

张明芳 010-88087423
zhangmf@cmschina.com.cn
吴斌 010-88088570
wubin@cmschina.com.cn
徐列海 010-88087800
xuliehai@cmschina.com.cn

2009年10月19日

整合、创新、延伸、转型和政策受益5大类公司市值快速上升

医药行业09年第四季度投资策略

日用消费

医药

推荐(维持)

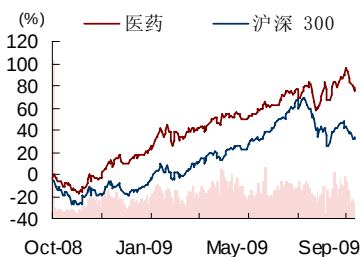
上证指数 2977

行业规模

		占比%
股票家数(只)	123	7.8
总市值(亿元)	5776	2.8
流通市值(亿元)	4357	4.4

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1.0	24.8	74.4
相对表现	1.5	5.8	41.9



相关报告

- 1、医药周报(2009.10.12~10.16)
—回归基本面,地方保护使基本药物中短期利好有不确定性 2009/10/12
- 2、发改委10月2日公布基本药物最高零售价—基本药物受益程度还待各省确定招标价、配备使用报销比例 2009/10/9
- 3、天坛生物—代表中国生物,受三大利好推动,是整合我国生物制药行业的最大受益者 2009/9/21
- 4、基本药物目录出台点评—基本药物目录及制度出台带动3类药企的投资机会 2009/8/19
- 5、东阿阿胶—复方阿胶浆二季度同比增长100%确立经营拐点 2009/7/8
- 6、一致药业调研报告—国控工业的重心,雄踞广东广西流通业,双主业都进入快速增长期 2009/5/8
- 7、解析新医改实施方案出台,中长期利好八类药企—医药行业发展的里程碑 2009/4/7

第4季度医药板块有3大催化剂(基本药物扩展版、09版医保目录和基本药物地方增补版),维持行业“推荐”评级。09年和2010年净利润增速超过50%的有信立泰和康美药业2只白马股,增速超过30%的有云南白药、东阿阿胶、恒瑞医药、一致药业、华兰生物、国药股份、中国生物7只。关注华北制药和天药股份2只二线股。

□ 医药板块当前估值不便宜,我们判断第4季度受3大催化剂(基本药物目录扩展版、09版医保目录和基本药物地方增补版)刺激,仍有不错的投资机会,维持行业“推荐”评级。扩展版基本药物是公立医院使用的危急重病用药,其市场扩容程度将远超基层版,我们看好恒瑞医药等企业将有品种进入扩展版。我们也看好11月底之前将公布的《09版医保目录》新增进入品种的投资机会,主流医药上市公司都将会有新药进入09版医保目录。各省财政是推进基本药物制度政府补贴的投入主体,地方保护不可避免,地方增补基本药物目录和制订配备使用报销比例是其两大手段,因此,我们看好12月份将揭晓的《基本药物地方增补版》受益企业的投资机会,特别是进入北京、广东、上海、江苏、山东、浙江等医保水平高于全国平均的省市地方增补版。

□ 稳健型投资策略:分享整合、政策受益、创新、转型、延伸5大类优质一线股的市值快速上升。一线股中,09年和2010年净利润增速超过50%的有信立泰和康美药业2只白马股,增速超过30%的有云南白药、东阿阿胶、恒瑞医药、一致药业、华兰生物、国药股份、天坛生物(中国生物)7只。新上海医药正在重组和整体上市,未来发挥整合和协同效应。在国药集团和中国生物联合重组中,天坛生物实现整体上市,打造更大的中国生物融资平台,国药股份和一致药业由此获得疫苗和生物药分销业务,形成新的利润增长点。一致药业今年10月底之前将继续完成收购汕头和湛江两个二线城市商业龙头,深度纯销扩大市场份额,培育新的利润增长点。云南白药、康美药业、天士力、千金药业、中新药业等公司受益于基本药物制度。东阿阿胶营销转型实现健康快速增长。华兰生物向疫苗延伸培育了更强利润增长点。

□ 前瞻型投资策略:建议择机买入基本面正在改善的二线股华北制药和天药股份。华北制药正在撇清历史坏帐、提升公司治理和财务管理、调整产品结构和新建新型头孢,未来利润增长处于上升通道。天药股份正在蓄势待发,推出新药、并购欧洲中小企业、更多产品成为辉瑞长期供应商是业绩增长和股价上涨的催化剂。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	PB	评级
天坛生物	25.78	0.27	0.52	0.54	50	48	17.9	强烈推荐-A
信立泰	84.00	1.03	1.65	2.50	51	34	6.4	强烈推荐-A
云南白药	47.40	0.86	1.21	1.71	39	28	7.8	强烈推荐-A
康美药业	9.59	0.17	0.29	0.41	33	23	5.4	强烈推荐-A
一致药业	22.90	0.54	0.72	0.96	32	24	9.8	强烈推荐-A
天士力	18.40	0.53	0.64	0.90	29	20	4.8	强烈推荐-A
国药股份	18.38	0.41	0.53	0.65	35	28	9.9	强烈推荐-A
东阿阿胶	20.49	0.44	0.61	0.87	34	24	9.0	强烈推荐-A
华兰生物	50.75	0.53	0.86	1.21	59	42	16.1	强烈推荐-A

资料来源:招商证券

正文目录

一、我们判断第四季度板块有 3 大催化剂，维持医药行业“推荐”评级.....	5
医药板块当前估值不便宜，基于年底之前三大催化剂，我们维持行业“推荐”评级..	5
从历史数据来看，各省财政一直是新医改投入的主体.....	6
各省财政既然是推进基本药物制度的主体，那么地方保护就不可避免：地方增补和配备使用报销比例是两大手段.....	6
板块催化剂之一：我们看好 11 月底之前将公布的《基本药物目录扩展版》独家或寡头生产品种.....	7
板块催化剂之二：我们看好 11 月底之前将公布的《09 版医保目录》新增进入品种的投资机会.....	8
板块催化剂之三：我们看好 12 月揭晓的进入经济强省的《基本药物地方增补版》受益企业的投资机会.....	9
二、稳健型投资策略：整合、政策受益、创新国际化、转型、延伸 5 大类优质一线股的市值快速上升.....	10
投资策略框架：五类优质公司市值将快速上升.....	10
1、企业集团之间整合：首推“天坛生物”.....	11
国药股份（600511）和一致药业（000028）.....	12
新上海医药重组和整体上市，发挥整合和协同效应.....	12
2、政策受益：基本药物独家品种、基本药物地方增补品种、基本药物扩展版、09 版医保目录新进入品种.....	13
云南白药（当前市值 253 亿）.....	13
康美药业（当前市值 162 亿）.....	14
天士力（当前市值 90 亿）.....	14
千金药业（当前市值 51 亿）.....	14
三九医药（当前市值 186 亿）.....	15
中新药业（当前市值 82 亿）.....	15
马应龙（当前市值 46 亿）.....	15
3、专科用药领域的创新和国际化.....	16
恒瑞医药（当前市值 256 亿）.....	16
信立泰（当前市值 95 亿）.....	17
4、战略转型.....	17

东阿阿胶（当前市值 134 亿）	17
5、业务领域和经营模式延伸	17
华兰生物（当前市值 183 亿）	17
康美药业（当前市值 162 亿）	17
三、前瞻型投资策略：买入基本面正在改善的二线股	18
华北制药（当前市值 86 亿）	18
天药股份（当前市值 41 亿）	19

图表目录

图 1：当前医药板块 09 年预测 PE 32 倍，溢价率接近历史平均	5
图 2：03~08 年中央政府卫生投入复合增长了 28%	6
图 3：卫生部负责的县乡村三级新农合医疗网络及其各自报销药物目录	7
图 4：相比基层版，我们更看好扩展版基本药物的市场扩容程度	8
图 5：招商证券医药行业 2009 年第四季度投资策略框架模式图	10
图 6：业绩存在较大改善空间的二线股票	19
表 1：医药上市公司中期业绩较快增长，板块补涨后估值基本合理	5
表 2：15 号文件规定的不能纳入医保的药品	9
表 3：我们重点覆盖公司业绩预测、估值和投资评级	10
表 4：08 年天坛生物在中国生物的利润占比仅 21%	12
表 5：在全球处方药市场中，抗肿瘤药和心脑血管疾病用药显著领先	16
表 6：恒瑞医药在我国 08 年抗肿瘤药销售额排名中，位居第二	16
表 7：冀中能源 3 个半月时间内重组和战略调整的成绩单冀中能源	18
表 8：华北制药当前与石药盈利比较，未来赶超石药	19

重要相关报告：

- 1、2009/10/12 《医药周报（2009.10.12～10.16）——回归基本面，地方保护使基本药物中短期利好有不确定性》
- 2、2009/10/9 《发改委 10 月 2 日公布基本药物最高零售价——基本药物受益程度还待各省确定招标价、配备使用报销比例》
- 3、2009/9/21 《天坛生物——代表中国生物，受三大利好推动，是整合我国生物制药行业的最大受益者》
- 4、2009/4/10 《东阿阿胶调研报告——引入控制营销进入价量齐升良性循环，奠定长期投资价值》
- 5、2009/7/8 《东阿阿胶——复方阿胶浆二季度同比增长 100%确立经营拐点》
- 6、2009/8/19 《基本药物目录出台点评——基本药物目录及制度出台带动 3 类药企的投资机会》
- 7、2009/4/30 《康美药业——向 OTC 终端扩张等四头并进确保持续较快增长》
- 8、2009/2/27 《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》
- 9、2009/2/12 《华北制药深度研究——挺立基因生物制药潮头，舍我其谁？》
- 10、2009/4/3 《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》
- 11、2009/6/15 《医药行业 2009 年中期投资策略——政策受益、战略转型、立足创新和资产注入四大投资主题》
- 12、2009/5/8 《一致药业调研报告——国控工业的重心，雄踞广东广西流通业，双主业都进入快速增长期》

一、我们判断第四季度板块有 3 大催化剂，维持医药行业“推荐”评级

招商证券医药行业 2009 年度投资论坛于 9 月 22 日在北京民族饭店举办，围绕基本药物制度和疫苗两大热点问题，我们邀请了 3 位重量级政府官员（发改委价格司医药处长郭剑英、卫生部药政司基本药物处长王雪涛和财政部社保司宋其超）和 1 位疫苗行业资深专家（辽宁成大控股子公司成大生物的销售总经理）为机构投资者前瞻性解读了政策导向和行业发展态势。

医药板块当前估值不便宜，基于年底之前三大催化剂，我们维持行业“推荐”评级

09 年 8 月 18 日，《基本药物目录基层版》公布，医药板块开始大规模普涨，进入目录的中药独家品种和品牌普药涨幅居前。国药控股 9 月 10 日发布 H 股 IPO 招股书，进一步带动了医药商业板块个股的上涨。

截至 10 月 16 日，全部 A 股和沪深 300 09 年预测 PE 分别为 22 倍和 20 倍。医药板块 09 年预测 PE 32 倍，相对大盘估值溢价率 46%。板块补涨后，估值基本合理。

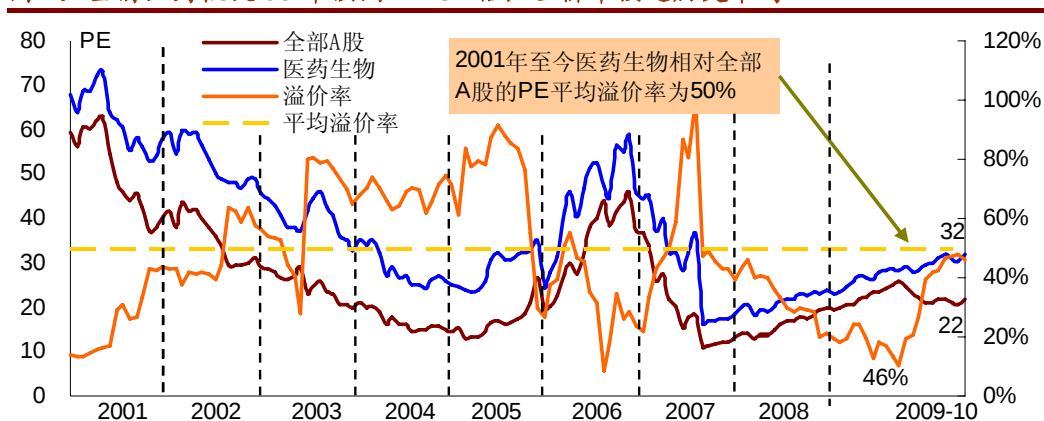
我们看好三大催化剂对医药板块后续的刺激，维持行业“推荐”评级：1、11 月底之前将公布的《基本药物目录扩展版》。2、11 月底之前将公布的 09 版《新医保目录》。3、12 月 31 个省基本药物招标时，关注进入各省增补版的投资机会，特别是进入北京、上海和广东等医药经济强省的基本药物增补版品种，放量增长机遇显著。

表 1：医药上市公司中期业绩较快增长，板块补涨后估值基本合理

板块名称	营业收入同比增长率		利润同比增长率		净利润同比增长率		经营现金流/净利润		09PE
	08A	09H	08A	09H	08A	09H	08A	09H	
医药上市公司	11.9	7.1	18	15.1	29.9	21.6	1.4	1.2	32
全部A股	16.5	-11.8	-25.5	-14.3	-17.9	-14.9	3.2	1.2	22
沪深300	19.1	-12.1	-21.7	-13.9	-12.1	-14.3	3.2	1.1	20

资料来源：招商证券研究（截至 09 年 10 月 16 日）

图 1：当前医药板块 09 年预测 PE 32 倍，溢价率接近历史平均



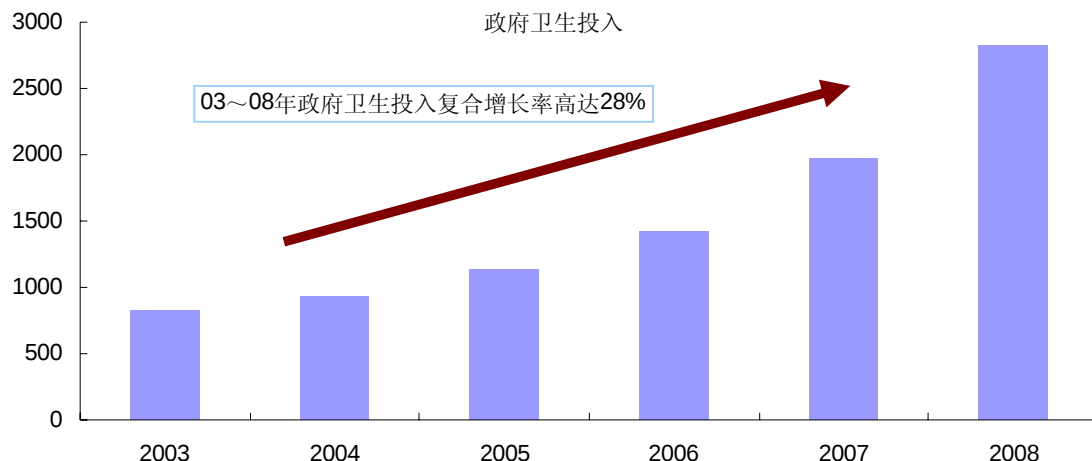
资料来源：招商证券研究（截至 09 年 10 月 16 日）

从历史数据来看，各省财政一直是新医改投入的主体

虽然 03~08 年中央政府卫生投入复合增长了 28%。但各省财政担任新医改投入的主体。

2008 年，我国中央和地方财政新医改共投入 2826 亿元，其中，中央财政投入 854 亿元，占比 30%。2009 年财政投入将上升到 3416 亿元，其中，中央财政投入 1181 亿元，占比 35%。

图 2：03~08 年中央政府卫生投入复合增长了 28%



资料来源：招商证券研究

基本药物配备使用报销细则全部由各省市地方政府细化。推进基本药物制度的关键是零差率。基本药物要求按照供货价零差率销售，国家已经明确：零差率补偿全部由各地方财政承担。

各省财政既然是推进基本药物制度的主体，那么地方保护就不可避免：地方增补和配备使用报销比例是两大手段

我们一再提示投资者，各省财政是推进基本药物制度的主体，地方保护不可避免：基本药物地方增补和制订配备使用报销比例是地方保护的两大手段。

- 1、31 个省将以省为单位，对各省基本药物目录进行地方增补，有财力的省市增补比例可以高达 40%。
- 2、基本药物具体品种最终受益程度的关键是各省招标价、配备使用比例和报销比例。

我们有别于大众的认识有四：

1、决定基本药物具体品种最终受益程度的关键是各省招标价、配备使用比例和报销比例，这 3 个不确定性因素还需要等待 12 月份招标揭晓。由于基本药物在基层医疗机构要求实行零差率销售，差额补偿全部由各地方财政支付，地方保护将不可避免，国家将允许各省以省为单位对基本药物目录品种进行增补增配。也就是说，基层医疗机构允许使用非基本药物。

大众目前判断基本药物独家品种未来 3 年销量翻 1~2 倍和净利润率提升 10%显然过于盲目乐观。

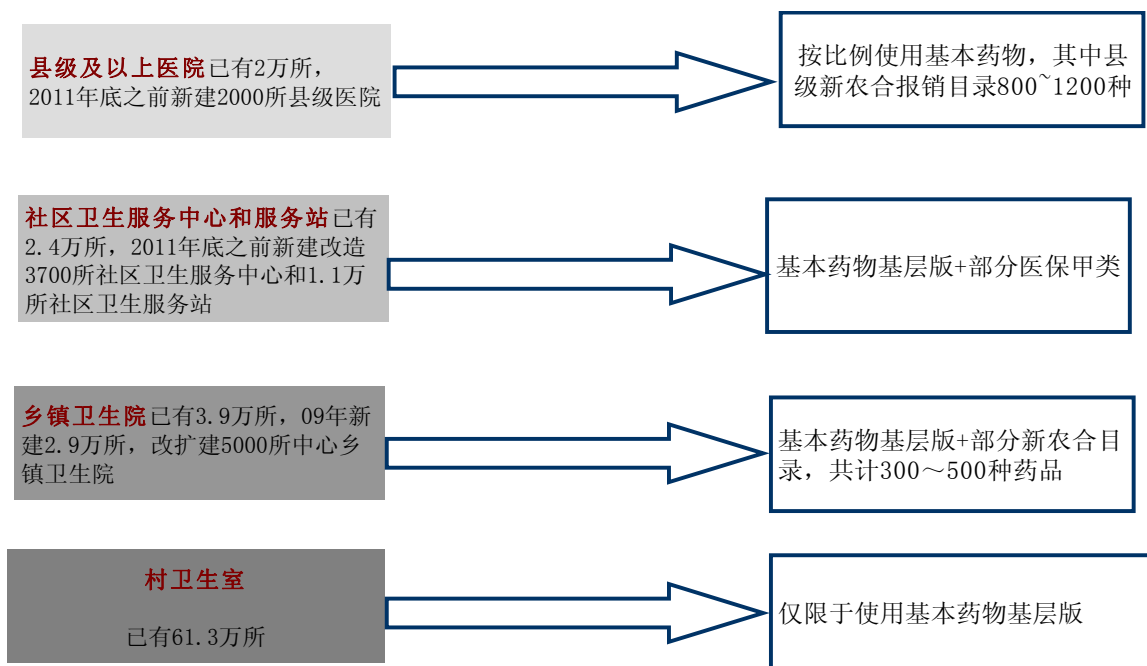
招标采购、配备使用和报销比例的配套细则将分别由卫生部和人保部 11 月底之前公布，31 个省今年 12 月开始以各省为单位进行基本药物网上公开招标。

2、从卫生部 9 月 30 日发布的县乡村三级新农合报销药物目录意见来看，有两点内容低于我们预期：县级新农合报销药物目录高达 800~1200 种药物，乡级也达到了 300~500 种，只有村级要求全部使用基本药物。同时，要求各省基本药物相对于非基本药物的报销差距保持在 5%~10%。

3、大众对所有基本药物独家品种都乐观预期量增，而我们认为：决定基本药物独家品种是否销量显著增长需要考量 3 个必备要素：产品排他性竞争力、企业营销竞争力、全民普及基本医保之后市场扩容的大小。某些品种本来就是低端市场的急救用药，基层百姓的潜在空白市场并不大。

4、基本药物在各省招标时，确定生产企业的同时，必须招标确定流通配送企业，各省市一定有地方保护的考虑，短期之内商业企业集中度并不能提高，但，中长期集中度是提升趋势。因此，我们判断：短期之内，同一种基本药物，很可能在各省的配送企业都不相同，从而，对生产企业返点和返利的要求也不同，考验生产企业“全国一盘棋”的市场运作能力。

图 3：卫生部负责的县乡村三级新农合医疗网络及其各自报销药物目录



资料来源：招商证券研究

板块催化剂之一：我们看好 11 月底之前将公布的《基本药物目录扩展版》独家或寡头生产品种

《基本药物扩展版》是治疗肿瘤、脑血栓等危急重症的药物，由卫生部制订，目前在专家评审和投票中。预计 11 月底之前将配合公立医院改革公布推出。

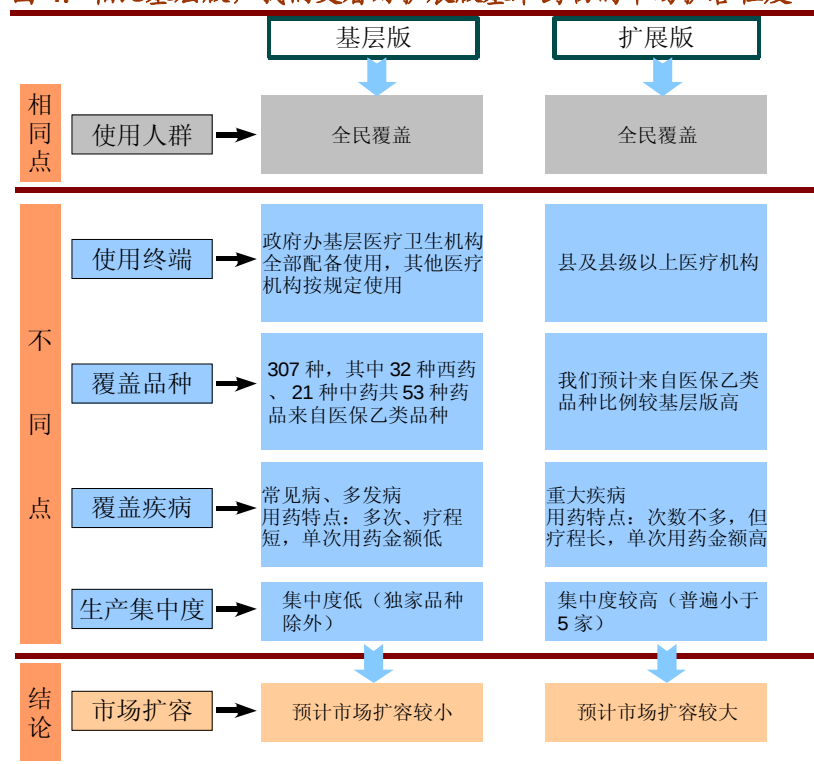
我们前瞻性地对比分析了基层版和扩展版基本药物在生产集中度、覆盖疾病、覆盖品种、使用终端、用药金额、疗程长短等方面的差异。

基层版和扩展版基本药物都是覆盖 13 亿全民，我们分析，不同的是：扩展版在 2 万所县及县以上医院使用（市场容量较大）、覆盖重大疾病用药，估计来自医保乙类的较多，进入基本药物后报销比例普遍提高、用药次数虽少、但单次用药金额高、疗程长（连续用药）、生产集中度较高（独家生产或少于 5 家寡头生产）；而基层版基本药物仅在乡镇村基层医疗机构和社区卫生服务中心或站使用（市场容量较小）、覆盖基础疾病用药、以医保甲类为主（307 个品种中只有 53 个是医保乙类），报销比例没有提高、用药次数虽多、但单次用药金额低、疗程短、生产分散（除 21 个独家品种以外）。

我们分析：在未来 3 年内，我国基层医疗机构仍缺少专科和全科医师，老百姓仍习惯于去大型公立医院就医。公立医院就诊人次和就诊规模明显大于基层医疗机构，重大疾病导致“因病返贫”，因此，相比基层版药物，政府补助和医保投入会更倾向于投向扩展版基本药物。

结论：我们由此判断，扩展版基本药物的市场扩容程度远高于基层版，受益企业较为集中，在各省招标的不确定性较小，更有投资机会。我们看好独家生产或寡头生产《基本药物目录扩展版》药品的上市公司的投资机会，我们预计恒瑞医药等企业会有产品进入。我们将紧密跟踪。

图 4：相比基层版，我们更看好扩展版基本药物的市场扩容程度



资料来源：招商证券研究

板块催化剂之二：我们看好 11 月底之前将公布的《09 版医保目录》新增进入品种的投资机会

请参阅研究报告《医药周报（2009.8.3~8.7）——09 版医保目录调整启动，调入新药和中药饮片是两大亮点》。

09 版新医保目录调整的总体思路是：坚持稳定与发展，调整用药范围，提高用药水平，保证病人用药的连续性，对一些价格昂贵的治疗药品，建立与新医改相适应的谈判准入

机制，目录将与多层次医保相适应。不能进入医保目录的品种将继续沿用 15 号文件规定。此次目录新增涵盖了生育保险药品。

表2：15号文件规定的不能纳入医保的药品

《城镇职工基本医疗保险用药范围管理暂行办法》（劳社部发〔1999〕15 号）规定不能纳入基本医疗保险用药范围的药品：

- （一）主要起营养滋补作用的药品；
- （二）部分可以入药的动物及动物脏器，干（水）果类；
- （三）用中药材和中药饮片泡制的各类酒制剂；
- （四）各类药品中的果味制剂、口服泡腾剂；
- （五）血液制品、蛋白类制品（特殊适应症与急救、抢救除外）；
- （六）劳动保障部规定基本医疗保险基金不予支付的其他药品。

数据来源：招商证券研究

因此，我们判断：09 版新医保目录不仅覆盖人群扩大到 13 亿全民，而且，新增进入一些品种将扩大医保付费的药品范围，对医药行业是整体利好。

我们看好：一些中高端新药和新增适应症将借助付费谈判机制进入医保目录，将为相关上市公司带来历史性的增长机遇。04 版医保目录收录新药是截止到 2003 年底，我们判断此次目录调整新进入品种将是 04 年以后获批新药。恒瑞医药等公司的相关品种值得重点关注。

我们继续看好 09 版新医保目录对中药饮片进一步扶持。我们更加坚定看好中药饮片龙头企业“康美药业”的盈利增长前景以及中药饮片子行业的发展前景。早在 2004 年版《基本医疗保险和工伤保险目录》中就规定：中药饮片进入医保目录采用宽松的“排除法”，只有 28 种营养滋补保健类的单复方中药饮片不能进入，以及 99 种中药饮片不能单方使用，因此，绝大部分中药饮片都进入了医保目录。相比之下，西药和中成药进入医保目录则采用严格的“准入法”。

板块催化剂之三：我们看好 12 月揭晓的进入经济强省的《基本药物地方增补版》受益企业的投资机会

今年年底前，全国 30%地区将要求实行基本药物制度。5 个关于基本药物招标、配备使用和报销的配套细则将在 12 月之前公布。

如前面所述：各省财政是推进基本药物制度的主体，地方保护不可避免：基本药物地方增补其手段之一。31 个省将以省为单位，对各省基本药物目录进行地方增补，有财力的省市增补比例可以高达 40%。北京、上海、广东等药品消费大省市，医保水平较高，我们看好今年 12 月份将揭晓的进入经济强省的《基本药物地方增补版》受益企业的投资机会。

二、稳健型投资策略：整合、政策受益、创新国际化、转型、延伸 5 大类优质一线股的市值快速上升

投资策略框架：五类优质公司市值将快速上升

我们把市值有望继续创新高的主流医药公司分为五大类：

- 1、整合。央企医药资产整合，以国药集团为主导，先期与中国生物联合重组，实现中国生物整体上市。远期以现代制药为平台，实现上海医工院整体上市，旗下 5 家上市公司：国药控股、国药股份、一致药业、现代制药。
- 2、基本药物制度政策受益。有云南白药、康美药业、千金药业、天士力、三九医药、中新药业、马应龙等公司。
- 3、创新。以恒瑞医药和信立泰为杰出代表。
- 4、转型。东阿阿胶营销转型实现健康快速增长。
- 5、延伸。华兰生物向疫苗延伸培育了更强利润增长点。康美向 OTC 延伸向全国市场拓展实现快速增长，云南白药向快消品延伸。

图 5：招商证券医药行业 2009 年第四季度投资策略框架模式图

整合	政策受益	创新国际化	转型	延伸
央企医药整合 (国药控股 国药股份 一致药业 天坛生物 现代制药) A股总市值316亿元	云南白药 (000538) 市值253亿元	恒瑞医药 (600276) 市值256亿元	东阿阿胶 (000423) 市值134亿元	华兰生物 (002007) 市值183亿元
新上海医药 (600849) 总市值267亿元	天士力 (600535) 市值90亿元	信立泰 (002294) 市值95亿元		康美药业 (600518) 市值162亿元
	康美药业 (600518) 市值162亿元			云南白药 (000538) 市值253亿元
	千金药业 (600479) 市值51亿元			
	三九医药 (000999) 市值186亿元			
	中新药业 (600329) 市值82亿元			
	马应龙 (600993) 市值46亿元			

资料来源：招商证券研究（市值更新至 09 年 10 月 16 日）

表 3: 我们重点覆盖公司业绩预测、估值和投资评级

投资主题	收盘价 09/10/16	总股本 (亿)	总市值 (亿元)	EPS				PE			投资评级
				08A	09E	2010E	2011E	09E	2010E	2011E	
创新和国际化											
恒瑞医药	41.19	6.2	256	0.68	1.02	1.23	1.49	40	33	28	强烈推荐-A
信立泰	84.00	1.1	95	1.03	1.65	2.50	3.38	51	34	25	强烈推荐-A
品牌中药和健康消费品											
康美药业	9.59	16.9	162	0.17	0.29	0.41	0.58	33	23	17	强烈推荐-A
东阿阿胶	20.49	6.5	134	0.44	0.61	0.87	1.27	34	24	16	强烈推荐-A
云南白药	47.40	5.3	253	0.86	1.21	1.71	2.43	39	28	20	强烈推荐-A
天士力	18.40	4.9	90	0.53	0.64	0.90	1.18	29	20	16	强烈推荐-A
疫苗和血液制品											
天坛生物	25.78	4.9	126	0.27	0.52	0.54	0.66	50	48	39	强烈推荐-A
华兰生物	50.75	3.6	183	0.53	0.86	1.21	1.66	59	42	31	强烈推荐-A
医药商业											
一致药业	22.90	2.9	66	0.54	0.72	0.96	1.31	32	24	17	强烈推荐-A
国药股份	18.38	4.8	88	0.41	0.53	0.65	0.80	35	28	23	强烈推荐-A
上海医药(新)	13.40	19.9	267	0.39	0.43	0.52	0.62	31	26	22	暂不评级
原料药											
浙江医药	31.91	4.5	144	2.16	2.76	3.69	4.23	12	9	8	强烈推荐-A
新和成	45.00	3.4	154	4.02	2.92	3.89	4.59	15	12	10	审慎推荐-A
转型期向上拐点											
天药股份	7.64	5.4	41	0.09	0.31	0.57	0.91	25	13	8	强烈推荐-A
华北制药	8.39	10.3	86	0.26	-0.18	0.70	0.91	-47	12	9	强烈推荐-A
中新药业	22.07	3.7	82	0.49	0.70	0.97	1.28	32	23	17	审慎推荐-A
改善空间较大											
华东医药	16.28	4.3	71	0.39	0.64	0.77	0.92	25	21	18	审慎推荐-A
现代制药	12.60	2.9	36	0.19	0.23	0.31	0.41	55	41	31	审慎推荐-A
南京医药	9.00	3.0	27	0.10	0.23	0.33	0.45	39	27	20	审慎推荐-A
稳健增长											
康缘药业	15.60	3.2	50	0.53	0.58	0.78	0.99	27	20	16	审慎推荐-A
三九医药	18.96	9.8	186	0.51	0.68	0.89	1.12	28	21	17	审慎推荐-A
海正药业	19.30	4.5	87	0.44	0.54	0.67	0.82	36	29	24	审慎推荐-A
千金药业	23.59	2.2	51	0.60	0.55	0.73	0.95	43	32	25	审慎推荐-A
复星医药	17.87	12.4	221	0.56	0.63	0.72	0.85	28	25	21	中性-A

资料来源：招商证券研究

1、企业集团之间整合：首推“天坛生物”

依据天坛生物 9 月 23 日公告：国药集团和中国生物联合重组已经获得了国资委和国务院的批准，天坛生物更名为“中国生物”。目前，正在办理工商登记变更。

11 月份，中国生物办公整体搬迁、与中国生物总部合并，我们判断新国药集团领导班子将很快宣布，借助国药集团强大的资本运营能力，中国生物将较快完成集团内部资源整合，形成强大的“中国生物”融资平台。

中国生物内部资源整合和融资需求强烈。中国生物 03 年 8 月组建而成，06 年开始致力于消除集团内部同业竞争，旗下 6 大生研所的疫苗在各省进行统一招标，一致对外，但，6 大所分散在 6 个省市地区，生产不集中，生产成本无法体现规模优势。

为适应出口认证和环保需要，6大生研所普遍面临产能扩建、生产厂区搬迁、生产装备更新换代，资金需求很大。以上海生研所为例，60年的疫苗生产历史，其裂解型流感疫苗质量一直在业内领先。华兰生物利用上市融资、新建流感疫苗的产能和装备一举超越了上海所。

天坛生物08年收入6.8亿元、净利润1.3亿元，当前市值126亿元。中国生物08年实现销售收入49亿元、净利润9.5亿元，净资产38亿元，ROE高达26.2%。我们测算：其09年将实现净利润11亿元。**我们看好中国生物整合我国生物制药行业的前景。**我国治疗性生物制药子行业分散度高，缺乏销售过亿产品，与跨国巨头先灵葆雅和罗氏极为悬殊。中国生物目前盈利增长主要来自预防性生物制品和血液制品，治疗性生物制品虽然研发强大、拥有SFDA生产批文57类，在研品种较多，但有史以来，其医院终端销售一直薄弱，销售和利润规模不大。未来，中国生物将借助国药集团医院终端的强势，做大治疗性生物制品，最终成为整合我国生物制药的最大赢家。请参阅2009/9/21《天坛生物——代表中国生物，受三大利好推动，是整合我国生物制药行业的最大受益者》

中国生物整体上市后，市值至少400亿元，天坛生物目前市值至少有1倍上涨空间，给予“强烈推荐—A”评级。

表4：08年天坛生物在中国生物的利润占比仅21%

(亿元)	收入	利润	利润率	利润占比
长春所	NA	0.4	NA	4%
成都所	6.7	1.2	18.4%	11%
兰州所	7.6	3.3	43.5%	30%
上海所	6.7	1.6	23.9%	15%
武汉所	5.5	2.2	40.0%	20%
天坛生物	6.8	2.3	33.8%	21%

资料来源：招商证券研究

国药股份（600511）和一致药业（000028）

国药股份（600511）和一致药业（000028）在国药集团和中国生物联合重组中获得疫苗、血液制品和生物药分销业务，形成新的利润增长点。一致药业10月底之前将继续完成收购汕头和湛江两个二线城市的商业龙头，在当地形成据点扩大市场份额，深度纯销培育新的利润增长点。

新上海医药重组和整体上市，发挥整合和协同效应

新上海医药以上海医药为平台，整合吸收合并上实医药、中西药业两家上市公司，以及收购上药集团大部分医药资产和上实控股所有医药资产。具体吸收合并方式如下：

- 1、上海医药以换股方式吸收合并上实医药和中西药业。每股上实医药换1.61股上海医药，每股中西药业换0.96股上海医药。
- 2、上海医药向上药集团发行4.55亿股，作价53.85亿元购买上药集团下信谊药厂、第一生化等13家医药企业股权资产和部分实物资产。上药集团承诺另外4家企业上海新先锋、上海新亚、上海华康和新华联制药厂将在24个月内以适当方式注入上海医药。
- 3、上海医药向上海上实发行1.69亿股，作价20亿元购买上实控股旗下8家医药企业

资产。

全部交易完成后，上海市国资委仍是新上海医药的实际控制人。上海医药总股本将从目前的 5.68 亿扩大到新上海医药 19.93 亿。上药集团持股比例将从 39.69% 增加到 39.91%，上海上实直接持有 8.48%，上海国盛和中能集团至少持有 12.96%。整合后的新上海医药将是上海国资医药的工业商业一体化巨头。预计新上海医药 09 年和 2010 年扣除非经常性损益后净利润分别达到 8.6 亿和 10.3 亿元，对应 EPS 分别为 0.43 元和 0.52 元，净利润较原上海医药提高 4.7 倍，EPS 提高 65% 左右。公司横跨医药工商业，旗下子公司众多，我们可以按 A 股医药板块的目前 09 年预测 PE 32 倍给予估值，预计上市后股价至少在 13.76 元以上，市值将超过 275 亿元。

由于重组方案还需等待三家公司股东大会和证监会审核批准，我们暂不给予短期评级。新上海医药商业资产占据上海市 52.6% 和华东地区 16.3% 的市场份额，是我国第二大医药商业龙头，未来将充分受益于新医改药物集中招标和统一配送；工业资产包含众多驰名品牌，08 年过亿产品达 12 个，内部整合及工业商业一体化经营将催生更多过亿产品。我们给予其“A”的长期评级。

2、政策受益：基本药物独家品种、基本药物地方增补品种、基本药物扩展版、09 版医保目录新进入品种

如前面所述：基本药物独家品种中，我们确定看好疗效独特、与同类药品差异化竞争显著、有特定消费群体的云南白药、天士力（复方丹参滴丸）、中新药业（速效救心丸）。我们也看好基本药物地方增补品种和基本药物扩展版的投资机会。

中药饮片正在全行业推行 GMP 认证和小包装，其销售和盈利增长在各子行业中持续领先。中药饮片绝大部分品种进入了基本药物目录，在基本药物制度推行中销量放量确定。同时，中药饮片不受国家发改委价格限制，依据生产成本上涨顺加作价，能充分抗通胀。

新增进入 09 版医保目录的新品种，相关上市公司受益确定，面临投资机遇。关注医保付费机制改革，利好进口替代类药品。

云南白药（当前市值 253 亿）

2010 年整体搬迁，产能扩大并升级，开始跨越式增长。公司横跨医药制造和流通两大主业，白药牙膏继续保持快速增长，公司实现了药品和消费品齐增长。

- ✓ 5 个进入基本药物目录的产品目前零售价都已经到位。08 年销售收入占其工业收入 48.1%，毛利占比超过 50%，白药疗效独特，没有竞争性产品，在基层市场存在大量的需求，原来因医保面狭窄而受到压制，进入了基本药物目录，意味着需求释放、放量增长。我们最看好白药膏和气雾剂。
- ✓ 由于我们早在 09 年 5 月就预期了云南白药 5 个产品将进入基本药物目录、以及其商业公司也将受益于云南省基本药物统一配送，业绩预测已经包含了这部分增长，所以我们维持对公司 09~2011 年业绩预测：净利润同比增长 41%、41% 和 42%，实现 EPS1.21 元、1.71 元和 2.43 元。

康美药业（当前市值 162 亿）

- ✓ 除了 28 种营养滋补保健类的单复方以及 99 种中药饮片不能单方使用以外，绝大部分中药饮片都进入了基本药物目录，中药饮片采用“因人辨证施治”的个性化配伍治疗，09 版新医保目录对中药饮片进一步放开，采用宽松的“排除法”进入。相比之下，西药和中成药进入医保目录则采用严格的“准入法”。由此，中药饮片在基本药物制度推行中销量放量是确定的。同时，中药饮片不受国家发改委价格限制，依据生产成本上涨顺加作价，能充分抗通胀。
- ✓ 公司向外省市场扩张打造全国性品牌、与大型连锁药店海王星辰、一致药店排他性战略合作实现 OTC 终端加速扩张、整合人参上游资源打造高端滋补品牌、中药材贸易四头并进，确保公司持续高速增长。公司 09 年中药饮片销售收入将达到 9.4 亿元，作为饮片行业龙头，公司保持快速增长态势。

天士力（当前市值 90 亿）

- ✓ 复方丹参滴丸进入了基本药物目录，虽然面临复方丹参片、胶囊和颗粒的竞争，但复方丹参滴丸对冠心病急救起效迅速，慢性防治也很突出，丹参滴丸已经培育出类似于茅台公务消费的特定群体，目前零售价尚未达到此次下调 4.9% 之后的 25 元，因此，降价影响很小，未来继续与复方丹参片、胶囊和颗粒在基层医疗市场保持差异化竞争。
- ✓ 我们依然看好其销量增长。丹参滴丸销售占比 82%，能撬动公司业绩快速增长。由于我们早在 09 年 5 月就预期了复方丹参滴丸将进入基本药物目录，业绩预测已经包含了这部分增长，所以我们维持对公司 09~2011 年业绩预测：净利润同比增长 21%、41% 和 31%，实现 EPS 0.64 元、0.90 元和 1.18 元。

千金药业（当前市值 51 亿）

- ✓ 千金药业是志在分享基本药物市场扩容、做足准备的企业，妇科千金片多年以来坚持上市后再评价，针对西医医生的专业学术推广，已经与竞争产品拉开了差异化竞争的明显差距，兼具产品竞争力和营销竞争力。千金片 08 年销售占比较大，达到了 78%，此次提价 6.5% 有助于公司在各地提高招标价，带动公司业绩快速增长。
- ✓ 我们预计：妇科千金片可能将成为基层版基本药物的明星产品，公司持续引进新工艺新设备、提高产品质量，把千金片越做越好。同时，公司产品规划和市场营销能力突出，基本药物体系专用的千金片在保证疗效和品质前提下，推出简易包装，既节省了成本，又与原有的 OTC 零售市场有效地区隔了。
- ✓ 基本药物 09 年底仅完成 30% 基层医疗机构的覆盖，对 09 年实际利润贡献有限。我们维持预测公司 09 年 EPS 0.55 元。
- ✓ 我们预测公司 2010 年和 2011 年净利润分别同比增长 32% 和 31%，实现 EPS 0.73 元、0.95 元。

三九医药（当前市值 186 亿）

- ✓ 三九医药的独家品种三九胃泰颗粒和正天丸兼具产品竞争力和营销竞争力，虽然此次小幅降价，但公司原来在医院销售少，09~11 年借基本药物目录机遇广覆盖进入基层医院，新拓展一个销售终端。同时，三九胃泰原为医保乙类，进入基本药物目录后、报销比例提高 10%，未来 3 年有望实现销售 30% 的增长。美中不足的是这 3 个产品销售占比不大。
- ✓ 我们维持对公司 09~2011 年业绩预测：净利润同比增长 32%、31% 和 26%，实现 EPS 0.68 元、0.89 元和 1.12 元。

中新药业（当前市值 82 亿）

- ✓ 速效救心丸目前零售价尚未到位，此次价格维持，对提高出厂价和各省招标价有利。公司计划借此基本药物招标、由生产企业决定配送商的机遇，精减经销商，提升营销竞争力，我们预计未来三年销量增长 30%，美中不足的是 08 年销售占比 16.7%，还不够大。
- ✓ 我们维持预测公司 09 净利润同比增长 43%、EPS 0.70 元。预测 2010 年和 2011 年净利润分别同比增长 39% 和 32%，实现 EPS 0.97 元、1.28 元。

马应龙（当前市值 46 亿）

- ✓ 虽然发改委下调了马应龙痔疮膏零售价 5%，但公司零售价没有到位，其出厂价尚有提价 40% 的空间。
- ✓ 我国还有较大患有痔疮的人群尚未得到有效治疗，由全民医保拉动的潜在消费市场较大。马应龙麝香痔疮膏有品牌和疗效保证，08 年销售占比高达 62%，我们较乐观看待其未来三年销量增长对公司业绩增长的促进作用，

3、专科用药领域的创新和国际化

全球高端专科用药增速最快,引领药品市场增长。2008 年,全球处方药市场达到了 7244 亿美元。在全球前 15 大治疗类别中,抗肿瘤药、心脑血管疾病药物显著领先,分别达到了 482 亿美元和 338 亿美元。

表5: 在全球处方药市场中, 抗肿瘤药和心脑血管疾病用药显著领先

单位: 亿美元	2004	2005	2006	2007	2008
1 抗肿瘤药	242	289	348	417	482
2 降血脂药	307	328	353	338	338
3 呼吸系统药物	195	223	249	289	313
4 抗糖尿病药	168	188	213	243	273
5 质子泵抑制剂	220	232	242	258	265
6 血管紧张素 II 拮抗剂	121	144	165	194	229
7 抗精神病药	147	164	182	208	229
8 抗抑郁药	206	199	207	198	203
9 抗癫痫药	116	118	131	153	169
10 自身免疫剂	67	88	107	133	159
11 血小板凝集抑制剂	90	99	107	120	136
12 HIV 抗病毒药	75	84	93	107	122
13 促红细胞生成素产品	116	125	140	130	115
14 非麻醉性镇痛剂	81	88	91	105	112
15 麻醉性镇痛剂	82	84	83	96	106

资料来源: 招商证券研究

恒瑞医药 (当前市值 256 亿)

- ✓ 公司 09 年启动降糖专利药“瑞格列汀”的 FDA 临床试验和 3 个首仿药的 FDA 认证。2010 年首仿药若通过了 FDA 认证、2011 年面向广阔的全球市场销售, 贡献收入和利润将大幅增长, 届时其估值水平将大幅跃升、将高出一线白马股。
- ✓ 公司将有部分药物新增进入 09 版医保目录、基本药物扩展版和地方增补版, 公司医院销售网络完善, 国内市场扎实, 保持快速增长, 是其全球市场的基石。公司研发平台成熟, 产品线丰富, 储备和在研了一批创新药。

表6: 恒瑞医药在我国08年抗肿瘤药销售额排名中, 位居第二

销售 排名	企业名称	2006 年	2007 年	2008 年
1	瑞士罗氏公司	7.6%	9.4%	10.1%
2	江苏恒瑞医药股份有限公司	8.5%	7.1%	7.1%
3	法国赛诺菲-安万特公司	5.3%	5.0%	4.7%
4	山东齐鲁制药有限公司	4.5%	4.4%	4.4%
5	阿斯利康公司	3.3%	3.7%	4.3%
6	意大利赛生制药公司	3.5%	3.1%	3.8%
7	美国辉瑞公司	3.1%	3.1%	3.5%
8	美国礼来公司	2.8%	2.7%	2.6%
9	贵州柏强制药有限公司	1.9%	1.9%	2.3%
10	江苏南京思科药业有限公司	1.1%	1.6%	2.3%
11	江苏豪森药业股份有限公司	2.1%	2.2%	2.2%
12	丽珠集团	2.3%	2.2%	2.2%

资料来源: 招商证券研究

信立泰（当前市值 95 亿）

在心血管介入手术系列用药这一寡头垄断竞争领域，公司保持快速增长。公司已经预增今年前三季度净利润同比增长 60%。我们预计公司 09~11 年 EPS 1.65 元、2.5 元和 3.38 元。

4、战略转型

东阿阿胶（当前市值 134 亿）

公司从传统营销向控制营销转型，未来 5 年主产品销售规模将增长 3 倍，达到 40 亿，市值也将快速上升。阿胶块“小步快跑”实现价值回归；阿胶浆 OTC、医院终端齐头并进；保健品主攻商超实现快速增长。公司当前估值水平仍低于一线股，预计公司主导产品前三季度实现销售收入同比增长 46%、EPS 0.38 元。随着第 4 季度旺季到来，是长线投资者很好的介入机会。

5、业务领域和经营模式延伸

华兰生物（当前市值 183 亿）

从血液制品向更高利润率的疫苗领域延伸。预计公司 09 年季节性流感疫苗 1.1 亿元，同比增长近 50%；甲型流感疫苗已确定 700 万人份国家订单；新获批四价流脑疫苗、即将获批乙肝疫苗，2010 年疫苗贡献还将继续较快增长。

康美药业（当前市值 162 亿）

公司 09 年实现销售终端从医院向 OTC 延伸、从广东区域市场向外省市场扩张的双重延伸。公司打造全国性品牌、与大型连锁药店海王星辰、一致药店排他性战略合作实现 OTC 终端加速扩张、整合人参上游资源打造高端滋补品牌、中药材贸易四头并进，确保公司持续高速增长。09 年中药饮片销售收入将达到 9.4 亿元，作为饮片行业龙头，公司保持快速增长态势。

三、前瞻型投资策略：买入基本面正在改善的二线股

华北制药（当前市值 86 亿）

公司 7 月 1 日公告冀中能源受让河北国资股权成为直接控股股东，接手华药集团和华北制药资产重组、战略转型和整体搬迁。冀中能源雷厉风行，在短短 3 个半月内完成了全资控股华药集团、董事会提前换届、管理层更换（董事长和总经理更换）、建立 4 个专门委员会、中层干部竞聘上岗、上收集团财务公司股权和对其增资、提高控股比例到 80%，投入 9.9 亿元快速启动建设新型头孢抗生素项目、大幅计提应收帐款坏帐等重大事项，公司治理和财务管理空前加强和规范了，一批有突出贡献的中青年专家受到重用，新型头孢项目培育新的利润增长点。

虽然华北制药 09 年处置历史坏帐会造成巨亏，但资产质量大大提升，轻装上阵实现转型有利于长期健康增长。基因重组人血白蛋白项目正在顺利建设，明年初投产。

我们判断华北制药正在脱胎换骨式地蜕变，公司业务结构和技术竞争力与石药集团相似，但期间费率远高于石药，净利率远低于石药。石药 08 年收入 60 亿、净利润 8 亿，参比石药，重组后的华北制药 EPS 将达到 0.8 元，保守按照 20 倍 PE 估值，合理价值将达到 16 元。华药集团还有金坦生物疫苗公司、新药公司（免疫抑制剂，09 年已经注入到上市公司）、凯瑞特公司等优质资产，还有基因重组人血白蛋白潜力项目，若整体上市，华北制药将是 1 家产业链完整的综合性制药集团。

我们判断：冀中能源后续将注资解决华北制药债务负担，撇清债务后，公司财务费用和财务费率将显著下降。

表7：冀中能源3个半月时间内重组和战略调整的成绩单

公告时间	公告事件	我们的相关报告	主要观点
7月1日	河北省国资委将所持华药集团95.13%股权全部划转给冀中能源	《冀中能源注资控股华药集团，资本高手掌舵推动重组、战略转型和整体上市》	冀中能源受河北省国资委之托和政策支持，对华药集团和华北制药进行资产重组、战略转型和整体搬迁。
8月4日	河北省国资委对华药集团出资比例上调到100%，华融退出，河北国资委将剩余股权全部划转给冀中能源，冀中能源全资控股华药集团	《冀中能源完成全资控股华药集团，重组有望较快推进》	冀中能源全资控股华药集团，提升资产重组和整体上市预期。
8月15日	董事会决议提前换届	《董事会提前换届，资产重组和整体上市正在加快》	冀中能源董事长王社平兼任公司董事长，核心技术人才和销售人才作为新面孔进入董事会，推进规范的公司治理和经营管理，五条禁令杜绝跑冒滴漏。
8月25日	集团财务公司股权上收，冀中能源收购华北制药各子公司所持财务公司股权，控股比例达到50.1%	《集团财务公司重组启动，转为冀中能源控股》	财务管理是公司史上软肋，原来其股权由多家子公司分散持有，是跑冒滴漏的源泉，冀中能源完成集中控股财务公司，为后续资产清理、资产重组及整体上市作准备；我们在该篇报告中，预计公司将对历史坏账进行集中清理，并下调09年EPS至0.2元。
9月1日	新董事会、新管理层（新董事长、新总经理）上任，并成立战略、审计、薪酬及关联交易4个专门委员会	《新董事会及管理层上任，管理效率有望大幅提升》	业务骨干进入董事会和管理层，将大幅提升技术竞争力和管理效率；4个专门委员会旨在建立现代企业管理制度，完善公司治理。
9月30日	对财务公司增资7亿元，冀中能源控股比例由50.1%上升至80%；董事会通过投资9.9亿元建设新型头孢项目议案	《对财务公司增资扩股，打造财务管理和资本运作平台》	华药集团财务公司是我国56家大型集团财务公司之一，冀中能源提高其注册资本，拓展其业务范围，将财务公司打造成财务管理和资本运作的平台。新型头孢项目将延伸产品线、改善产品结构，提升盈利能力。
10月16日	应收款首次按照帐龄法计提坏帐准备，前3季度计提应收款和资产减值准备5.5亿元	《清理应收款项提升资产质量，前3季度预亏不超过5.5亿元》	应收款集中清理提升资产质量，公司得以轻装上阵，虽然短期巨亏，但有利于公司长期健康发展；进一步下调09年全年业绩至负0.18元。

资料来源：公司报告、招商证券研究

表8: 08年华北制药与石药盈利比较, 未来赶超石药

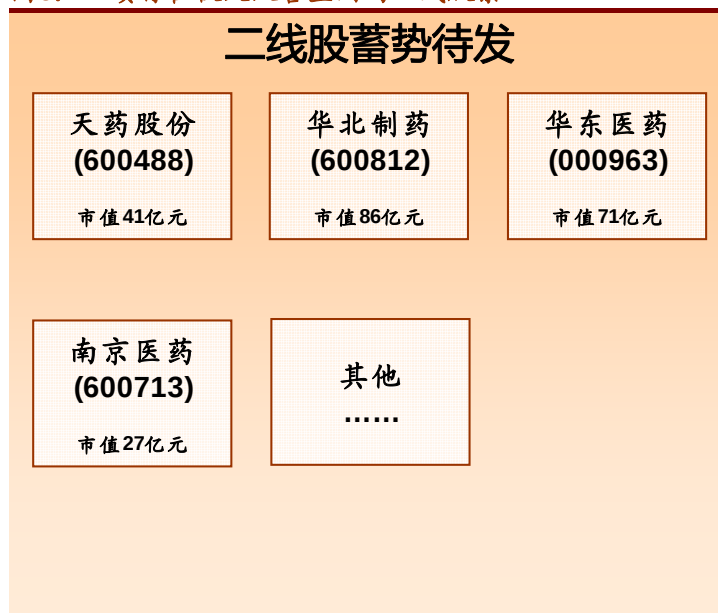
类别	收入 (亿元)		收入结构		毛利率		营业费用率		管理费用率		财务费用率		期间费用率		净利润 (亿元)		净利率	
	华药	石药	华药	石药	华药	石药	华药	石药	华药	石药	华药	石药	华药	石药	华药	石药	华药	石药
维生素	15.7	19.0	17.8%	17.9%	55.5%	57.3%												
青霉素、头孢菌素	23.3	40.5	51.1%	80.4%	23.7%	29.4%												
其他	10.1	0.7	31.1%	1.1%	23.7%													
总体	49.1	60.2			33.9%	33.4%	5.6%	6.9%	11.2%	7.5%	5.9%	1.6%	22.7%	16.0%	2.7	8.3	5.6%	13.8%

资料来源: 公司报告、招商证券研究

天药股份 (当前市值 41 亿)

历史坏帐 08 年已经全部撇清, 资产质量优良。灵魂人物新董事长 8 月已经上任, 耗资巨大的滨海新区新厂整体搬迁也已经完成。天药股份在皮质激素领域全球第三, 依托技术强势, 产品正在逐步通过美国和欧洲客户的质量审计, 明年将陆续获得大公司的长期订单, 产品出口市场也将战略性地从亚太向欧美转型。

股价上涨催化剂: 1、天药研究院以无形资产 (新药) 换股形式, 注入到上市公司, 新药爆炸式推出。2、并购整合欧洲中小企业, 提升市场份额。3、继螺内酯之后, 更多产品成为辉瑞等巨头的长期供应商。

图6: 业绩存在较大改善空间的二线股票


资料来源: 招商证券研究

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。

吴斌，中国科学院研究生院企业管理硕士，武汉大学生物技术学士，2009 年加入招商证券，任医药行业助理分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009 年加入招商证券，任医药行业助理分析师。

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

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

免责声明

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。