

王博

021-50588666-8027

wangbo@ccnew.com

2009年5月25日

医改开幕，强者恒强

—医药行业 2009 下半年投资策略

行业策略

强于大市（维持）

盈利预测和投资评级

股票简称	09EPS	10EPS	09PE	评级
东阿阿胶	0.64	0.77	26.30	增持
康美药业	0.28	0.38	26.11	增持
天士力	0.64	0.80	22.84	增持
国药股份	1.03	1.33	29.89	增持
华海药业	0.66	0.80	21.36	买入
山东药玻	0.65	0.78	17.58	买入
华兰生物	0.78	0.94	33.33	增持
恒瑞医药	1.19	1.42	26.61	增持
同仁堂	0.58	0.65	27.83	增持
科华生物	0.50	0.59	33.92	增持
天坛生物	0.46	0.63	41.87	增持
通化东宝	0.13	0.52	30.75	增持

注：股价为5月25日收盘价

医药行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

20081109 医药行业 2009 年投资策略：市场扩容、

需求旺盛..... 2008 年 10 月 31 日

20090117 医改政策分析：医改大幕拉开，价值投资

为主.....2009 年 1 月 22 日

联系人：马钦琦

电话：021-50588666-8038

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编：200122

报告关键要素：

维持医药行业“强于大市”的评级。关注中成药、医疗器械、生物制药、医药商业四个子行业；关注行业龙头。

投资要点：

- 2009 年 1-2 月，医药行业实现了 19.85% 的利润增速，远高于国内其他行业，成为经济危机中的一缕阳光。预计今明两年仍将保持 20% 左右的增速。
- 医改方案正式出台，提出了 5 条重要改革方向。医改将带动市场扩容，行业收入和利润水平将稳定提升。其中，中成药、医疗器械、生物制药、医药商业这 4 个子行业将尤为受益。
- 我国制药企业数量众多，在新医改的背景下，预计相当一部分中小企业将面临被淘汰或收购的命运，而龙头企业则将利用这一机会迅速扩张，进一步提高自身的市场占有率，实现强者恒强。
- 受经济危机的影响，发达国家对全球医药行业的贡献程度将大幅降低，而以中国为代表的新型医药市场将成为主要贡献者。受此影响，美国医药板块估值下降，而中国医药板块仍将享受高估值。
- 维持“强于大市”的投资评级。两条投资主线：1、受益医改的子行业；2、行业龙头。
- 风险提示：医改细则仍未出台；药品价格下调将影响行业利润及研发能力；经济危机进一步影响出口。

1. 行业回顾：经济危机中的一缕阳光.....	5
1.1 纵向比较：保持高速增长	5
1.2 横向比较：领先优势明显	6
2. 三年 8500 亿元投入.....	7
3. 医改：五项重点改革.....	8
3.1 基本医疗保障制度建设：行业收入将水涨船高	9
3.2 国家基本药物目录：价与量的“双刃剑”、中成药尤为受益	9
3.2.1 迟到的国家基本药物目录	9
3.2.2 目录对企业盈利是“双刃剑”	10
3.2.3 中成药受益程度明显	10
3.3 健全基层医疗卫生服务体系：医疗器械受益	12
3.3.1 医疗器械国内需求：刚性需求	13
3.3.2 医疗器械国际需求：受益于金融海啸	14
3.4 基本公共卫生服务：生物医药受益	15
3.4.1 国家高度重视生物医药行业	15
3.4.3 国家有望加大收储力度，生物医药类公司收益	16
3.4.2 生物医药上市公司分类	16
3.5 公立医院改革：医药商业受益	17
4. 强者恒强.....	17
4.1 行业集中度进一步提升	17
4.2 强者恒强，关注龙头	18
4.2.1 制药百强门槛提高	18
4.2.2 百强优势愈加明显	19
4.2.3 上市公司收入占比为 61%	19
4.2.4 集中度与国际差距较大	20
4.3 收购兼并方兴未艾	20
4.3.1 经济危机使海外整合进入高潮	20
4.3.2 我国药企整合将愈演愈烈	21
5. 新兴医药市场崛起.....	23
5.1 海外医药行业未成“避风港”	23
5.2 受影响程度不一	23
5.2.1 发达国家收入增长率放缓	23
5.2.2 新兴制药市场崛起	24
6. 估值虽高，成长依旧.....	24
6.1 美国：研发能力下降导致估值优势丧失	24
6.2 中印两国：高成长享受高估值	25
7. 投资策略：受益医改，行业龙头.....	27
8. 重点上市公司相对估值比较及解禁股情况.....	27
8.1 重点上市公司相对估值比较	27

8.2 重点上市公司解禁股情况	28
9. 风险提示	29
10. 重点上市公司	29

图 1: 医药制造业收入、利润增长情况 (2004-2009 年 2 月)	5
图 2: 各子行业利润增长情况 (2004-2009 年 2 月)	5
图 3: 医药行业利润增速与其他行业的对比	6
图 4: 医药行业利润增速与我国 GDP 增速比较 (2004-2010 年)	6
图 5: 医改的主要方案	7
图 6: 8500 亿元投向	7
图 7: 中央财政用于医疗卫生的投入不断加大 (2005-2009 年)	8
图 8: 中国医疗器械市场规模 (2006-2012 年)	12
图 9: 我国每万人口医院、卫生院床位数 (2000-2008 年)	14
图 10: 2009 年 1-2 月医药商品的出口比例	14
图 11: 制药工业百强集中度逐年提高 (2006-2008 年)	17
图 12: 制药工业百强销售收入增速逐年提高 (2006-2008 年)	18
图 13: 关键位点的规模底线	18
图 14: 收入增速比较	19
图 15: 百强中上市公司的数量及收入占比 (2005-2008 年)	19
图 16: 制药工业世界前三名与我国前三名相应市场占有率 (2005-2008)	20
图 17: 历年全球医药行业并购总金额	21
图 18: 发达国家大型制药企业收入变化情况 (2006-2009 一季度)	23
图 19: 我国市值最大六家医药公司收入变化情况 (2006-2009 一季度)	24
图 20: FDA 批准的新分子实体药物和新生制品数目 (1996-2008 年)	25
图 21: 美国股市医药板块与道指市盈率比较	25
图 22: A 股医药板块与全部 A 股市盈率比较 (2000-2009.5.20)	26
图 23: 印度股市医药板块与 SENSEX INDEX 市盈率比较	26

表 1: 我国人口参与医疗保险的情况	9
表 2: 2010 年预计筹资总额.....	9
表 3: 部分具有代表性的中成药产品（不完全统计）	11
表 4: 中药国际化的先驱者.....	12
表 5: 我国各级卫生机构数量（2005-2008 年）	13
表 6: 受益的医疗器械类公司	15
表 7: 新国家免疫规划.....	16
表 8: 生物医药上市公司分类	17
表 9: 2009 年海外已完成的收购案及已宣布的收购意向（不完全统计）	21
表 10: 我国医药行业整合情况（2008-2009，不完全统计）	22
表 11: 受益医改程度较大的子行业及公司	27
表 12: 重点上市公司相对估值比较.....	28
表 13: 重点上市公司解禁股情况.....	28

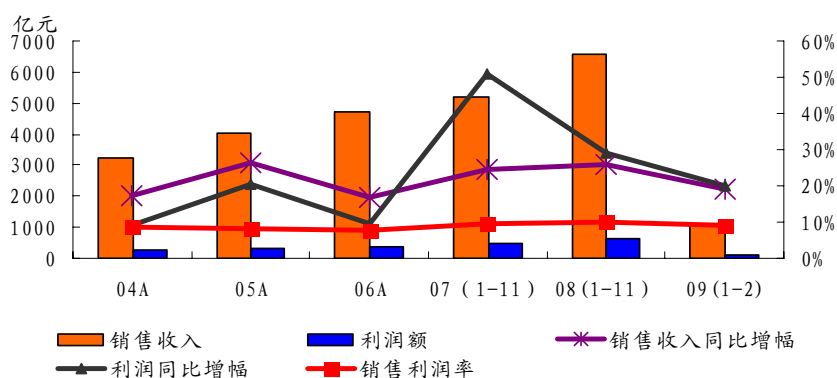
1. 行业回顾：经济危机中的一缕阳光

1.1 纵向比较：保持高速增长

医药行业在经历了2005-2006年的阵痛之后，从2007年进入了转折期，2008年的收入和利润增速分别达到25%和29%，销售利润率更是高达9.83%。

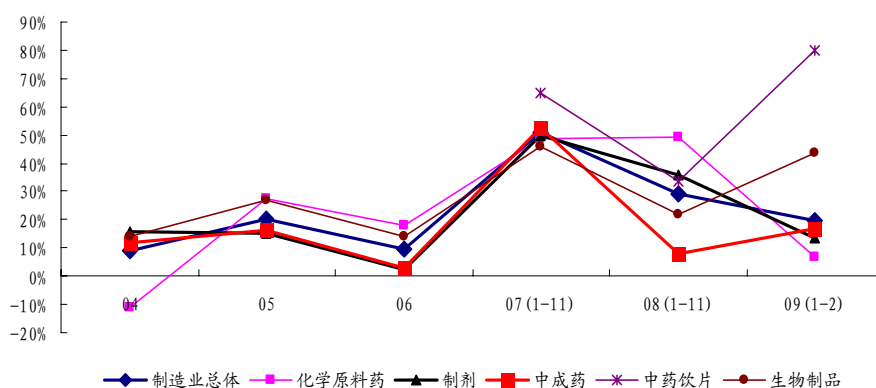
在进入2009年后，行业收入及利润仍保持较快增速。2009年1-2月，行业累计实现销售收入1117.62亿元，同比增长18.96%；累计实现利润总额103.2亿元，同比增长19.85%；销售利润率为9.22%。

图1：医药制造业收入、利润增长情况（2004 - 2009年2月）



资料来源：WIND、中原证券研究所

图2：各子行业利润增长情况（2004 - 2009年2月）



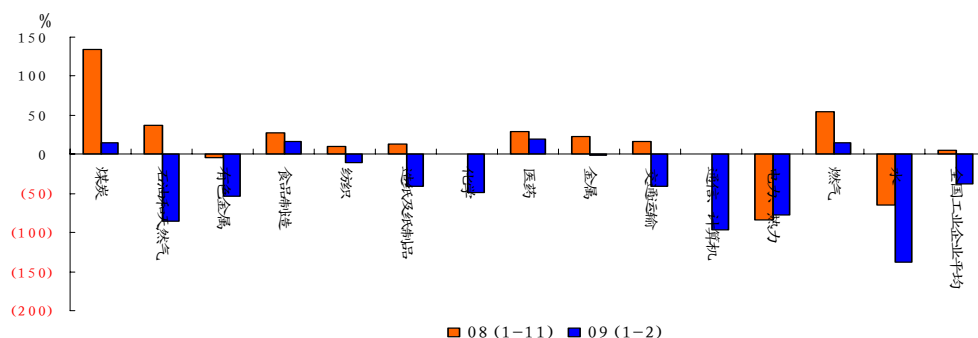
资料来源：WIND、中原证券研究所

1.2 横向比较：领先优势明显

源于美国的金融危机已经迅速转化为全球性的经济危机,我国亦受到了较大的影响。2009年1-2月,全国工业平均增加值同比仅增长3.8%,为近年来的最低值。

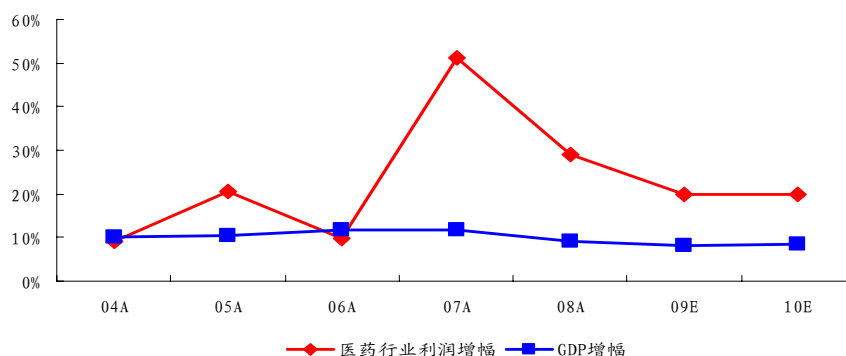
医药行业是关系国计民生的重要行业,医药产品的需求也具有刚性特征。今年1-2月,我国医药行业的增加值同比增长13.5%,快于全国工业平均增长水平9.7个百分点,是12个主要工业行业中增长最快的行业。利润方面优势更为明显,医药行业成为我国主要行业中利润总额增速最快的行业,远高于全国平均-37.07%的水平。

图3: 医药行业利润增速与其他行业的对比



资料来源: WIND、中原证券研究所

图4: 医药行业利润增速与我国GDP增速比较 (2004-2010年)



资料来源: WIND、中原证券研究所

我们预计医药行业利润总额在2009-2010年均将维持20%左右的高增长。这样的增速不仅将领先于国内的大多数行业,并且超过GDP增速的两倍以上。

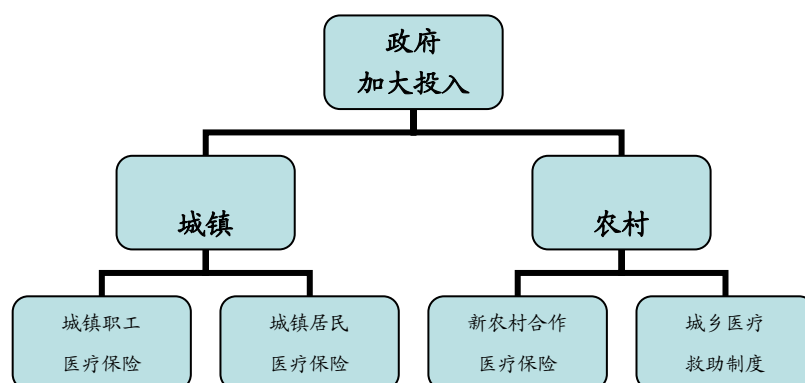
我们认为，政府加大投入及医改方案出台是医药行业持续快速增长的最重要因素。

2. 三年 8500 亿元投入

正如我们在《医药行业2009年投资策略：市场扩容、需求旺盛》中强调的那样，政府加大投入才是医改的重中之重。在新医改方案的实施细则中，最引人注意的内容是3年内各级政府预计投入8500亿元。

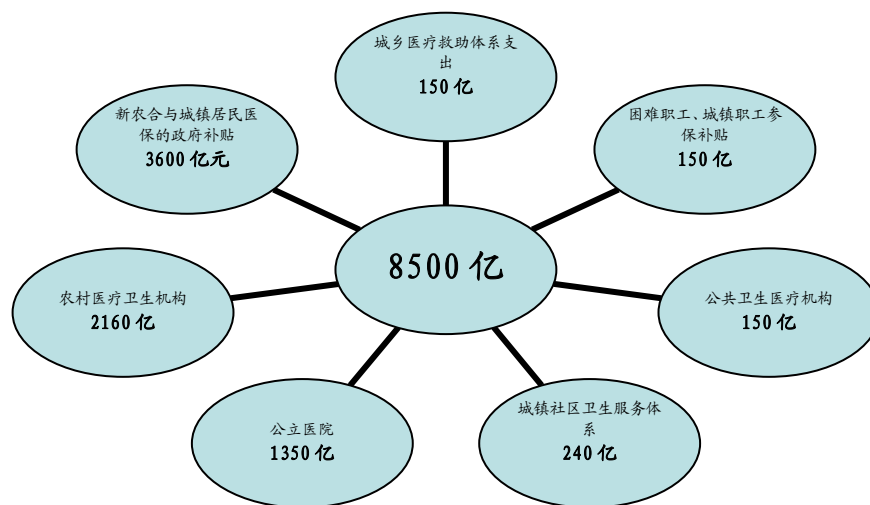
今年将中央财政安排医疗卫生支出1181亿元，并根据医改工作进展陆续下拨，地方各级财政部门也将尽快安排并及时拨付资金。

图5：医改的主要方案



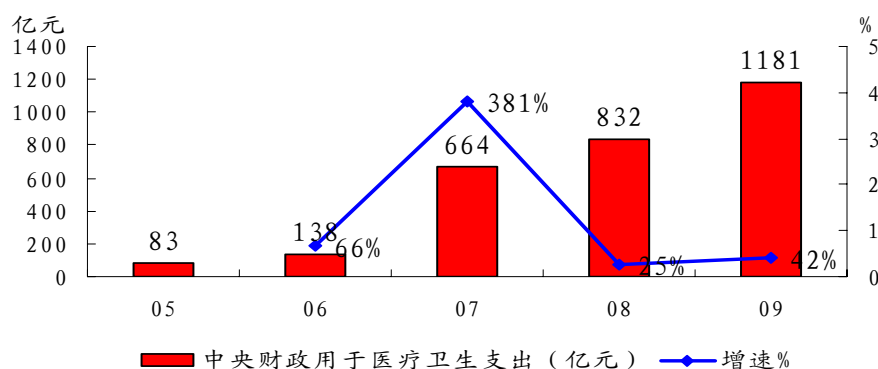
资料来源：中原证券研究所

图6：8500亿元投向



资料来源：WIND、中原证券研究所

图7：中央财政用于医疗卫生的投入不断加大（2005-2009年）



资料来源：WIND、中原证券研究所

3. 医改：五项重点改革

《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》在4月6日正式公布，这也标志着新一轮医改大幕的正式拉开。

医改目标：到2011年，基本医疗保障制度全面覆盖城乡居民，基本药物制度初步建立，城乡基层医疗卫生服务体系进一步健全，基本公共卫生服务得到普及，公立医院改革试点取得突破，明显提高基本医疗卫生服务可及性，有效减轻居民就医费用负担，切实缓解“看病难、看病贵”问题。

医改指出，2009-2011年着力抓好五项重点改革。

3.1 基本医疗保障制度建设：行业收入将水涨船高

加快推进基本医疗保障制度建设。基本医疗保障制度全面覆盖城乡居民，3年内城镇职工、城镇居民、新型农村合作医疗参保（合）率均达到90%以上；逐步提高筹资和保障水平，2010年各级财政对城镇居民基本医疗保险和新型农村合作医疗的补助标准提高到每人每年120元。

截至2009年4月份，全国共有11.32亿人进入了医保，占人口总数的85%。其中新农合的参保率已经超出目标，但城镇职工和居民的参保率仍在90%的目标之下。

表1：我国人口参与医疗保险的情况

	覆盖人口	覆盖占比	未覆盖人口	未覆盖占比
城镇职工基本医疗保险	2 亿	72.21%	1.22 亿	27.79%
城镇居民基本医疗保险	1.17 亿			
新农合	8.15 亿	91.5%	0.76 亿	8.5%
未覆盖人口			1.98 亿	
未覆盖人口占全国总人口			14.89%	

资料来源：WIND、卫生部年鉴、中原证券研究所

我们预计，至2010年，基本医疗保障制度覆盖90%的全国人口后，我国卫生总费用将达到2140亿元，约占2008年1-11月医药行业销售收入的1/3。医药行业的销售收入也将随着参保人数和参保金额的提升而水涨船高。

表2：2010年预计筹资总额

	预计人口 (亿人)	覆盖 目标	预计覆盖 人口 (亿人)	人均筹资 水平(元)	筹资总额 (亿元)
城镇	4.53	90%	4.08	260	1060
农村	9.17	90%	9	120	1080
共计	13.7				2140

资料来源：WIND、卫生部年鉴、中原证券研究所

3.2 国家基本药物目录：价与量的“双刃剑”、中成药尤为受益

3.2.1 迟到的国家基本药物目录

初步建立国家基本药物制度。2009年，公布国家基本药物目录；规范基本

药物采购和配送;合理确定基本药物的价格。政府举办的基层医疗卫生机构全部配备和使用基本药物,其他各类医疗机构也都必须按规定使用基本药物,所有零售药店均应配备和销售基本药物。

我们认为,国家基本药物目录(简称“目录”)是医改方案中影响医药生产公司利润的最关键因素。哪些企业的产品能够进入目录、目录中产品价格下调的幅度这两个关键问题将直接影响企业的利润情况。

4月8日,卫生部曾在国新办举行的新闻发布会上表态,在今年4月底以前,基本药物目录将向社会公布。但至今仍杳无音信。

3.2.2 目录对企业盈利是“双刃剑”

■ 矛盾之一: 价格下调 VS. 销量上升

市场传言入选目录的药品将降价25%,而非此前流传降价15%-20%的说法。对于普药生产企业来说,产品的毛利率多在8%-10%左右,如价格再次下调,其盈利能力便更微乎其微。价格下调、销量上升,二者存在此消彼长的矛盾。

■ 矛盾之二: 研发 VS. 生存

医药行业属于科技企业,研发是医药企业能否长期生存的关键所在。并且,医药产品的研发具有周期长、投入大的特点。我国的高新企业评价标准为每年投入研发占收入的5%。如果产品价格下调,企业将只能获得2%-3%左右的利润,研发将无从谈起,继而难以长期生存。

■ 矛盾之三: 大市场 VS. 小市场

医改方案中规定“政府举办的基层医疗卫生机构全部配备和使用基本药物,其他各类医疗机构也都必须按规定使用基本药物”,但是其他医疗机构使用的比例并未公布。

目前全国共有19000多家县级以上医院,其中三级以上的大中型医院有2800多家。但这些大中型医院却控制着全国60%的处方额。通常全国医药消费量80%由医院处方开出,依此推断,三级医院控有全国药品48%的销售额,几乎掌握一半的生杀大权。而二级以下的基层医疗机构仅占有处方额的30%。

因此,对于拥有独家、优质优价品种的企业来说,进入目录后,其价格下调空间有限,在基本保证原有高毛利率的同时,销量将进一步放大。但是对于此前专攻二级医院以上市场的企业来说,如果其产品进入目录,由于价格下调,不仅原有毛利率将不能维持,而且将失去大量的产品推广费用,继而失去原有市场份额。

3.2.3 中成药受益程度明显

据悉目录中中成药及化学普药的比例基本接近50%:50%。我们认为中成药的受益程度将更为明显,原因如下:

- 多数入选目录的中成药在市场上具有相对或绝对垄断优势,并为“优质优价”产品,其产品毛利率较高,即便降价,对公司业绩影

响较小；而化学普药技术含量较低，生产厂家众多，毛利率极低，部分产品价格面临降无可降的尴尬境地；

- 政策支持。《国务院关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》；
- 中药国际化有望取得突破；
- 相对于化学普药，中成药的群众基础更为突出，接受能力较强

■ 独家、优质优价的中成药进入目录“一箭双雕”

虽然对于普药企业和专攻医院市场的企业存在进入目录与否的取舍，但是对于拥有独家、优质优价的品种来说，进入目录是最佳的选择，可能性亦较大。

这类企业以中成药生产厂家为主，它们的代表性产品多数两线作战，OTC+医院。进入目录后，不仅有望对OTC市场起到带动作用，更为重要的是，其营销短板的医院市场销售额将会进一步放量，企业业绩有望得到较大幅度的提高，可谓“一箭双雕”。

表3：部分具有代表性的中成药产品（不完全统计）

代码	简称	代表性产品
600535	天士力	复方丹参滴丸
000423	东阿阿胶	复方阿胶浆
000538	云南白药	白药系列
600557	康缘药业	桂枝茯苓胶囊等
000919	金陵药业	脉络宁
600222	太龙药业	双黄连口服液
002219	独一味	独一味系列
600085	同仁堂	六味地黄丸等
600332	广州药业	消渴丸
600479	千金药业	千金片
600750	江中药业	健胃消食片
.....		

资料来源：中原证券研究所

■ B. 政策支持

国务院在5月7日下发了《国务院关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》，进一步提高了中成药的行业地位。

五个“坚持”：坚持中西医并重，把中医药与西医药摆在同等重要的位置；坚持继承与创新的辩证统一，既要保持特色优势又要积极利用现代科技；坚持中医与西医相互取长补短、发挥各自优势，促进中西医结合；坚持统筹兼顾，推进中医药医疗、保健、科研、教育、产业、文化全面发展；坚持发挥政府扶持作用，动员各方面力量共同促进中医药事业发展。

■ C. 中药国际化有望取得突破

中成药是我国传统文化的瑰宝，经历了几千年的检验，治疗效果明显。但是由于缺乏现代医学系统的科学理论，中成药在海外的认同度及发展一直止步不前。

目前，国内部分研发能力及资金能力较强的中成药生产企业已经在美国开始就其产品进行现代医学的认证。如最终获得认证，我国中成药将正式进入国际规范市场，并有望获得更大的销量。此外，走出国门的中成药企业也将对国内其他企业起到示范效应，鼓励更多的企业走出去，将我国的传统瑰宝推向世界，完成中药国际化的伟大事业。

表4：中药国际化的先驱者

康缘药业	桂枝茯苓胶囊已完成 FDA 二期临床，下半年进入三期
天士力	复方丹参滴丸年内完成二期临床
白云山和黄	板蓝根颗粒成为国内首个获得美国 NIH 资助的中药产品

资料来源：中原证券研究所

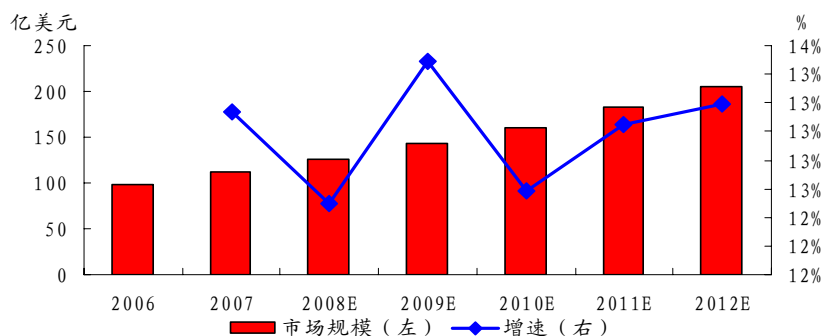
3.3 健全基层医疗卫生服务体系：医疗器械受益

健全基层医疗卫生服务体系。加快农村三级医疗卫生服务网络和城市社区卫生服务机构建设，发挥县级医院的龙头作用，用 3 年时间建成比较完善的基层医疗卫生服务体系。

我们认为，在健全基层医疗卫生服务的过程中，医疗器械行业必将由此受益，并且为整个医改过程中受益最早、最明确的子行业。

根据《国际商业观察》的预测，中国医疗器械市场规模在2012年将达到206亿美元，远高于2008年126亿美元的水平。

图8：中国医疗器械市场规模（2006-2012年）



资料来源：国际商业观察、中原证券研究所

3.3.1 医疗器械国内需求：刚性需求

我们预计，随着政府投入的不断加大，在新增需求和更新需求的共同作用下，国内医疗器械的市场规模将不断扩大。

■ 新增需求

- 我们认为新医改方案的最大亮点就是“将基本医疗卫生制度作为公共产品向全民提供”，尤其加大了对农村医疗卫生机构的投入。从8500亿元的分配来看，其中对农村医疗卫生机构的投入达到了2160亿元，为第二大投资标的。此外，城镇社区卫生服务体系也将获得240亿元的投入。城乡基层医疗机构将在未来三年总计获得2400亿元投资。目前，发改委已在新增中央投资中安排100亿元，专项支持480所县级医院、1993个中心乡镇卫生院和1154个城市社区卫生服务中心建设。
- 我们认为2400亿元投资中较大的比例将用于医疗器械的采购，医疗器械将是最先受益于医改的行业。

■ 更新需求

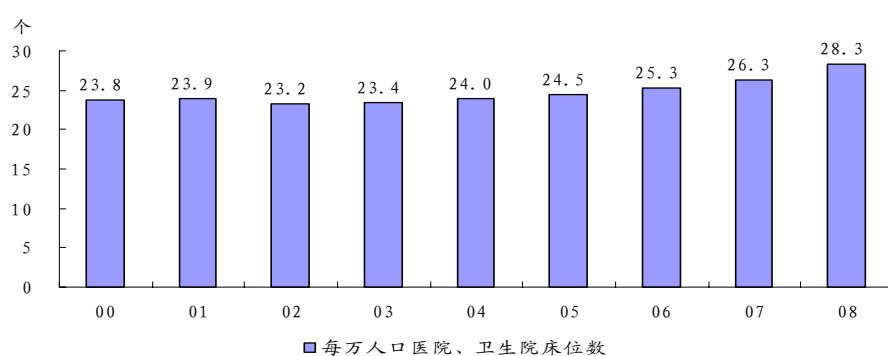
- 截止2008年底，我国的卫生机构总数为27.8万个。虽然绝对量较多，但平均医院、卫生院的床位数仅为28.3个/万人，远远低于其他发展中国家和发达国家的水平。此外，多数基层卫生机构的医疗设备严重老化，75%还属于1980年前的产品，存在强烈的更新需求。

表5：我国各级卫生机构数量（2005-2008年）

	卫生机构总数	医院	乡镇卫生院	社区医院
2005	29.9	1.87	4.09	1.71
2006	30.9	1.92	4.00	2.27
2007	29.8	1.99	3.99	2.71
2008	27.8	1.97	3.91	2.43

资料来源：卫生部、中原证券研究所

图9：我国每万人口医院、卫生院床位数（2000-2008年）

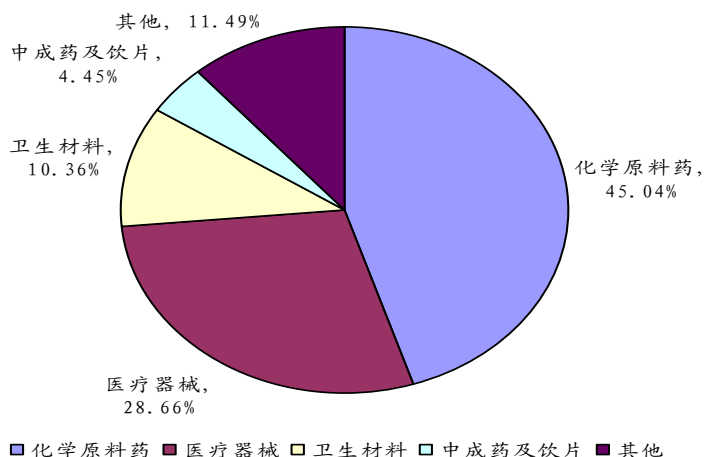


资料来源：WIND、中原证券研究所

3.3.2 医疗器械国际需求：受益于金融海啸

2009年1-2月，我国医药商品出口总额为24亿美元，同比增长了35.82%。其中，医疗器械的出口额为6.88亿美元，占出口总额的28.66%，为第二出口大类。

图10：2009年1-2月医药商品的出口比例



资料来源：WIND、中原证券研究所

金融海啸影响下，各国政府采购医疗器械的成本控制或许会更加严格，这也许是中国质优价廉产品更多进入政府采购范围的极好机会。

表6：受益的医疗器械类公司

代码	简称	主要产品
002223	鱼跃医疗	医用供氧机、血压计、听诊器等
600055	万东医疗	X射线仪、核磁共振仪等
600587	新华医疗	消毒灭菌设备、放射治疗设备

资料来源：中原证券研究所

3.4 基本公共卫生服务：生物医药受益

促进基本公共卫生服务逐步均等化。国家制定基本公共卫生服务项目，从2009年起，逐步向城乡居民统一提供疾病预防控制、妇幼保健、健康教育等基本公共卫生服务。实施国家重大公共卫生服务项目，有效预防控制重大疾病及其危险因素，进一步提高突发重大公共卫生事件处置能力。

3.4.1 国家高度重视生物医药行业

国务院常务会议5月13日讨论并原则通过《促进生物产业加快发展的若干政策》。会议认为，必须抓住世界生物科技革命和产业革命的机遇，以生物医药、生物农业、生物能源、生物制造和生物环保产业为重点，大力发展现代生物产业，将生物产业培育成为我国高技术领域的支柱产业。相关三项主要工作：转基因生物新品种培育、重大新药创制、艾滋病和病毒性肝炎等重大传染病防治。

2008年4月，我国在现行“五苗”的基础上，将甲肝疫苗等四苗纳入国家免疫规划。目前，全国31个省（区、市）和新疆生产建设兵团均已完成第一轮甲肝疫苗、流脑疫苗和乙脑疫苗的采购，有24个省（区、市）采购了麻腮风疫苗。

表7：新国家免疫规划

现行五苗	乙肝疫苗	卡介苗
	脊灰疫苗	百白破疫苗
	麻疹疫苗	
新增四苗	甲肝疫苗	流脑疫苗
	乙脑疫苗	麻腮风疫苗

资料来源：健康报、中原证券研究所

中央财政转移支付免疫规划经费2007年度为27.21亿元，2008年度增加到29.07亿元，主要负担各省（区、市）扩大国家免疫规划疫苗、注射器采购经费，对贫困地区儿童按2元/剂次的标准补助。据不完全统计，2007年度、2008年度各省级财政投入免疫规划资金分别达7.81亿元、8.85亿元，其中江西、江苏、广东、北京等地比上年增加1000万元以上。省级财政投入主要用于疫苗采购、冷链装备、接种补助、监测经费等。

3.4.3 国家有望加大收储力度，生物医药类公司收益

截至5月14日，全球共有33个国家和地区确认了超过6000例甲型H1N1病例，死亡人数为65人。我国已经确认了2例输入性病例。疫情由国外向内地传导，意味着甲型H1N1流感已经上升到国家突发公共卫生事件的警戒高度。

随着SARS、禽流感、甲型H1N1等重大传染疾病的流行，我国已经扩大了国家免疫规划疫苗范围。我们预计，随着新传染病的不断出现，再加上医改中对于基本公共卫生和重大疾病控制的规划，国家加大对相关疫苗和药品的收储力度已势在必行，相关生物医药类公司必将受益。

3.4.2 生物医药上市公司分类

表8: 生物医药上市公司分类

人用疫苗	动物疫苗	疫苗概念	诊断试剂	干细胞	单抗	基因概念	其他
天坛生物	中牧股份	重庆啤酒	达安基因	ST 中源	兰生股份	友好集团	通化东宝
华兰生物	金宇集团	岳阳兴长	科华生物		华神集团	ST 四环	双鹭药业
长春高新	天康生物				海正药业		华北制药
辽宁成大	联环药业						
海王生物							

资料来源: 健康报、中原证券研究所

3.5 公立医院改革: 医药商业受益

推进公立医院改革试点。改革公立医院管理体制、运行机制和监管机制, 积极探索政事分开、管办分开的有效形式。完善医院法人治理结构。推进公立医院补偿机制改革, 加大政府投入, 完善公立医院经济补偿政策, 逐步解决“以药补医”问题。

我们认为此项改革推进的难度最大。如果要解决“看病难、看病贵”、“以药补医”的现实问题, 必须先要解决医院的利润和医务人员的激励机制问题。是提高医疗价格, 还是国家加大投入, 将公立医院彻底变成非盈利机构? 我们预计在国家加大投入的同时, 医院将提高药事服务费(包括挂号费用、专家门诊费用等), 即医院的盈利模式将由“高价卖药、平价诊疗”向“医药分开、国家补贴、高价诊疗”过渡。

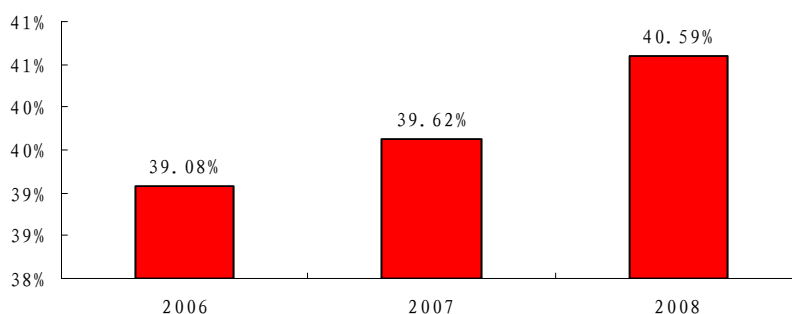
现在部分省市的公立医院已经展开了“医药分开”的试点, 预计随着改革的不断推进, 医药流通行业的市场容量将不断扩大, 企业的话语权也将得到较大的提升, 医药商业将成为医改的主要受益者之一。建议重点关注流通行业龙头国药股份(600511)和未来药房托管领域有望持续扩大的南京医药(600713)。

4. 强者恒强

4.1 行业集中度进一步提升

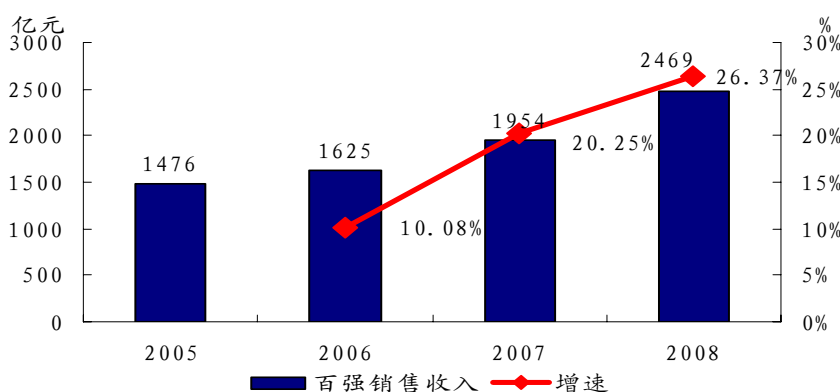
制药工业(中成药、中药饮片、化学制剂、化学原料药、生物制剂)百强集中度达到40.59%, 同比上升0.97个百分点。百强的总销售收入为2469.37亿元, 同比增长26.37%, 较2007年的增幅提高了6.12个百分点。

图11: 制药工业百强集中度逐年提高(2006-2008年)



资料来源：中国医药经济信息网、中原证券研究所

图12：制药工业百强销售收入增速逐年提高（2006-2008年）



资料来源：中国医药经济信息网、中原证券研究所

4.2 强者恒强，关注龙头

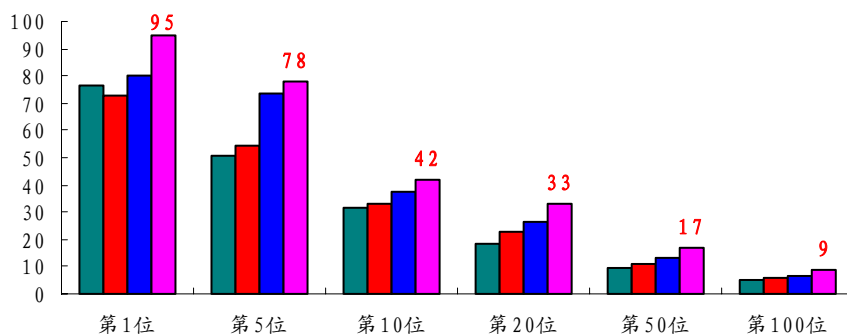
4.2.1 制药百强门槛提高

进入百强的规模底线在不断提升。根据中国医药信息网的统计，2008年进入百强的企业规模底线已经超过8.9亿元，同比2007年第100位企业规模增长了37%。

2008年，第50名的收入规模为17亿元，第20名的收入规模为33亿元，第10名的收入规模为42亿元。

图13：关键位点的规模底线

单位：亿元

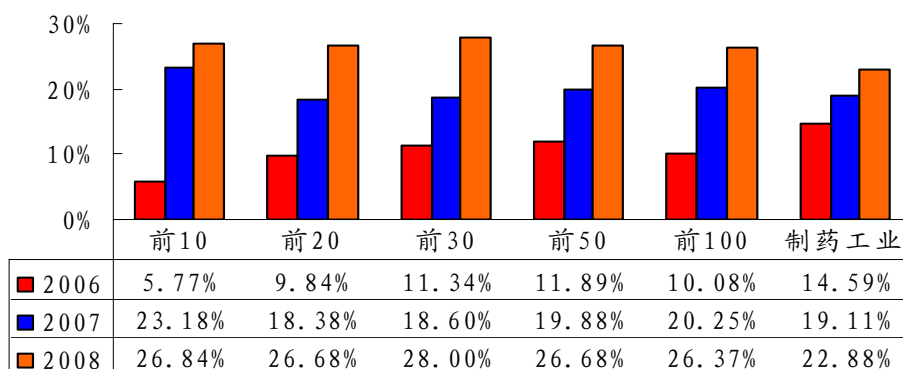


资料来源：中国医药经济信息网、中原证券研究所

4.2.2 百强优势愈加明显

根据中国医药经济信息网的统计，从2007年开始，百强的收入增速已经超过了整个制药工业的收入增速，2008年超过了近4个百分点。在百强之中，前30强的优势更为明显，2008年收入增速超过制药工业5个百分点。

图14：收入增速比较

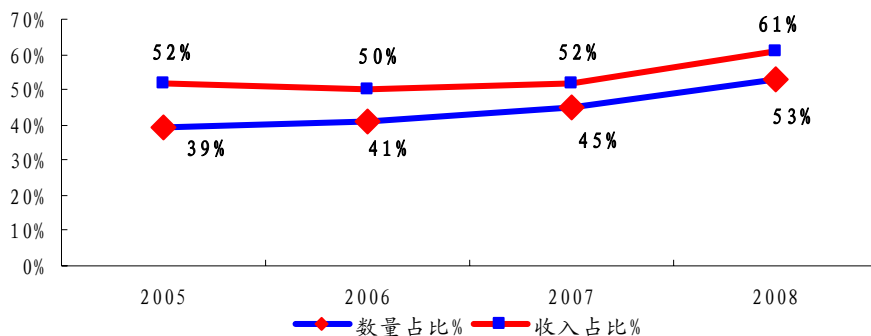


资料来源：中国医药经济信息网、中原证券研究所

4.2.3 上市公司收入占比为 61%

百强中上市公司数量的占比在不断提高，2008年达到了**53%**，较2007年提高了8个百分点。此外，上市公司销售收入的占比也有了明显提高，2008年达到了60.92%，较2007年提高了9个百分点。由于上市公司拥有直接融资的平台，随着企业规模的扩大，销售收入的提升成为了必然结果。

图15：百强中上市公司的数量及收入占比（2005-2008年）

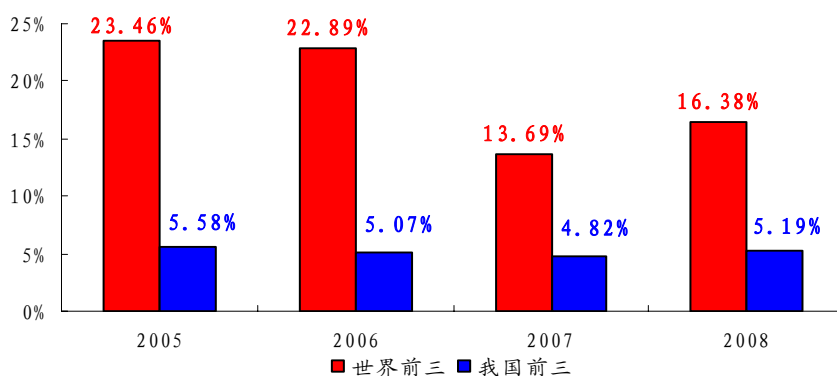


资料来源：中国医药经济信息网、中原证券研究所

4.2.4 集中度与国际差距较大

通过与国际制药巨头在市场占有率方面的比较发现,国内大型制药公司无论在销售收入、市场占有率等方面距离国际巨头均有非常大的差距。

图16：制药工业世界前三名与我国前三名相应市场占有率（2005-2008）



资料来源：中国医药经济信息网、中原证券研究所

4.3 收购兼并方兴未艾

4.3.1 经济危机使海外整合进入高潮

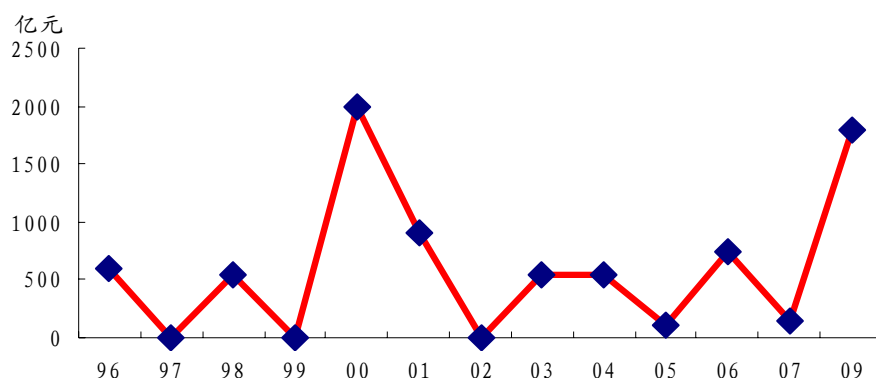
纵观国际制药巨头成长历程发现，导致其不断发展壮大的主因为二：

- 强大的研发能力，通过专利药迅速抢占市场，并长期占据；
- 通过不断的收购兼并扩大其资产，并扩大销售收入。

受经济危机的冲击，海外资本市场普遍下跌，这为有实力的公司收购其他相对规模较小公司提供了良好机会。

2009年以来，海外医药公司掀起了一波并购潮。全球医疗保健行业已经陆续宣布了360多笔，总额达到1800亿美元的收购行动。继辉瑞制药收购惠氏、默克公司收购先灵葆雅、瑞士罗氏公司收购基因泰克这三宗大规模药企并购之后，市场传闻多家医药企业还将被卷入这一轮并购潮。

图17：历年全球医药行业并购总金额



资料来源：中原证券研究所、中国证券报

表9：2009年海外已完成的收购案及已宣布的收购意向（不完全统计）

已完成收购			
时间	收购方	被收购方（收购项目）	收购金额 (亿美元)
2009年1月	辉瑞	惠氏	680
2009年1月	雅培	Advanced Medical Optics (EYE)	22
2009年2月	灵北药厂	Ovation Pharmaceuticals	9
2009年3月	默克	先灵葆雅	411
2009年3月	罗氏	基因泰克	468
2009年4月	Express Scripts	NextRx	47
宣布的收购意向			
	赛诺菲-安万特	食品或营养公司	15
	Astellas	CVTX	10
	Allergan	眼科类产品	
	葛兰素史克	Piramal Healthcare	

资料来源：中原证券研究所、中国证券报、Bloomberg、医药经济信息网

4.3.2 我国药企整合将愈演愈烈

我国医药企业数量众多，产品同质化严重，竞争激烈；随着行业不断发

展，龙头企业通过收购兼并的形式整合其他规模较小的企业将愈演愈烈，龙头企业的销售规模、价格话语权、市场占有率也将不断提高。

从2008年开始，我国医药行业已经开始了整合的进程。除了国内的并购行动之外，部分企业利用经济危机的机会，实施“走出去”策略，收购了部分海外资产。

表10：我国医药行业整合情况（2008-2009，不完全统计）

收购方	被收购方	涉及金额
国内		
百汇控股	瑞新医疗	5062 万美元
九芝堂	科伦药业	2000 万人民币
万全药业	CBI 生物医药	700 万美元
先声药业	中人药业	6482 万人民币
利和经销	环球制药	1.092 亿港元
恒瑞医药	华晨医药	2296 万人民币
天坛生物	蓉生药业	2.5 亿人民币
老百姓大药房	海成大药房	2000 万人民币
中国医药	华丽九州	8000 万人民币
康美药业	盛龙堂	500 万人民币
康美药业	新开河	3900 万人民币
药明康德	AppTec（美国）	1.51 亿美元
“走出去”		
深圳迈瑞	Datascope（美国）	2.02 亿美元
万全科技	CBI（美国）	312 万美元
惠远药业	新中医药（新加坡）	N/A
期待中		
中生集团整合；天坛生物		
上实系整合；上海医药，上实医药、中新药业		
央企 5 变 3		

资料来源：中原证券研究所

我国制药企业数量众多，产品同质化严重。在新医改的背景下，我们预计相当一部分中小企业将面临被淘汰或收购的命运，而龙头企业则将利用这一机会迅速扩张，进一步提高自身的市场占有率，实现强者恒强；同时我国制药工业的行业集中度也有望不断的提高。

5. 新兴医药市场崛起

5.1 全球医药行业未成“避风港”

虽然国内医药行业收入和利润在经济危机的背景下保持了较快的增长，但全球的医药行业并非如此。预计2009年，全球药品销售额将仅增长2.5%-3.5%，总额大约为7500亿-7600亿美元。这一增长率是过去25年内的最低值。

美国一家调研机构认为，这一影响将持续至2010年，并将全球制药市场的年均复合增长率下调至3%-6%，而2004-2007年间，这一增长率达到了6.6%-7.9%。

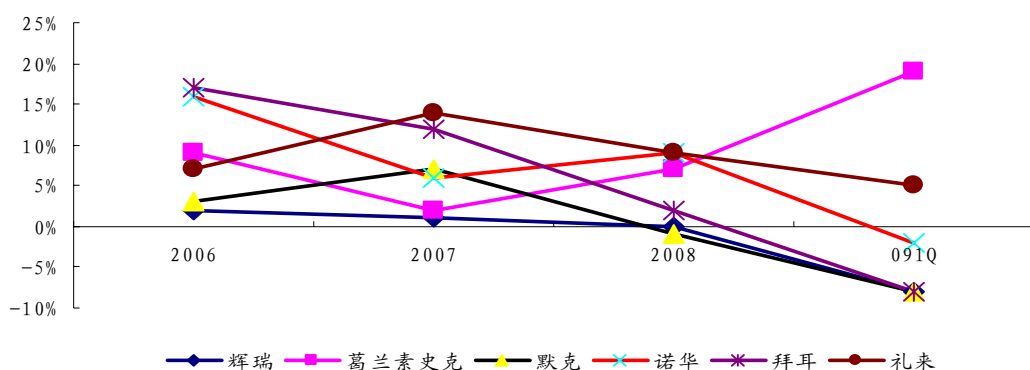
5.2 受影响程度不一

5.2.1 发达国家收入增长率放缓

以美国为代表的发达国家受经济危机的影响较大，导致消费者缩减了药品之类的日常开支。

根据《医药经济报》的报道，美国制药业的增长已经陷入了停滞状态。根据该调研机构的预测，2008年美国处方药销售额仅增长了1.3%，达到2910亿美元；处方量更是仅增长了0.9%。大型制药公司的业绩亦出现了明显的下滑。

图18：发达国家大型制药企业收入变化情况（2006-2009一季度）



资料来源：Bloomberg、中国医药经济信息网、中原证券研究所

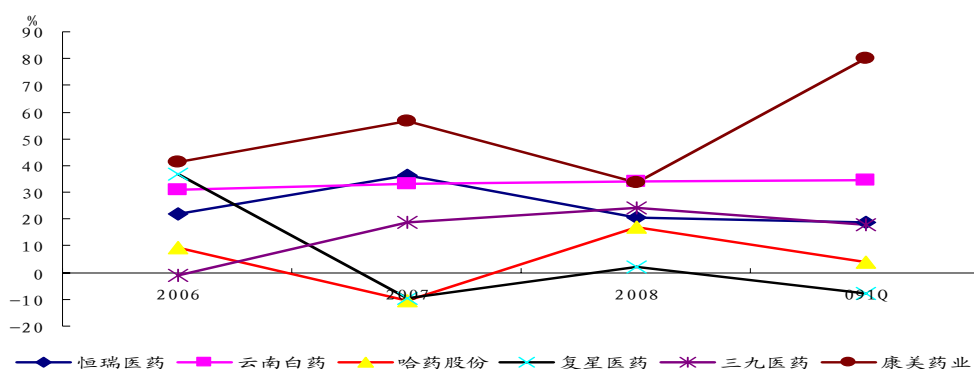
美国药品销售对全球制药业增长的贡献份额出现了下降的态势。虽然在全球药品销售中美国依然占据了近50%的比例，但美国对全球制药行业的增长贡献率将从2000年的42%下降至2009年的9%。此外，包括加拿大、法国、

日本、西班牙、意大利、英国在内的“成熟医药市场”的本国增长率也将下降至1%-4%之间。

5.2.2 新兴制药市场崛起

根据《医药经济报》报道，2009年，七大新兴制药市场（中国、巴西、墨西哥、韩国、印度、土耳其、俄罗斯）将为全球制药市场贡献一半的增幅，到2013年，七大新兴制药市场将为全球制药市场贡献平均40%的增幅。中国目前是世界上第六大制药市场。到2011年，中国将成为第三大制药市场。

图19：我国市值最大六家医药公司收入变化情况（2006-2009一季度）



资料来源：WIND、中原证券研究所

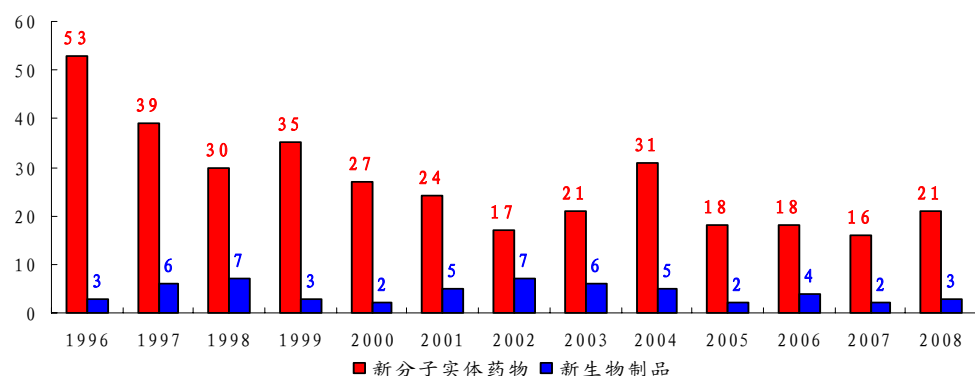
6. 估值虽高，成长依旧

中国、印度和美国是全球医药强国，美国是传统龙头，中国、印度为后起之秀。我们通过对市盈率的观察来分析这三个国家医药板块的估值情况。

6.1 美国：研发能力下降导致估值优势丧失

经济危机中，美国医药行业受到了较大的影响，主要体现为研发资金的短缺。近年来，美国FDA新批品种在不断减少，虽然2008年新批品种数量有所反弹，但创新性却远不如从前，属于全新类别新药NMEs只占到总数的40%左右。

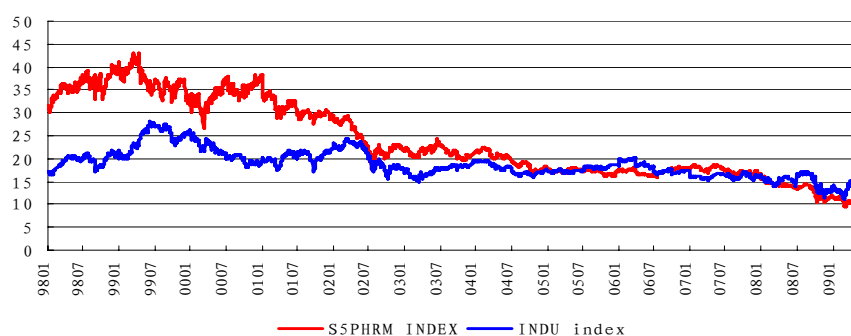
图20: FDA批准的新分子实体药物和生物制品数目 (1996-2008年)



资料来源: 中国医药经济信息网、中原证券研究所

出色的研发及创新能力是过去几年美国医药行业的最大亮点,但随着这一亮点的褪色,再加上对全球医药行业贡献度的不断降低,美国医药板块在二级市场的表现亦差强人意,并丧失了原有的估值优势。

图21: 美国股市医药板块与道指市盈率比较

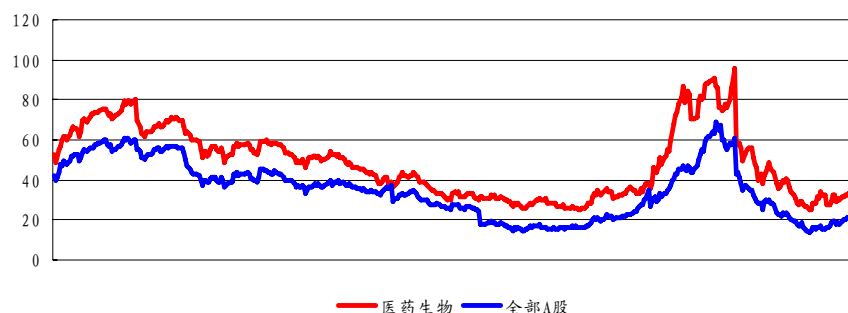


资料来源: Bloomberg、中原证券研究所

6.2 中印两国: 高成长享受高估值

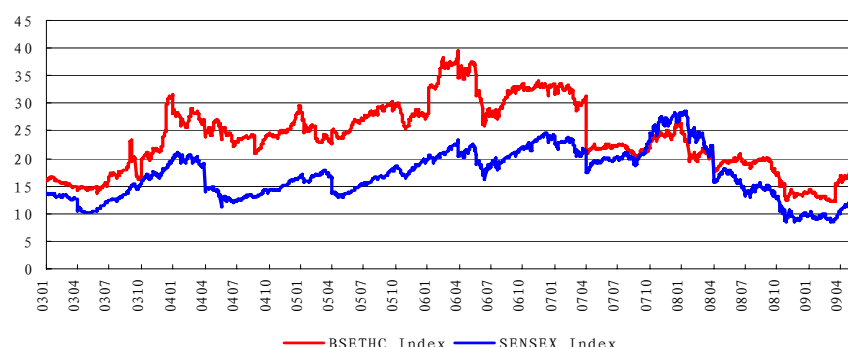
通过比较发现, 中印两国医药板块的市盈率均高于对应大盘的市盈率。

图22: A股医药板块与全部A股市盈率比较 (2000-2009.5.20)



资料来源: WIND、中原证券研究所

图23: 印度股市医药板块与SENSEX Index市盈率比较



资料来源: Bloomberg、中原证券研究所

我们在《医药行业2009年投资策略: 市场扩容、需求旺盛》中提到, 中印两国医药板块享受较高的估值是可以理解的。

- 首先, 中、印是正在崛起的医药大国, 在国际上均有具有竞争力的产品。在发达国家医药行业受经济危机影响行业增速减缓的情况下, 未来中、印两国的医药行业仍将保持较快的增速, 成为国际医药市场的最大亮点;
- 其次, 由于两国人民收入不断提高, 再加上基础医疗保险制度正在建设, 保证了未来强大的内需。两国医药行业抵御经济危机的能力极强;
- 最后, 国际主要专利药将进入到期高峰, 再加上受金融危机影响导致的消费能力下降, 仿制药拥有了空前的市场空间。中、印两国将借此良机, 发挥自身在仿制药方面的专长, 迅速抢占市场份额, 进一步扩大在国际医药市场的影响力。

7. 投资策略：受益医改，行业龙头

医改大幕已经拉开，政府投入也将加大，市场扩容明显，医药行业的收入和利润也将水涨船高。我们预计医药行业的利润2009年、2010年都将保持20%左右的稳定增速，远高于GDP和国内其他行业，对国际医药市场的贡献度亦将大幅增加。鉴于以上判断，我们依然维持医药行业“强于大市”的投资评级。

建议关注两条投资主线：

- 受益于医改程度较深的子行业及公司。虽然整体医药行业都将从医改中受益，但程度不同。我们认为，中成药、医疗器械、生物医药、医药商业这四个子行业受益程度较大。
- 龙头公司，强者恒强。未来我国医药行业的集中度将不断提升，行业龙头资源优势明显，在提高研发能力获得新品的同时，将不断通过收购兼并以获取更多的市场份额。

表11：受益医改程度较大的子行业及公司

子行业	公司
中成药	000423 东阿阿胶
	600535 天士力
	600557 康缘药业
	600085 同仁堂
医疗器械	002223 鱼跃医疗
	600587 新华医疗
生物医药	002007 华兰生物
	002022 科华生物
	600161 天坛生物
医药商业	600511 国药股份
	600713 南京医药

资料来源：中原证券研究所

8. 重点上市公司相对估值比较及解禁股情况

8.1 重点上市公司相对估值比较

表12: 重点上市公司相对估值比较

	每股收益 (元)				每股净资产 (元)	收盘价 (元)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)	投资评级
	08A	1Q09	09E	10E	1Q09	0525	08A	09E	10E	1Q09	
东阿阿胶	0.55	0.14	0.64	0.77	2.83	16.83	30.60	26.30	21.86	5.95	增持
康美药业	0.19	0.07	0.28	0.38	1.98	7.31	38.47	26.11	19.24	3.69	增持
天士力	0.52	0.11	0.64	0.80	3.62	14.62	28.12	22.84	18.28	4.04	增持
国药股份	0.81	0.24	1.03	1.33	3.71	30.79	38.01	29.89	23.15	8.30	增持
山东药玻	0.55	0.14	0.65	0.78	5.78	11.43	20.78	17.58	14.65	1.98	买入
华海药业	0.50	0.12	0.66	0.80	3.75	14.10	28.20	21.36	17.63	3.76	买入
华兰生物	0.52	0.10	0.78	0.94	3.16	26.00	50.00	33.33	27.66	8.23	增持
恒瑞医药	0.68	0.34	1.19	1.42	3.56	31.67	46.57	26.61	22.30	8.90	增持
通化东宝	0.13	0.07	0.32	0.51	3.97	15.66	120.46	48.94	30.71	3.94	增持
康缘药业	0.44	0.12	0.58	0.73	3.69	13.68	31.09	23.59	18.74	3.71	增持
同仁堂	0.50	0.15	0.58	0.65	5.64	16.14	32.28	27.83	24.83	2.86	增持
科华生物	0.41	0.11	0.50	0.59	2.09	16.96	41.37	33.92	28.75	8.11	增持
天坛生物	0.27	0.08	0.46	0.63	1.44	19.26	71.33	41.87	30.57	13.38	增持
南京医药	0.12	0.04	0.22	0.27	1.97	8.43	70.25	38.32	31.22	4.28	增持

资料来源: 中原证券研究所

8.2 重点上市公司解禁股情况

表13: 重点上市公司解禁股情况

股票名称	解禁时间	解禁股数 (亿股)	解禁股类型	占流通股本比例%	占总股本比例%
东阿阿胶	2009.7.17	1.3	认股权证行权	32.54	25
	2010.6.1	1.21	股改限售	30.09	23.12
康美药业	2009.5.25	1.67	认股权证行权	10.89	10.89
国药股份	2009.8.23	1	股改限售	72.45	42.01
华兰生物	2009.08.04	0.13	定向增发	3.69	3.55
恒瑞医药	2009.6.20	1.96	股改限售	46.09	31.55
通化东宝	2011.6.7	1.27	股改限售	52.73	34.52
康缘药业	2011.11.16	0.82	股改限售	34.65	25.6
天坛生物	2009.5.25	2.5	股改限售	51.27	51.27
南京医药	2009.7.17	0.53	股改限售	26.58	21

资料来源: WIND、中原证券研究所

9. 风险提示

- 配套的医改细则仍未出台，如国家基本药物目录、医药分开等。我们将保持持续的跟踪；
- 入选国家基本药物目录的产品价格将下调，对部分企业的利润将造成负面影响；
- 如产品价格再次普遍下调，行业的研发能力将受到抑制，尤其是化学制剂行业；
- 如全球性经济危机继续蔓延，我国医药行业的出口将受到进一步的负面影响。

10. 重点上市公司

东阿阿胶 (000423): 双渠道优势, 受益医改

增持 (维持)

市场数据 (2009 年 05 月 25 日)

收盘价 (元)	16.83
一年内最高/最低 (元)	29.54/12.58
沪深300 指数	2752.72
市净率 (倍)	5.95
流通市值 (亿元)	67.72

基础数据 (2009 年 03 月 31 日)

每股净资产 (元)	2.83
每股经营现金流 (元)	0.13
毛利率 (%)	44.35
净资产收益率 (%)	5.13
资产负债率 (%)	14.79
总股本/流通股 (万股)	52,376/40,244
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



关键要素:

公司品牌优势明显; 双渠道销售模式受益医改; 一季度业绩可能为全年低点。

投资要点:

- 公司是一家资源型的中药企业, 除了出色的品牌能力之外, 还拥有较强的原材料垄断优势。公司正在从第一补血品牌向第一滋补品牌转变。公司产品同时在医院和 OTC 市场销售, 拥有双渠道优势, 成为医改的主要受益者之一。
- 公司 2009 年一季报低于预期。实现营业收入 4 亿元, 同比下降 7.03%; 实现归属于母公司所有者的净利润 7593 万元, 同比下降 0.09%; 基本每股收益为 0.14 元。
- 虽然公司在 2008、2009 年初对主要产品进行了小幅的提价, 但为了控货, 公司在一季度基本没有发货, 是导致业绩不佳的主因。
- 营销和原材料的管理将依然是公司 09 年工作的重中之重。营销方面, 阿胶系列产品的研发向“市场导向型”和“市场领导型”的转变; 原材料方面, 加大对驴皮资源的控制, 进一步推进“以肉谋皮”的战略方针。
- 公司一季度业绩有望成为全年的低点, 随着对销售渠道控制能力的加强, 公司的提价效应将在业绩中显现。
- 股价刺激因素: 产品进入国家基本药物目录、产品再次提价、权证行权、股权激励。
- 预计公司 2009 年、2010 年的 EPS 分别为 0.62 元、0.74 元, 对应的动态市盈率分别为 26.30 倍、21.86 倍, 维持“增持”的投资评级。
- 风险提示: 保健品受宏观经济下滑的影响较大; 权证行权摊薄业绩。

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入 (亿元)	13.81	16.86	19.39	23.27
增长比率 (%)	28.35	22.09	15	20
净利润 (亿元)	2.06	2.87	3.34	4.02
增长比率 (%)	38.26	39.32	16.36	20.36
每股收益 (元)	0.39	0.55	0.64	0.77
市盈率 (倍)	44.43	31.86	26.30	21.86

康美药业 (600518): 初成“白马股”

增持 (维持)

市场数据 (2009 年 05 月 25 日)

收盘价 (元)	7.31
一年内最高/最低 (元)	16.68/5.82
沪深300 指数	2752.72
市净率 (倍)	1.85
流通市值 (亿元)	111.76

基础数据 (2009 年 03 月 31 日)

每股净资产 (元)	3.96
每股经营现金流 (元)	0.14
毛利率 (%)	28.30
净资产收益率 (%)	3.61
资产负债率 (%)	33.16
总股本/流通股 (万股)	76,440/76,440
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



关键要素:

主业稳定发展, 外延式扩张相伴, 初成白马股。

投资要点:

- 公司是我国中药饮片行业的龙头企业, 公司已形成了中药材、中药饮片加工、中药流通乃至中医院产业链。
- 我们认为外延式增长将成为近几年公司发展的主要方向, 并且通过在全国范围内的收购和整合资产进一步增厚公司的业绩。
- 公司在 2008 年 9 月收购了新开河公司, 新开河红参系列 300 多个品规有力地丰富了公司中药产品链; 同年 10 月, 公司又收购了隆盛堂公司, 将有望进入北京、天津等省市的中医院及综合类医院。2009 年 4 月, 公司与广东一致药店有限公司计划开展 5 年期中药品类战略合作, 为其产品进一步扩宽了销售渠道。
- 预计公司未来在保持中药饮片产业稳定发展的同时, 利用资金优势, 不断通过外延式发展以扩大其资产结构及销售半径, 公司也已初步成为了医药行业的“白马股”之一。
- 预计公司 2009 年、2010 年的 EPS 分别为 0.28 元、0.38 元, 对应的动态市盈率分别为 26.11 倍、19.24 倍, 维持“增持”的投资评级。
- 风险提示: 对收购企业的整合效应仍需观察。

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入 (亿元)	12.94	17.27	23.31	30.30
增长比率 (%)	56.66	33.46	35	30
净利润 (亿元)	1.79	2.95	4.35	5.90
增长比率 (%)	79.00	64.80	47.45	35.71
每股收益 (元)	0.12	0.19	0.28	0.38
市盈率 (倍)	70.94	43.01	26.11	19.24

天士力 (600535): 业绩保持长期稳定增长

增持 (维持)

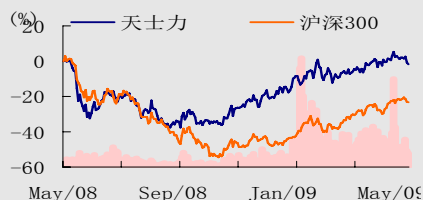
市场数据 (2009 年 05 月 25 日)

收盘价 (元)	14.62
一年内最高/最低 (元)	16.86/9.47
沪深300 指数	2752.72
市净率 (倍)	4.04
流通市值 (亿元)	71.35

基础数据 (2009 年 03 月 31 日)

每股净资产 (元)	3.62
每股经营现金流 (元)	0.20
毛利率 (%)	28.19
净资产收益率 (%)	2.96
资产负债率 (%)	44.78
总股本/流通股 (万股)	48,800/48,800
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



关键要素:

复方丹参滴丸仍为公司主要收入和利润来源, 业绩有望保持长期稳定增长。

投资要点:

- 2009 年一季报实现归属于上市公司股东的净利润为 5235.48 万元, 同比增长 24.55%; 每股收益为 0.11 元。
- 复方丹参滴丸是我国单品销售收入最大的药品, 2008 年突破了 13 亿元, 同比增长 10%。《国家基本药物目录》有望在近期出台, 该产品进入目录几乎没有太大的悬念。
- 公司在 2000 年后开始主攻农村市场。在复方丹参滴丸 2008 年的收入结构中, 县级以下医院市场和地级以上医院市场的比例达到了 4:6。农村医疗市场是医改方案中的重点, 公司有望凭借其在农村市场的优势进一步扩大复方丹参滴丸的销量。
- FDA 二期认证有望在年内完成, 公司产品向国际市场进军的步伐将进一步加快。
- 公司二线产品, 如水林佳等, 预计将在 09 年继续放量; 此外, 公司还将有新品在年内上市, 有望进一步增厚公司的业绩。
- 我们认为在复方丹参滴丸和其他产品的带动下, 公司业绩有望保持长期稳定增长。预计公司 2009、2010 年的 EPS 分别为 0.64 元、0.80 元, 对应的动态市盈率分别为 22.84 倍、18.28 倍, 维持“增持”的投资评级。
- 风险提示: FDA 认证存在较大不确定性。

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入 (亿元)	28.19	34.34	41.21	49.45
增长比率 (%)	16.30	21.82	20	20
净利润 (亿元)	1.86	2.56	3.15	3.94
增长比率 (%)	(11)	37.63	23.08	25.08
每股收益 (元)	0.38	0.52	0.64	0.80
市盈率 (倍)	39.53	28.74	22.84	18.28

国药股份 (600511): 受益医改, 强者恒强

增持 (维持)

市场数据 (2009 年 05 月 25 日)

收盘价 (元)	30.79
一年内最高/最低 (元)	57.88/21.05
沪深300 指数	2752.72
市净率 (倍)	8.30
流通市值 (亿元)	42.74

基础数据 (2009 年 03 月 31 日)

每股净资产 (元)	3.71
每股经营现金流 (元)	0.34
毛利率 (%)	9.29
净资产收益率 (%)	6.54
资产负债率 (%)	55.29
总股本/流通股 (万股)	23,940/13,882
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



关键要素:

公司是我国医药商业的龙头企业, 将直接受益于医改。

投资要点:

- 公司是我国最大的医药流通企业之一。公司不仅具有明显的渠道优势, 并且实现了对上游产品的控制权。公司将充分分享行业成长的盛宴, 未来业绩仍将保持快速、稳定的发展。
- 公司的纯销业务主要集中在北京这一全国最大的医院市场, 此外北京也是全国最早开展社区医院的城市之一, 随着市场的不断扩容, 预计公司的纯销业务将保持 25% 左右的增速, 分销业务也将保持 25% 左右的增速。
- 虽然公司不再是国家唯一的一级麻醉药品分销商, 但公司对上下游的较强的控制力较强。预计公司麻醉药品分销业务仍将保持 30% 左右的增速。
- 公司将直接受益于医改。医改中明确提出医药分开的方案, 虽然现在未有具体的执行措施出台, 但医药分开的大方向已经确定, 以公司为代表的大型医药流通企业将利用其渠道优势增厚自身收益。
- 通过收购兼并, 做大做强。我国医药商业将复制发达国家的发展模式, 即通过不断的收购及兼并做大做强。公司作为国内医药商业行业的龙头企业, 未来的市场份额有望不断提升。
- 预计公司 2009、2010 年的 EPS 分别为 1.03 元、1.33 元, 对应的动态市盈率分别为 29.89 倍、23.15 倍, 维持“增持”的投资评级。
- 风险提示: 医药分开政策仍未出台

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入 (亿元)	35.74	43.85	52.62	64.72
增长比率 (%)	27.14	22.69	20	23
净利润 (亿元)	1.31	1.94	2.47	3.19
增长比率 (%)	57.83	48.09	27.16	29.13
每股收益 (元)	0.55	0.81	1.03	1.33
市盈率 (倍)	55.66	37.65	29.89	23.15

华海药业 (600521): 制剂认证进入加速期

买入 (维持)

市场数据 (2009 年 05 月 25 日)

收盘价 (元)	14.10
一年内最高/最低 (元)	18.90/9.16
沪深300 指数	2752.72
市净率 (倍)	3.76
流通市值 (亿元)	42.19

基础数据 (2009 年 03 月 31 日)

每股净资产 (元)	3.75
每股经营现金流 (元)	0.08
毛利率 (%)	46.25
净资产收益率 (%)	3.12
资产负债率 (%)	28.10
总股本/流通股 (万股)	29,923/29,923
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



关键要素:

公司正在进行产业结构升级, 制剂海外认证即将进入加速期。

投资要点:

- 公司将新建一个 FDA 标准的年产百亿片固体制剂基地, 建设期 4 年, 投产后预计年销售 24 亿元, 达产年利润 4.6 亿元, 销售税金 1.3 亿元。
- 苯那普利制剂已于去年 12 月在美上市, 今年将获连续订单; 除已有的奈韦拉平外, 今年又将拥有利培酮等两个自主知识产权的 ANDA 仿制药文号, 并将另申报 2-4 个文号。
- 多奈哌齐已获英法市场授权, 其它国家批文陆续取得; 缬沙坦、厄贝沙坦、复方厄贝沙坦、复方缬沙坦预计可在 09 年完成各项申报。
- 包括多数普利和沙坦的众多主产品出口退税率由 5% 上调至 9%, 加之所得税率减按 15% 税率征收, 将对公司业绩产生积极影响。
- 随着卡托普利、依那普利新增产能的逐渐释放及苯那普利、喹那普利、福辛普利等新产品的增长, 09 年普利类将有较好表现。此外, 今年沙坦类原料药仍将继续放量。
- 总体上, 公司制剂产品认证进入加速期, 原料药 09 年放量将更为明显, 公司业绩将从低谷中复苏。再加上公司一流的研发水平和管理层的长远规划, 发展前景值得期待。
- 风险因素: 原料药价格及汇率的波动; 未来欧美市场对公司制剂销售的接受程度; 制剂基地建设期间费用可能出现一定上升。
- 预计公司 2009、2010 年的 EPS 分别为 0.66 元、0.80 元, 对应的动态市盈率分别为 21.36 倍、17.63 倍, 维持“买入”的投资评级。

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入 (亿元)	7.07	8.01	10.02	12.12
增长比率 (%)	26.22	13.30	25.09	20.96
净利润 (亿元)	1.32	1.50	1.96	2.39
增长比率 (%)	19.23	13.64	30.67	21.93
每股收益 (元)	0.44	0.50	0.66	0.80
市盈率 (倍)	22.81	28.78	21.36	17.63

华兰生物 (002007): 呼之欲出的疫苗行业新龙头

增持 (维持)

市场数据 (2009 年 05 月 25 日)

收盘价 (元)	26.00
一年内最高/最低 (元)	30.49/18.00
沪深300 指数	2752.72
市净率 (倍)	8.23
流通市值 (亿元)	90.30

基础数据 (2009 年 05 月 06 日)

每股净资产 (元)	3.16
每股经营现金流 (元)	(.04)
毛利率 (%)	62.89
净资产收益率 (%)	3.03
资产负债率 (%)	10.20
总股本/流通股 (万股)	36,013/34,730
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



关键要素:

疫苗制品、血液制品将“两翼齐飞”。

投资要点:

- 2008 年疫苗业务经过多年耕耘, 终于进入收获季节。公司的疫苗产品梯队已然建立, 有望在 3 至 5 年内对公司业绩贡献超越血制品。与国内传统优势疫苗企业相比具有较强体制灵活性和后发优势, 新一代疫苗龙头已呼之欲出。
- 受新发甲型 H1N1 流感疫情影响, 公司大流行流感疫苗审批进程加速, 年内有望提交生产申请。
- 流感疫苗 2008 年全年批签发数量居于内资企业首位, 儿童剂型的补充申请也已提交。公司已与韩国最大的流感疫苗供应商 SK 化学公司签订了供应流感疫苗的协议, 开始走向国际市场。
- 丰富的产品梯队为未来公司疫苗业务增长提供了坚实保障。流脑系列、狂犬疫苗等均有望成为过亿品种。
- 血液制品各主要品种仍相当紧俏, 2012 年前将有望持续高位运行: 5g 白蛋白逾 180 元, 2.5g 静丙近 300 元。公司在重庆地区大力开拓浆源, 2009 年浆源紧张状况将稍有好转。
- 重庆基地建设和疫苗业务的不断成长将为公司长远发展提供支撑, 预计 09 年、10 年 EPS 分别为 0.78、0.94 元, 维持“增持”评级。
- 风险因素: 疫苗上市时间进程有可能受客观因素影响向后推移。

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入 (亿元)	3.51	4.75	6.43	8.12
增长比率 (%)	(1.13)	35.33	35.26	26.38
净利润 (亿元)	1.20	1.87	2.66	3.38
增长比率 (%)	51.90	55.83	42.02	26.86
每股收益 (元)	0.33	0.52	0.78	0.94
市盈率 (倍)	78.79	50.00	33.33	27.66

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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。本报告的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、刊登、发表或引用。