680	15	711
默克	先灵葆雅	100%	411	23	424
罗氏	基因泰克	收购剩余 44%，全资控股	468	31	431

资料来源：招商证券研究，各公司年报，雅虎财经

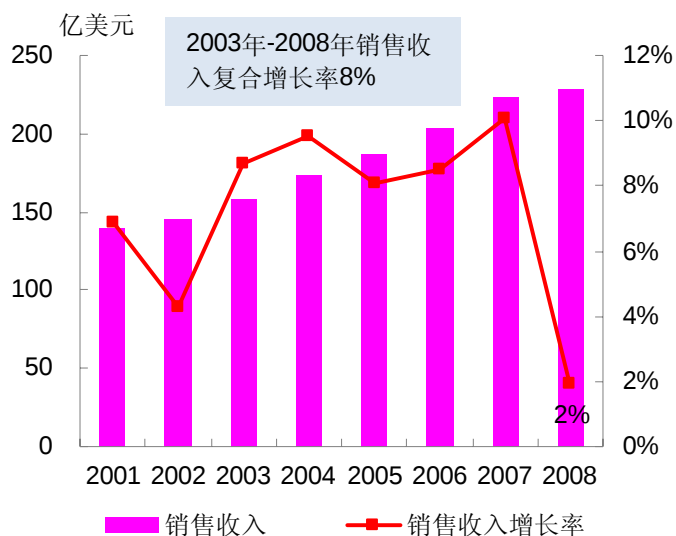
辉瑞收购惠氏

2009 年 1 月 27 日，辉瑞宣布以现金加换股方式收购惠氏全部股份，总价值约 680 亿美元，预计今年第三、四季度完成。

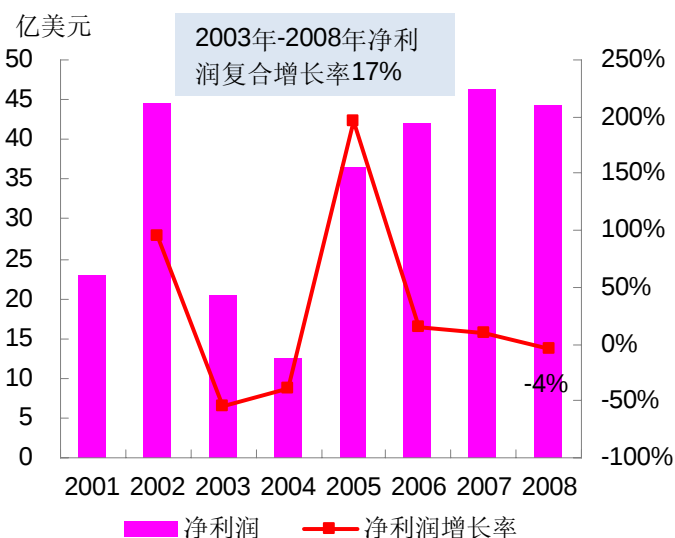
辉瑞的医药产品多为化学处方药，面临多个重磅产品专利到期，尤其是占其销售额 1/4 的降胆固醇药物“立普妥”2011 年专利到期。随后，左洛复、希舒美等畅销药品的专利也即将到期。由于处方新药投入大，研发周期长，失败率高，且各国审核制度日益严格，辉瑞在重磅新药研发补充上出现断链，最新研发上市的戒烟新药“畅沛”也因副作用较大而销售萎缩。连续 5 年业绩欠佳，令辉瑞不得不进行如此大规模收购。

惠氏是全球三大生物制药企业之一，全球制药排名第九，2008 年销售额 228 亿美元，净利润 44 亿美元。惠氏业务主要集中在生物制药和疫苗领域，重磅产品有：治疗银屑病的生物药 Enbrel 08 年实现销售收入 26 亿美元、全球销量最大的肺炎疫苗 Prevnar08 年销售收入 27 亿美元等。惠氏还拥有 64 个在研药品，其中进入临床三期试验和注册阶段的药品 18 个。

辉瑞收购惠氏后，有望使其未来几年盈利下降幅度由 20% 以上缩减至 10% 以内。但是，惠氏治疗抑郁症的 Effexor（08 年实现销售收入 39 亿美元）、治疗心绞痛的 Protonix 两个重要药物也将分别于 2010 年和 2011 年专利到期。

图 48: 惠氏 2003~2008 年间销售复合增长 8%


资料来源: 招商证券研究

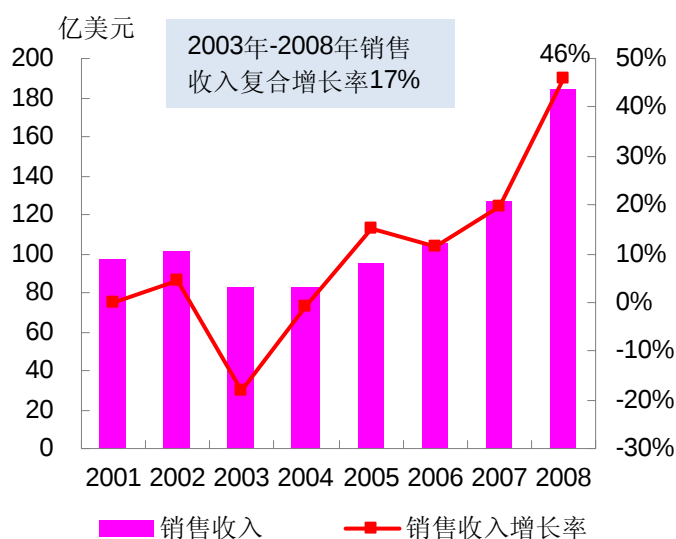
图 49: 惠氏 2003~2008 年间净利润复合增长 17%


资料来源: 招商证券研究

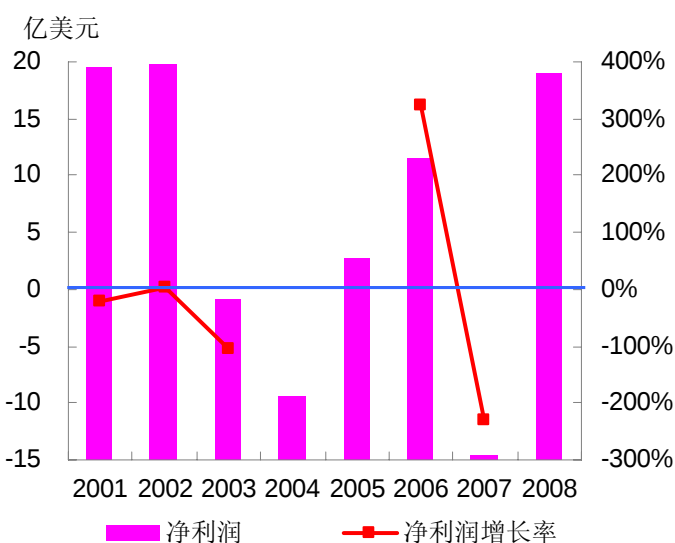
默克收购先灵葆雅

09 年 3 月 9 日, 全球第八大跨国药企默克公司和先灵葆雅公司联合宣布, 双方将以 411 亿美元现金加股票实现合并。

先灵葆雅公司 08 年销售收入 185 亿美元, 其生物制药处于全球领先地位, 最著名产品有: 治疗类风湿药物“类克(Remicade)”08 年销售收入 21 亿美元、长效重组人干扰素 08 年销售收入 9.1 亿美元、基因重组人干扰素 08 年销售收入 2.3 亿美元。

图 50: 先灵葆雅 2003~2008 年间销售复合增长 17%


资料来源: 招商证券研究

图 51: 先灵葆雅 2001~2008 年间的净利润


资料来源: 招商证券研究

罗氏收购基因泰克

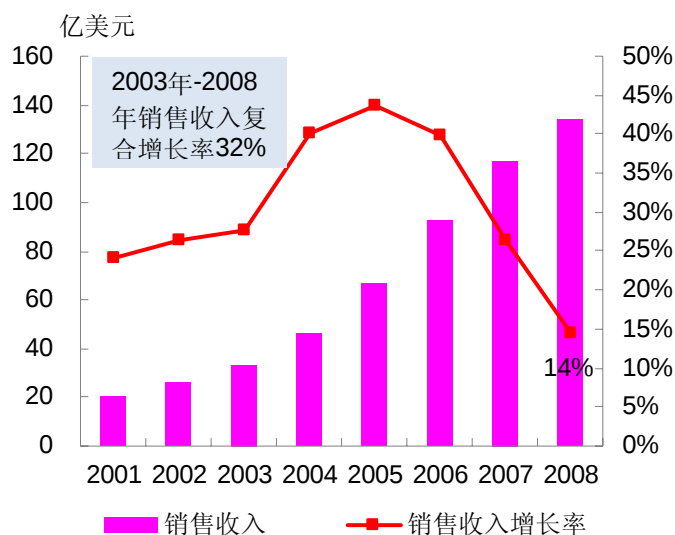
09年3月12日，瑞士制药巨头罗氏公司宣布以468亿美元，每股95美元价格收购基因泰克全部剩余44.2%股份。此前罗氏拥有基因泰克55.8%的股权，并拥有其产品在美国以外市场的销售权。

基因泰克08年销售额高达134亿美元，主要研制针对肿瘤的靶向治疗生物药，是全球市值最高的生物技术公司。

此前，罗氏通过销售基因泰克旗下的Avastin和Herceptin等抗癌明星药物，已成为世界上最大的抗癌药物销售公司。因此，罗氏抢在其它大多数大厂面临重磅药物专利过期之前，就已经布局了基因重组生物药产品线和销售市场。

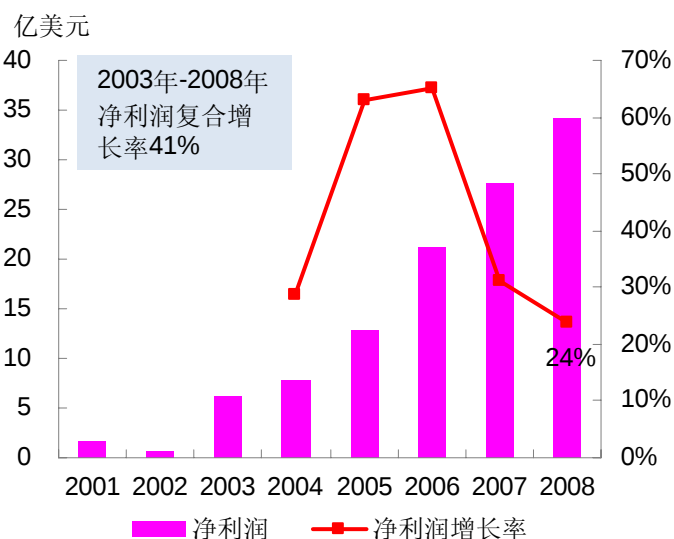
罗氏2008年抗肿瘤药物销售额增长15%，达到了197亿瑞士法郎，占其全部药物销售总额的55%，基因泰克贡献了36%的营业利润。收购完成后，罗氏将拥有基因泰克现有134亿美元收入、34亿美元净利润以及多个极具潜力的基因重组生物制药。

图 52: Genentech 2003~2008 年间销售复合增长 32%



资料来源：招商证券研究

图 53: Genentech 03~08 年间净利润复合增长 41%



资料来源：招商证券研究

附表（已公布 08 年报公司的经营指标概览）

已公布 08 年报的 52 家公司中（排除 ST 公司及主营业务非医药行业的公司），销售收入同比增长在 20% 以上的公司有 25 家，其中我们重点关注的公司有 11 家。收入同比增长在 10%-20% 的公司有 15 家，10% 以下（包括收入同比下降）的公司有 12 家。

表 19：我们覆盖和关注上市公司 2008 年度经营表现

证券简称	收入同比增长 %	营业利润同比增长 %	利润总额同比增长 %	归属母公司净利润(扣除非经常性损益)同比增长 %	销售毛利率 %	期间费用率 %	利润率 %	销售净利率 %	ROE(扣除非经常性损益) %	ROIC %	存货周转率(次)	应收账款周转率(次)	PB	总市值(亿元)	1Q09 涨跌幅 %
收入增长率 20% 以上的公司															
中恒集团	119.8	34.5	46.2	7.7	36.3	24.4	10.2	7.6	10.0	6.2	1.4	19.0	5.6	24.9	97.0
新和成	89.6	1383.1	1373.2	1771.2	64.7	13.6	49.6	43.7	74.9	51.5	1.9	7.4	5.3	97.0	22.7
浙江医药	70.3	1243.9	1169.3	4134.0	44.6	12.9	29.8	26.0	53.8	38.1	4.3	5.8	4.5	81.8	35.5
双鹭药业	50.7	64.2	58.3	149.0	86.3	18.5	65.9	61.0	29.4	-	6.7	6.5	11.3	85.9	-9.2
人福科技	44.4	14.9	18.5	11.9	47.8	39.6	11.5	9.9	7.7	4.4	1.1	4.9	2.7	27.7	65.9
鱼跃医疗	38.7	48.5	28.2	87.2	29.4	10.0	18.4	15.5	15.5	-	5.4	9.0	7.3	29.6	14.2
华兰生物	35.3	69.8	69.7	66.7	60.1	13.3	45.8	40.9	16.6	19.5	1.6	14.6	8.3	91.1	6.2
康美药业	33.5	38.4	34.0	73.2	26.9	10.7	19.5	17.1	10.0	8.2	3.0	12.8	3.5	101.8	42.7
华神集团	31.8	488.9	640.3	388.1	28.8	24.2	2.5	1.4	1.8	0.9	2.5	2.5	5.1	20.0	78.8
紫鑫药业	30.9	16.6	10.3	21.5	76.1	46.3	26.4	23.9	15.3	11.5	2.3	3.2	5.2	19.6	12.1
天坛生物	28.7	24.2	29.0	23.4	64.8	29.3	34.0	28.6	19.9	16.0	0.9	6.1	12.8	85.2	21.8
亚宝药业	27.2	57.5	63.9	56.0	33.1	23.8	8.9	6.9	10.2	7.9	3.8	17.2	4.1	32.9	50.4
天药股份	25.5	77.7	78.9	91.3	22.8	16.3	6.6	5.9	3.3	2.2	1.1	8.6	2.9	42.3	43.7
江中药业	24.7	42.3	35.9	48.5	63.0	49.7	11.4	8.9	15.0	10.9	5.2	59.9	4.3	39.7	25.8
东北制药	24.4	385.4	278.8	1000.3	34.2	17.9	10.8	7.8	24.0	12.5	4.8	8.0	4.1	65.0	60.8
三九医药	24.1	87.6	61.2	167.2	45.5	29.6	15.0	12.5	14.2	10.3	4.2	10.4	4.8	152.4	6.2
华东医药	24.0	-10.0	-7.1	-6.4	19.4	14.0	4.7	3.8	21.9	10.3	5.7	9.4	6.9	51.9	9.3
新华医疗	23.8	77.5	31.6	83.2	25.0	19.9	5.6	4.6	3.8	4.1	1.9	3.6	2.3	14.3	23.4
科华生物	22.1	24.7	37.7	19.7	60.9	25.6	41.3	35.7	21.7	29.3	2.8	5.9	11.0	67.6	-9.2
南京医药	22.0	-46.2	-47.7	135.9	7.3	6.7	0.6	0.4	5.3	1.2	11.9	6.5	4.3	20.6	38.4
天士力	21.8	40.6	32.5	70.4	33.2	23.2	9.2	7.3	13.6	9.3	8.3	7.6	3.7	71.0	19.2
一致药业	21.5	8.8	6.5	40.1	8.8	6.7	2.4	1.9	22.2	9.7	11.6	5.5	8.8	55.0	9.0
长春高新	21.5	51.3	63.0	114.4	66.6	51.8	8.5	6.4	4.7	2.4	0.6	6.4	5.9	21.2	81.9
西南药业	21.0	18.8	5.5	57.3	34.2	24.9	7.2	5.9	10.8	5.0	4.4	5.6	4.6	15.9	50.0
恒瑞医药	20.8	-10.6	-7.2	100.1	83.2	54.8	19.6	18.2	28.6	-	2.9	4.6	10.3	205.2	3.5
收入增长率 10%-20% 的公司															
复星医药	*19.3	9.6	10.5	0.0	28.1	28.2	22.1	20.2	8.1	11.0	5.3	8.4	4.3	170.7	31.2
上海医药	18.9	33.5	27.4	-48.7	8.7	7.4	1.1	0.8	1.8	2.0	10.1	6.8	3.4	56.9	28.9
千金药业	17.9	-28.1	-28.3	51.2	56.9	41.5	17.7	16.8	10.7	14.8	3.9	34.4	4.5	38.2	10.2
浙江震元	16.6	32.2	25.6	44.8	12.9	10.7	1.5	1.3	2.6	1.8	6.0	6.6	1.8	8.6	38.0
金宇集团	16.1	-18.7	-23.3	-16.3	39.9	21.6	12.6	9.6	10.3	8.2	1.3	14.0	3.7	26.2	64.1
达安基因	15.4	-13.1	11.5	-15.2	63.6	50.4	20.0	16.6	7.8	9.7	2.8	1.8	5.8	18.9	29.7
益佰制药	14.7	66.1	6.5	64.9	75.7	63.9	10.1	8.5	16.9	11.8	2.2	12.7	4.3	25.2	46.2
山东药玻	14.4	-6.8	0.9	22.8	29.3	15.0	14.4	12.3	8.8	-	3.2	3.9	2.0	29.7	14.4
鲁抗医药	13.6	53.8	80.5	6.2	17.1	14.0	2.3	2.2	1.7	1.7	3.7	6.5	2.0	29.1	49.4
华海药业	13.4	-8.8	-11.3	27.4	46.3	24.4	20.9	18.7	13.8	11.7	1.0	5.4	4.0	43.0	16.0
康缘药业	13.4	32.8	30.5	48.6	61.9	47.7	13.8	12.6	14.3	-	8.8	5.3	5.1	48.7	9.7
万东医疗	13.0	-5.8	8.5	-10.2	33.6	27.8	5.5	4.8	4.1	3.8	2.2	3.0	3.6	17.9	49.3
上实医药	12.6	48.0	41.8	102.3	30.8	21.4	11.6	10.0	8.4	9.2	5.2	7.0	2.9	57.3	23.8
仁和药业	12.6	87.9	68.1	113.1	49.2	37.5	11.1	8.0	22.6	-	19.5	-	8.5	26.0	40.2
海正药业	12.1	19.1	24.2	34.1	28.2	19.5	7.6	6.3	13.2	6.6	4.7	8.1	4.6	69.9	7.1

证券简称	收入 同比 增长 %	营业利 润同比 增长 %	利润总 额同比 增长 %	归属母公 司净利润 (扣除非经 常损益)同 比增长 %	销售 毛利 率 %	期间 费用 率 %	利润 率 %	销售 净利 率 %	ROE(扣除非 经常性 损益) %	ROIC %	存货 周转 率 (次)	应收账 款周转 率 (次)	PB	总市值 (亿元)	1Q09 涨跌 幅 %
收入增长率 10%以下的公司															
片仔癀	9.6	14.2	13.6	24.1	37.2	18.1	25.9	21.8	14.6	16.4	1.6	6.2	4.6	33.5	27.6
同仁堂	8.7	11.8	11.1	10.8	41.4	25.7	14.2	11.9	8.9	8.8	1.0	8.8	2.9	83.5	30.1
桐君阁	7.7	-65.9	14.4	-94.8	8.4	8.0	0.8	0.6	0.1	1.6	7.7	16.1	3.7	12.4	31.0
九芝堂	7.5	-18.8	35.2	95.1	55.9	44.2	18.8	18.2	5.5	16.6	3.9	13.9	2.6	32.1	39.3
中牧股份	6.0	3.1	4.4	0.9	42.1	27.0	12.1	10.2	14.8	12.8	3.2	14.7	6.2	68.3	35.8
昆明制药	1.6	24.0	18.8	16.4	34.6	29.9	3.3	2.8	4.4	3.7	3.8	5.9	3.1	18.7	39.6
上海莱士	0.0	24.7	27.0	24.6	62.4	21.8	40.2	33.9	14.2	-	1.2	10.0	5.8	43.8	5.0
莱茵生物	-8.4	-72.2	-81.2	-72.1	29.9	25.7	3.8	3.6	1.5	1.3	1.3	3.4	3.5	8.8	30.8
康恩贝	-11.5	-64.6	-31.8	-12.6	52.9	46.8	9.8	8.5	5.6	6.9	3.2	8.0	2.6	23.5	32.7
广济药业	-28.1	-59.6	-58.6	-51.0	40.3	17.1	20.5	17.0	12.4	11.9	4.5	8.2	3.6	27.9	45.0
鑫富药业	-37.2	-84.1	-86.0	-80.2	42.1	28.4	10.2	8.6	8.3	-	2.9	4.5	3.6	20.3	21.4
广州药业	-70.5	-61.3	-56.5	-70.0	30.3	28.8	5.7	4.9	2.8	4.7	2.4	3.4	1.9	60.6	26.2

资料来源：招商证券研究，加*标注为按合并口径调整后的收入增长率

分析师简介

张明芳，武汉大学生物化学专业硕士，曾在国家食品药品监督管理局直属的中国药品生物制品检定所（NICBP）工作了6年，6年证券从业经验，目前为招商证券医药行业首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。