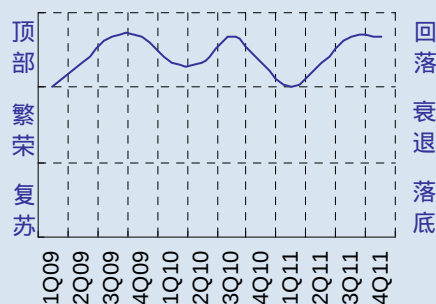


2009 年 11 月 23 日

长期竞争力评级：高于市场均值

市场数据

行业优化平均市盈率	40.81
市场优化平均市盈率	20.60
国金医药生物指数	7390.73
沪深 300 指数	3631.01
上证指数	3308.35
深证成指	13695.15
中小板指数	5656.58


行业景气周期预期1Q09-4Q11

医药行业研究小组
黄挺

 (8621)61038218
 huangting@gjzq.com.cn

李龙俊

 (8621)61038315
 lilj@gjzq.com.cn

李敬雷

 (8621)61038219
 lijingl@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

医药生物行业 2010 年年度报告

——创造力！想象力！

减持

持有

增持

投资建议

行业策略：(1) 行业具备长期投资价值：未来 3 年行业利润增速有望保持在 20% 以上。(2) 2010 年行业成长的三大动力：医改投入、创新和人口红利。(3) 目前行业的估值溢价率处于较为合理水平，考虑行业长期明确的增长性，我们维持对医药行业“增持”的投资评级。

公司策略：未来三年随着医改各种试点措施的出台，医药行业环境将有可能更加复杂，优秀的管理层、好品种（包括研发的产品）和良好的渠道控制能力是脱颖而出的重要要素。

行业观点
行业成长动力依旧，前景光明

- 在政府不断投入的保障下，医药行业基本面持续向好。由于医改政策方面的不确定性得到解决，基本药物目录的实施将推动基层用药需求的释放，2010 年行业的增速将呈现加快趋势。我们预计 2010 年医药行业整体销售收入增速为 21.73%；利润总额增速为 24.60%。
- 支撑医药行业未来发展的三大动力：医改投入、创新、人口红利，我们预计未来 3 年行业利润增速有望保持在 20% 以上，医药行业具备长期投资价值。

行业布局思路：创造力！想象力！

- 基本药物制度从明年起开始推行，基层药物市场将成为未来数年行业的新增长极。未来 3 年基本药物总体市场规模的年增长率在 20%-30% 之间；部分独家品种尤其是功能独特的品种，有望达到 30%-50% 的年增长率。我们建议投资者关注拥有独家品种（尤其是双独品种）和良好渠道控制拓展能力的企业。
- 随着医改的深入，公立医院改革试点的全面铺开，虽然具体政策尚未出台，但可以肯定的是医药产业中利润链条的整顿，将大幅压缩不必要的居间人利益，药品销售模式将逐步清晰规范。我们看好具备好品种和渠道控制力的专科用药企业，尤其是其中的创新类企业。
- 疫情的频繁暴发凸显卫生防疫体系的投资价值，无论是政府投入的宏观环境，还是居民预防意识加强的微观选择，都有利于防疫类生物企业的发展。
- 我们看好明年上半年饲料添加剂行业高景气带来的维生素投资机会，维生素各品种价格将面临普涨的局面。维生素 VE 是最具确定性

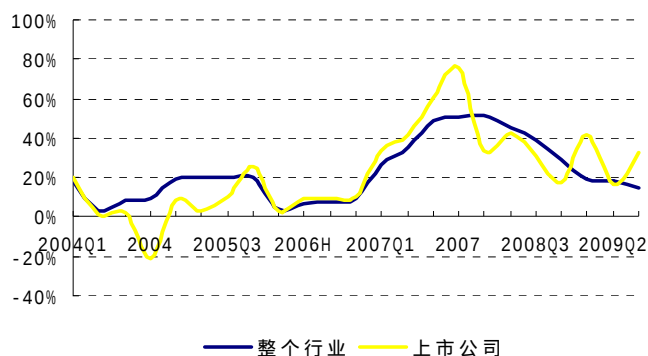
的品种，相关企业明年将实现量、价齐升的局面，业绩同比增长非常确定；其他维生素小品种如 VB2、VB5 也值得阶段性关注。

行业成长动力依旧，前景光明

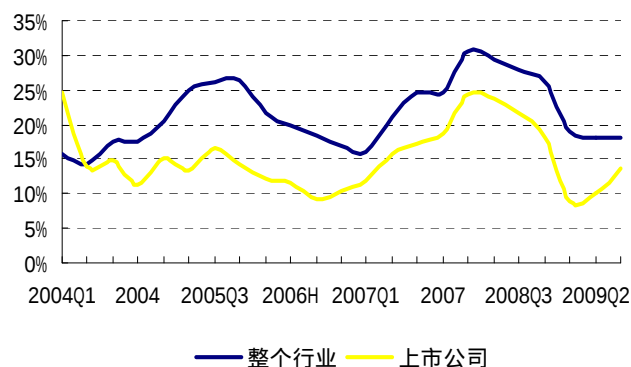
2009 年医药行业保持稳健增速

- 2009 年 1-8 月，医药制造业累计完成销售收入 5484 亿元，同比增长 17.96%；累计实现利润总额 530 亿元，同比增长 15.16%；
- 2009 年 1-9 月，医药行业上市公司累计完成销售收入 1465 亿元，同比增长 13.75%；累计实现利润总额 173 亿元，同比增长 32.33%；

图表1：2009 年医药行业收入增长稳健



图表2：2009 年医药行业利润增长较快



来源：国金证券研究所

2010 年行业发展前景仍然光明

- 我们认为，在政府不断投入的保障下，医药行业基本面持续向好。由于医改政策方面的不确定性得到解决，基本药物目录的实施将推动基层用药需求的释放，2010 年行业的增速将呈现加快趋势。
- 根据我们的模型预测，2010 年医药行业整体销售收入增速为 21.73%；利润总额增速为 24.60%。

图表3：预测 2010 年医药行业增长 21.73%

	化学制剂	化学原料	生物	中药	饮片	其他	合计
2007年实际增速	22.88%	24.14%	22.14%	21.08%	36.80%	32.06%	21.96%
2008年实际增速	25.40%	24.53%	29.81%	20.52%	36.75%	33.99%	25.51%
2009年增速预计	20.00%	10.00%	26.00%	20.00%	25.00%	30.00%	18.84%
2010年增速假设	25.00%	10.00%	25.00%	25.00%	25.00%	30.00%	21.73%
预测结果	2010年医药制造业将实现销售收入9075亿元，增速为21.73%						

来源：国金证券研究所

图表4：预测 2010 年医药行业利润增长 24.6%

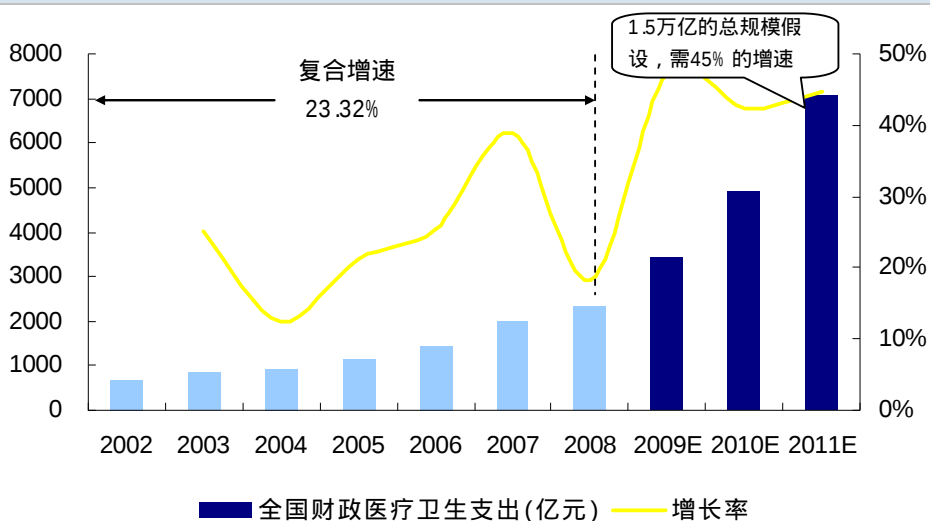
	化学制剂	化学原料	生物	中药	饮片	其他	合计
2007年实际增速	49.49%	46.15%	46.44%	51.08%	65.81%	60.62%	49.80%
2008年实际增速	38.04%	41.83%	37.82%	6.79%	34.08%	24.21%	29.19%
2009年增速预计	25.00%	-3.00%	20.00%	20.00%	50.00%	40.00%	18.50%
2010年增速假设	30.00%	5.00%	25.00%	25.00%	40.00%	40.00%	24.60%
预测结果	2010年医药制造业将实现利润总额916亿元，增速为24.60%						

来源：国金证券研究所

行业成长的基础：医改、创新和人口红利

- 2009-2011 年国家为了保证五项医改具体措施的实施，“3 年内各级政府预计投入 8 5 0 0 亿元”，即平均每年新增投入 2840 亿；随后国新办针对医改的新闻发布会明确表态“8500 亿的投入是未来三年(2009 年-2011 年)投入的合计，而且是增量”。
- ◆ 我们测算了一下，要达到 3 年 1.5 万亿的规模，未来三年政府投入复合增速要达到 45%，这是历史增速的两倍。

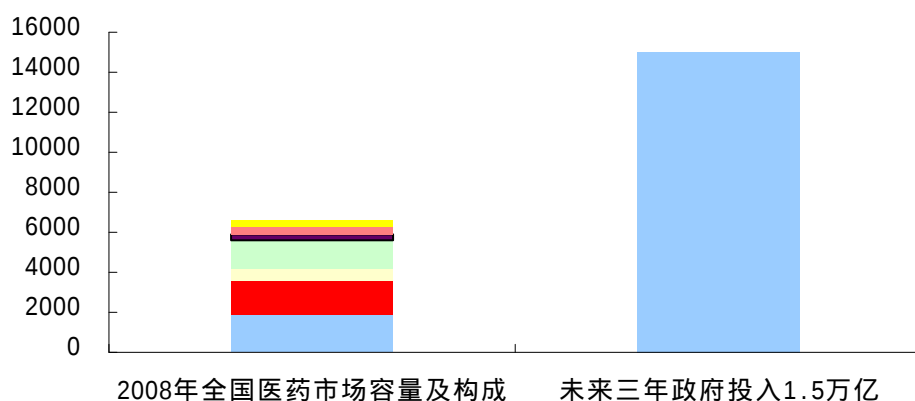
图表5：8500 亿元作为纯增量需要 45% 的增速拉动，太超预期



来源：国金证券研究所

- ◆ 我们统计了 2008 年全国医药市场的容量大约是 7000 多亿元，这也就意味着未来三年政府的投入相当于再造一个目前的医药市场。

图表6：8500 亿元的纯增量相当于再造一个中国医药市场



■ 化学制剂 ■ 化学原料 ■ 生物生化 ■ 中成药 ■ 中药饮片 ■ 卫生材料 ■ 其他

来源：国金证券研究所

- 我们认为，政府如此巨额的增量投入将用在以下几个方面：
 - ◆ 医疗保障体系逐步完善和加强：基层医疗机构网络的建设；新农和、城镇职工、城镇居民三大保障体系逐步实现全覆盖；医保保障水平逐步提升，如新农和人均出资水平逐步提高至 120 元、甚至是 150 元等；
 - ◆ 公共卫生体系建设，如扩大部分疫苗品种的免费接种范围等；
 - ◆ 基本药物制度的逐步推广，通过政府买单的方式满足全民的基础医疗需求；
 - ◆ 公立医院改革，通过增加政府投入的途径渐进地解决医院“以药养医”的问题；

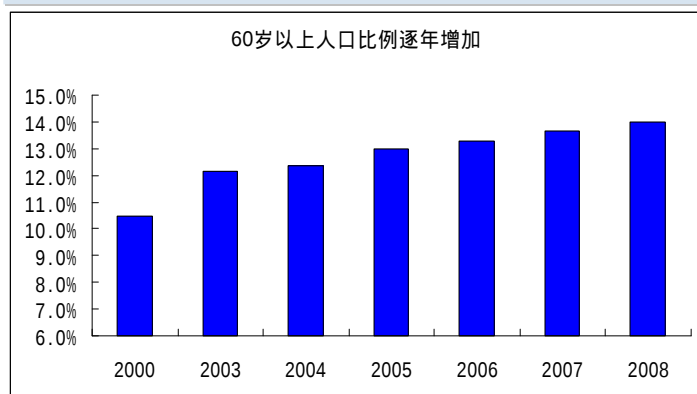
图表7：“8500 亿新增投入”具体投向拆解

需方	1、基本医疗保障体系 “得病有保障”	新农合	中央	326	510	680	765	
			2009-2011年合计				1955	
			与08年比增量		184	354	439	
			2009-2011年合计增量				978	
		地方	326	340	340	340		
		2009-2011年合计				1020		
		与08年比增量		14	14	14		
		2009-2011年合计增量				43		
		2009-2011年合计				2975		
		2009-2011年合计增量				1021		
		城镇居民	政府	132	240	360	484	
		2009-2011年合计				1084		
		与08年比增量		108	228	352		
		2009-2011年合计增量				688		
	城镇职工	只考虑一些破产企业	80	150	200	300		
	2009-2011年合计				650			
	与08年比增量		70	120	220			
	2009-2011年合计增量				410			
	合计	2009-2011年合计				4709		
	2009-2011年合计增量				2119			
2、基本药品目录 “治病少花钱”				开始执行，对药品15%加价的补贴				
	合计	2009-2011年合计					800	
		2009-2011年合计增量					800	
3、公共卫生服务体系 “平时少得病”		人均	2008	2009	2008	2011		
		人口	12	15	18	20		
		中央补助	14	14	14	14		
			168	210	252	280		
		2009-2011年合计				742		
		2009-2011年合计增量				238		
供方	4、基层医疗服务体系 “看病更方便”	设施改造	中央补助	111	继续扩大医药改造数量			
			县镇乡村	48				
			地市级	10				
		财政补贴	乡镇卫生院		主要是医生工资补贴、费用补贴等			
			社区卫生服务中心					
	合计	2009-2011年合计					3000	
		2009-2011年合计增量					1000	
	5、公立医院改革试点 “看病更方便”				开始试点改革			
		合计	2009-2011年合计					1000
			2009-2011年合计增量					800
	6、其他项目	医疗救助	城市	18.3				
			农村	32.6				
		合计	2009-2011年合计					1000
		2009-2011年合计增量					0	
合计		2009-2011年合计				11251		
		2009-2011年合计增量				4957		

来源：国金证券研究所

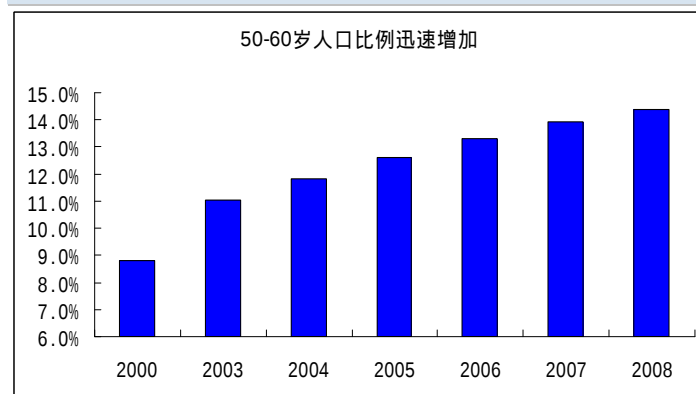
- 创新是行业发展的原动力之一，十一五之后，国家对重大新药创制的投入不断加大，科技部去年就投入了 16 亿元用于重大新药创制，因此未来 5 年我国医药行业非常有可能在化学药的仿创、单抗研究、疫苗等各个领域取得重大突破。
- 人口结构的变化是影响社会消费结构变化的重要原因。我国已经进入人口老龄化阶段，截止到 2008 年，我国 60 岁以上人口占总人口的比例为 14.01%，50-60 岁人口占比为 14.38%。随着老年人口数目的逐步增加，医疗支出占社会消费的比重也逐步提高。

图表8：60 岁以上人口比例逐年增加



来源：国金证券研究所

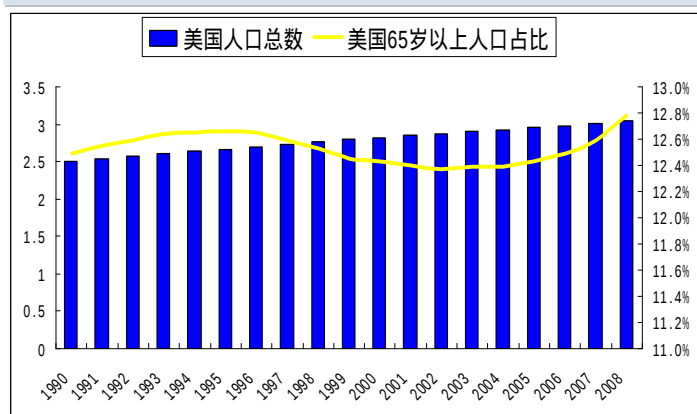
图表9：50-60 岁人口比例迅速增加



人口红利创就医药行业长期投资价值

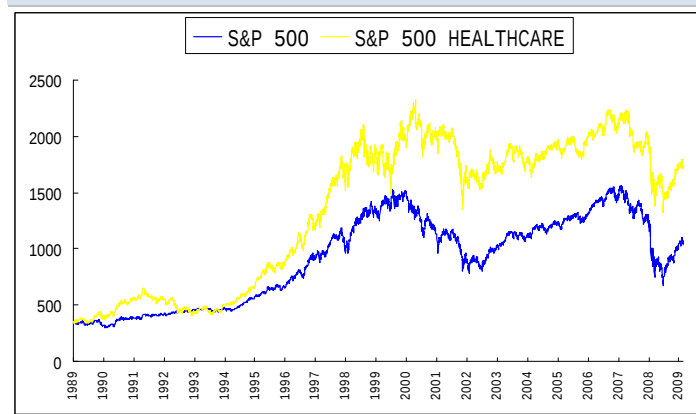
- 人口老龄化的趋势增加了社会对医疗服务的需求，医疗行业在二级市场的表现也体现出行业的快速发展，更体现出行业的长期投资价值。
- ◆ 我们分析了 1989 年至 2009 年期间美国二级市场的表现情况，长期来看，医疗服务行业有更好的市场表现，体现了医药行业的长期投资价值。

图表10：美国人口及老龄人口比例



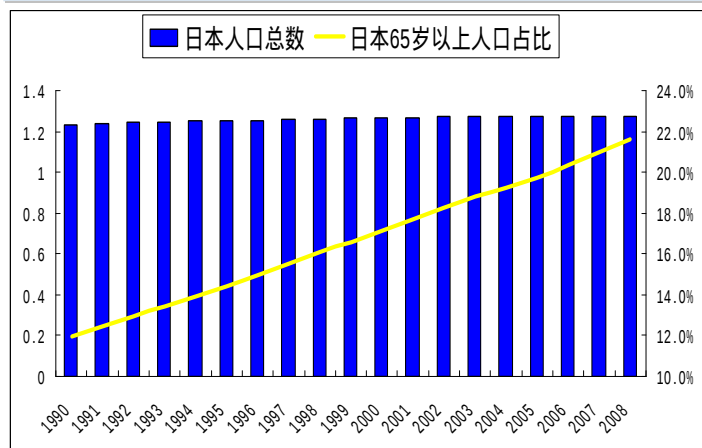
来源：国金证券研究所

图表11：长期来看，医疗服务行业有更好的市场表现



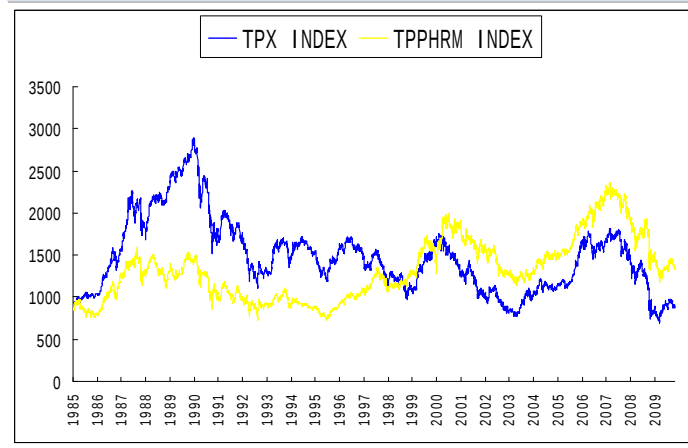
- ◆ 日本二级市场的表现更具有代表性。根据 1990 年至 2009 年的数据分析，在此期间内，日本的老龄化趋势非常明显；而我们观察二级市场的情况可以发现，虽然 1985 年至 1995 年间医药指数远落后于大盘，但随后十几年间医药指数有更好的表现，明显体现了医药行业“长跑冠军”的特点。

图表12：日本人口及老龄人口比例



来源：国金证券研究所

图表13：医疗行业指数长期看跑赢大盘

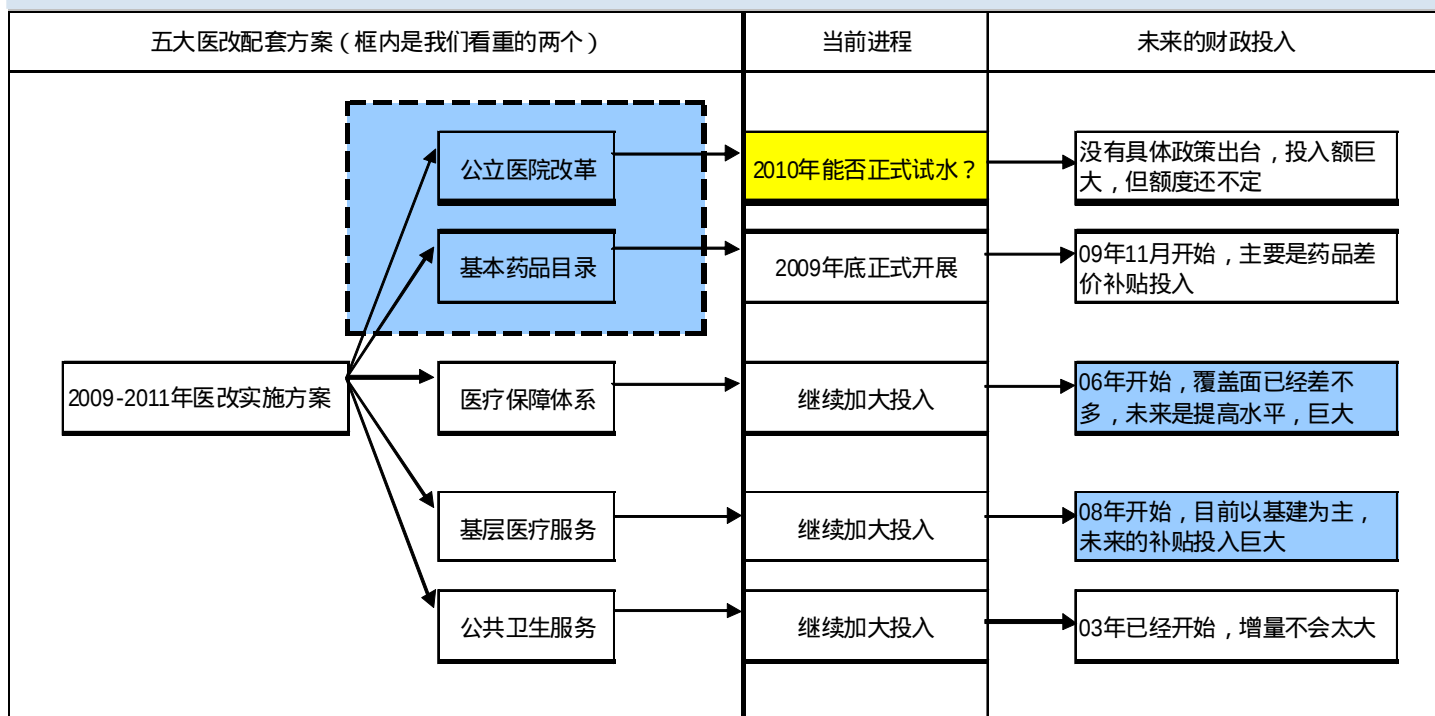


医改将对行业发展产生深远影响

明年公立医院改革能否破冰值得期待

- 医改五大政策陆续出台，基本药物目录政策的出台激发了医药股 2009 年的一波投资机会，那么公立医院的改革能否掀起另一次政策盛宴呢？值得期待。
- 公立医院改革是整个新医改的核心内容，牵涉到整个医药行业的各个利益链条。我们认为国家可能会采取试点的方式，从二级省份医院着手，尝试可能的改革措施。

图表14：公立医院改革是下一个政策盛宴的触发点

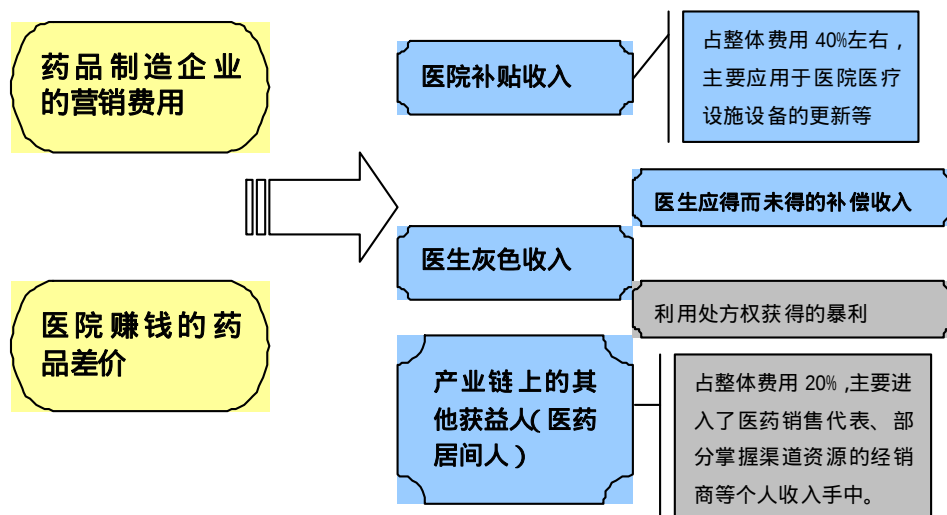


来源：国金证券研究所

产业利润链条将会调整

- 医药居间人的利益将成为新医改理顺医药产业链必须解决的问题：在扭曲的医药产业链上，患者、医生、药品制造企业和国家从某种程度上来说都是受害者，而在不规范的市场环境和扭曲的产业链上催生的医药居间人则获益丰厚。
- ◆ 目前为大家诟病的以药养医模式并非完全不合理，医院的补偿和医生的补贴收入中合理部分将逐步阳光化，而医药居间人的非法利益则是新医改理顺产业链必须解决的问题。

图表15：医改要解决的是不合理的利益，而非剥夺医生的合理利益

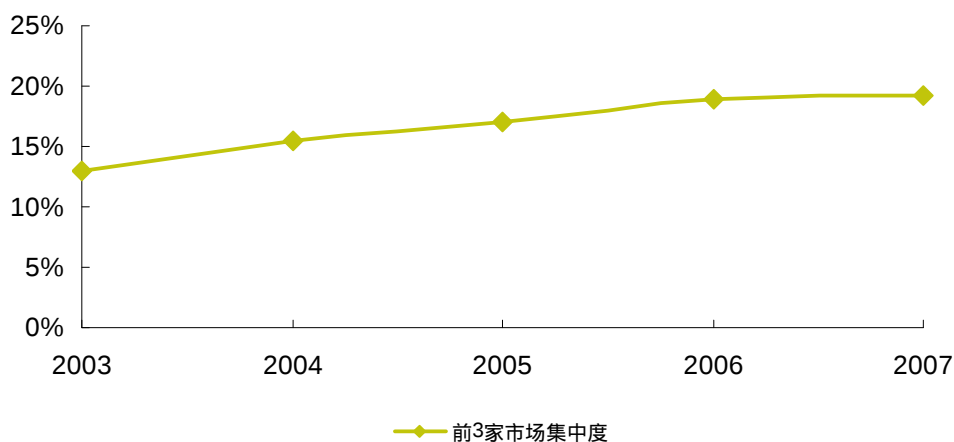


来源：国金证券研究所

医药商业流通化、集中化

- 近几年，药品持续降价，市场竞争越来越激烈，小型批发公司逐渐退出，行业集中度缓慢提升。2007 年，国内最大的三家医药流通企业中国医药集团、上海医药股份、九州通，合计占医药商业市场销售总额的 19.21%，比 2006 年提高了 0.26 个百分点。

图表16：医药流通业的市场集中度在提升



- 政府在医改中对医药流通行业的政策已经非常明确：减少流通环节，降低流通过程产生的利润，鼓励实行医药集中采购和统一配送，强调商业企业

的配送功能。物流商将成为医药商业企业未来的发展方向。可以预见，在毛利率下降、规模效应对企业盈利越发重要的经营背景下，越来越多的小型批发企业将无法继续生存下去，行业集中度将得到持续提升。

- 我们认为医改中医药商业的定位将逐步明确为供应链管理商，效率、规模和区位成为医药商业决胜的最重要因素。

基本医疗有望成为行业新的增长极

基本药物目录制度打开了基层用药市场的空间，长期利好而非短期刺激

- 我们对基本药物目录制度仍然保持一贯的看法，这一制度对入选的企业，尤其是独家品种的企业是长期利好，而非短期刺激，**基本药物目录制度的建设将有利于我国医疗资源的进一步均衡化，为基层用药市场打开了空间：**
- 关于基本药物的市场规模增长，我们认为入选此次国家基本药物目录的药品基本上都是常用药，在基层也有一定的用药基础，随着基本药物目录制度的推广，未来 3 年基本药物总体市场规模的年增长率在 20%-30% 之间，部分独家品种尤其是功能独特的品种，有望达到 30-50% 的年增长率。

“双独”品种是我们关注的重点

- 基本药物目录于 8 月 18 日正式出台，规定基本药物制度从 2009 年开始试点、2011 年初步建成、2020 年全覆盖；同时也公布了首批入选基本药物目录的品种，包括化学药和生物制品 205 种、中成药 102 种、以及中药饮片。
- 由于基本药物制度实行以省为单位招标，药品按照通用名称制定，价格依据市场供求情况确定，所以我们更加关注“双独”品种（即功能独家、品种独家）。

图表17：基本药物目录中药目录当中的独家品种筛选（颜色加深为功能也独家）

序号	功能	药品名称	全国文号数量	生产厂家	上市公司
1	清热解毒	双黄连合剂（颗粒、胶囊）	1	太龙药业	
2	清肺止咳	小儿消积止咳口服液	1	山东鲁南厚普	
3	益气养阴	消渴丸	1	广州中一药业有限公司	广州药业
4	益气活血	麝香保心丸	1	上海和黄	
5	滋阴活血	脉络宁注射液	1	金陵药业南京金陵制药厂	金陵药业
6	化痰宽胸	速效救心丸	1	天津中新药业集团第六中药厂	中新药业
7		地奥心血康胶囊	1	成都地奥	
8	化痰通脉	通心络胶囊	1	石家庄以岭药业	
9	疏肝和胃	气滞胃痛颗粒（片）	1	辽宁华源本溪三药有限公司	
10		胃苏颗粒	1	扬子江药业集团江苏制药股份有限公司	
11	理气止痛	三九胃泰颗粒	1	三九医药	三九医药
12	祛风化痰	正天丸（胶囊）	1	三九医药	三九医药
13	平肝息风	松龄血脉康胶囊	1	成都康弘制药有限公司	
14	祛风通络	华佗再造丸	1	广州奇星	广州药业
15	化痰通淋	癃闭舒胶囊	1	石家庄科迪药业有限公司	
16	扶正祛湿	尪痹颗粒（片）	1	辽宁好护士集团本溪制药有限公司	上实控股
17	化浊降脂	血脂康胶囊	1	北京北大维信生物科技有限公司	
18	清热消肿	马应龙麝香痔疮膏	1	武汉马应龙药业集团	马应龙
19	清热解毒	季德胜蛇药片	1	南通精华制药股份有限公司	
20	清热除湿	妇科千金片（胶囊）	1	株洲千金	千金药业
21	宣肺通窍	鼻炎康片	1	佛山德众药业有限公司	
22	活血化痰	接骨七厘片	1	湖南金沙药业股份有限公司	
23		伤科接骨片	1	大连美罗中药厂	美罗药业
24		云南白药（胶囊、膏）	1	云南白药集团	云南白药
25		颈舒颗粒	1	安徽精方药业股份有限公司	
26	补肾壮骨	仙灵骨葆胶囊	1	贵州同济堂制药有限公司	同济堂

来源：国金证券研究所

基本药物定价基本符合预期

- 10月2日，国家发改委发出通知，公布国家基本药物零售价格，共涉及2349个具体剂型规格品，调整后的价格从10月22日起执行。
 - ◆ 与现行规定价格比，有45%的药品降价，平均降幅12%左右；有49%的药品价格未做调整；有6%的短缺药品价格有所提高。
 - ◆ 《通知》明确，国家基本药物零售指导价格是按照药品通用名称制定的，不区别具体生产经营企业，各级各类医疗卫生机构、社会零售药店及相关药品生产经营单位经营基本药物，可依据市场供求情况，在不超过零售指导价的前提下，自主确定价格。

图表18：部分独家品种价格前后对比

药品名称	剂型	规格	单位	上市公司	最新公布 零售指导 价格(元)	国家发改 委之前定 价(元)	年份	北京发改委参考 价格(如无备注则 是07或08最新价 格)	价格变动
消渴丸	浓缩水丸	30g	瓶	广州药业	17	17	2007	17	0.00%
脉络宁注射液	注射剂	10ml	支	金陵药业	10.8	10.8	2007	10.8	0.00%
速效救心丸	滴丸剂	40mg*120丸	盒(瓶)	中新药业	23.6	23.6	2007	23.6	0.00%
三九胃泰颗粒	颗粒剂	20g	袋	三九医药	1.5	1.65	2003	1.5	-9.09%
正天丸	水丸	6g	袋	三九医药	1.4	1.55	2003	1.5	-9.68%
正天胶囊	胶囊剂	0.45g*24粒	盒(瓶)	三九医药	26.2	NA		NA	
华佗再造丸	浓缩水蜜丸	80g	瓶	广州药业	30.7	31.3	2007	31.3	-1.92%
尕痹片	片剂	0.5g*48片(薄膜衣)	盒(瓶)	上实控股	42.8	42	2003	34.8	1.90%
血脂康胶囊	胶囊剂	0.3g*24粒	盒(瓶)	绿叶制药(新加坡)	28.9	30	2007	30	-3.67%
马应龙麝香痔疮膏	软膏剂	10g(人工麝香, 人工牛黄)	支	马应龙	9.3	5.7	2003	NA	63.16%
妇科千金胶囊	胶囊剂	0.4g*24粒	盒(瓶)	千金药业	30.4	NA		32	-5.00%
妇科千金片	片剂	108片(薄膜衣)	盒(瓶)	千金药业	21.7	20.7	2003	20.4	4.83%
接骨七厘片	片剂	60片(薄膜衣)	盒(瓶)	嘉应制药	43.6	48.4	2003	44.4	-9.92%
伤科接骨片	片剂	60片(薄膜衣)	盒(瓶)	美罗药业	45.6	46.1	2007	46.1	-1.08%
云南白药酊	酊剂	30ml	盒	云南白药	8.9	NA		NA	
云南白药胶囊	胶囊剂	0.25g*32粒	盒(瓶)		40.4	40.4	2005	40.4	0.00%
云南白药气雾剂	气雾剂	50g/60g	盒		34.2	NA		NA	
云南白药膏	橡胶膏剂	6.5cm*10cm	贴		5.1	NA		NA	
云南白药膏	橡胶膏剂	10cm*14cm	贴		9.8	NA		NA	
仙灵骨葆胶囊	胶囊剂	0.5g*72粒	盒(瓶)	同济堂	70.3	NA		55	27.82%
注射用血栓通	注射剂	0.25g(冻干粉针)	支	中恒集团	61	NA		57	7.02%
血塞通注射液	注射剂	0.4g(冻干粉针)	支	昆明制药	78	NA		54	44.44%
普乐安胶囊	胶囊剂	0.375g*60粒	盒(瓶)	康恩贝	9.3	11	2003	11	-15.45%
复方丹参滴丸	滴丸剂	27mg*60丸(薄膜衣)	盒(瓶)	天士力	10.3	10.9	2007	10.9	-5.50%

来源：国家发改委，北京发改委，国金证券研究所 整理

我们更看好经营能力强、并拥有好品种的公司

- 关于受益于基本药物目录制度的上市公司，我们认为基本药物目录制度打开了基层用药的空间，而非单纯的国家政策性红包，因此我们更加看好经营能力强、销售积极进取并且拥有好品种的公司，比如：中新药业、三九药业、云南白药等。
- 同时我们认为目前正在经历变革的公司，有望借入选目录获得再次发展的良机，比如广州药业、同仁堂等有众多产品入选的大型中药企业。
- 另外，在此次价格制定中获得提价的一些品种也值得我们关注，比如中恒集团的血栓通和昆明制药的血塞通。
- 其他公司如金陵药业、康恩贝、人福科技本身经营比较正常，也可适当关注。

甲流疫情凸显防疫价值

2009 年甲流防控成效明显

- 4 月初墨西哥爆发甲流疫情以来，短短半年内，已有 199 个国家和地区出现甲流疫情。无论在感染率还是死亡率方面，我国都处于较低的水平：
 - ◆ 目前全球甲流确诊病例超 50 万例，国内确诊病例为 5 万多例；全球甲流死亡病例超 6000 例，国内死亡病例为 16 例，国内发病和死亡病例远低于国外。
- 我国甲流疫情防控工作取得良好成效，感染率和死亡率均处于较低水平，这主要得益于政府的快速应对以及比较完善的防疫网络，5 月 5 日，温家宝总理召开国务院工作会议，安排 50 亿元专项资金用于防控甲流疫情。

疫情凸显防疫价值

- SARS 疫情过后，政府大力完善和强化的全国疾病监控和防疫网络，在此次应对甲流疫情中发挥了巨大的作用，而此次甲流疫情的爆发将进一步推进我国基层卫生防疫体系的建设，对疫苗企业的发展提供更为有利的宏观环境。
- 疫苗企业仍处于 2007 年以来的黄金发展时期：政府将更加重视疫苗的防疫作用，国家免疫的范围和品种有望继续扩大；民众通过甲流疫情认识到流行病的危害，自主接种疫苗的意识将提高。
- 随着国家基层防疫体系建设和不断爆发的各种疫情，动物防疫体系的建设也日益重要，以此次甲流为例，甲流病毒包含猪流感、禽流感及人流感病毒基因片断，我们认为动物保健将会得到政府更高层次的重视，动物疫苗产业将有更好的发展。

短期提示关注治疗性甲流药物的投资机会

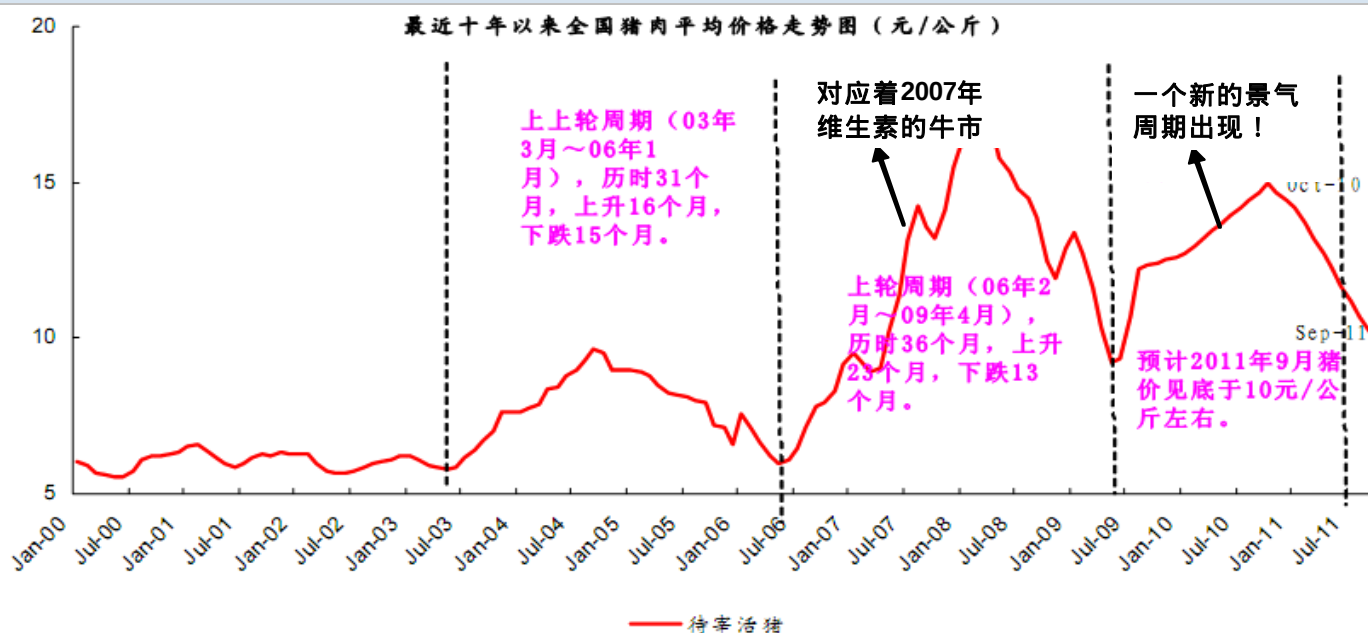
- 跟随甲流疫情的不断深入发展，相关公司的股价也在不同阶段有过不同程度的表现：
 - ◆ 5 月 11 日国内确诊首例甲流患者，莱茵生物等甲流概念股受到消息刺激有较大涨幅，我们于 4 月 27 日撰写报告《墨西哥疫情爆发，WHO 严正以待》。我们将该阶段定义为**甲流股第一波**，总体以炒作概念为主。
 - ◆ 6 月 3 日，华兰生物获得甲流病毒毒株，以华兰生物等疫苗股为龙头的甲流股票展开了一波大行情。之前以及此后，我们撰写多篇华兰生物的推荐报告，提示市场关注流感疫苗带来的投资机会。我们将该阶段定义为**甲流股第二波**，投资者从炒作概念回归到关注实质业绩，甲流疫苗的订单和盈利水平成为市场的关注焦点。
 - ◆ 由于甲流疫情的高峰尚未到来，我们认为甲流股还存在**第三波行情**，第 3 波行情的关注品种将是治疗性甲流药物相关企业。
- 考虑到未来甲流患者（特别是重症患者）的数目会大幅增加，对医疗诊治的需求也会大幅增加，相关的治疗性甲流药物会明显放量，我们建议投资者接下来关注治疗性甲流药物相关公司。

维生素行业明年上半年迎来景气高峰期

- 在 2009.06.15《维生素系列专题报告之五：需求增长》中，我们首次绘制了 VE 需求曲线。我们提出 VE 的真实需求在 2009-2010 年将有两个阶段的增长：一是，补库存带来的需求增长；二是，养殖业反转、经济复苏带来的真实需求增长；

- 在 2009.07.25《VE 首次出现补库存，销售进入放量阶段》中，我们发现第一阶段的增长来临；根据 8 月份的出口数据，我们认为补库存阶段已经结束。而根据我们前文分析的国内外饲料需求状况，我们判断：**VE 需求有望进入第二个增长阶段。**
- 在 2009.10.12《维生素独辟蹊径研究之一：论维生素与猪牛鸡的关系》中，为了说明 VE 的投资机会不会止步于补库存、季节性需求旺季带来的价格上涨机会，我们从猪牛羊等养殖品种的角度出发，讨论维生素需求与养殖业的关系，寻找维持维生素价格上涨真正的动力。主要观点有四：
 - ◆ 第一，从养殖业角度看维生素需求。维生素从生产上属于精细化工，但应用上属于养殖业这条线，以养猪业为例：“饲料添加剂（维生素）-饲料-种猪-养猪-生猪屠宰-生鲜肉-肉制品”。因此跟维生素需求直接相关的是饲料，最终的决定力量是肉制品的需求。
 - ◆ 第二，维生素需求随养殖业出现景气周期波动。结合国金证券农业研究员的研究成果，我们认为养殖业景气度一般存在着 3 年的周期性波动。因此维生素的需求在整体刚性的背景下，也有需求景气的大小年之分。作为养殖产业链最底部的一环，在养殖业由底部反弹的初期，受益弹性最大的是饲料添加剂（维生素）。
 - ◆ 第三，国内养殖业（尤其是生猪养殖）景气反转刺激国内维生素需求。国金证券农业研究员最新预测，国内的养猪业面临着 2009-2011 年一轮景气周期，目前处在反弹初期。我们认为养殖业景气度反转是今年维生素价格上涨的真正动力，补库存和需求旺季只是表现。

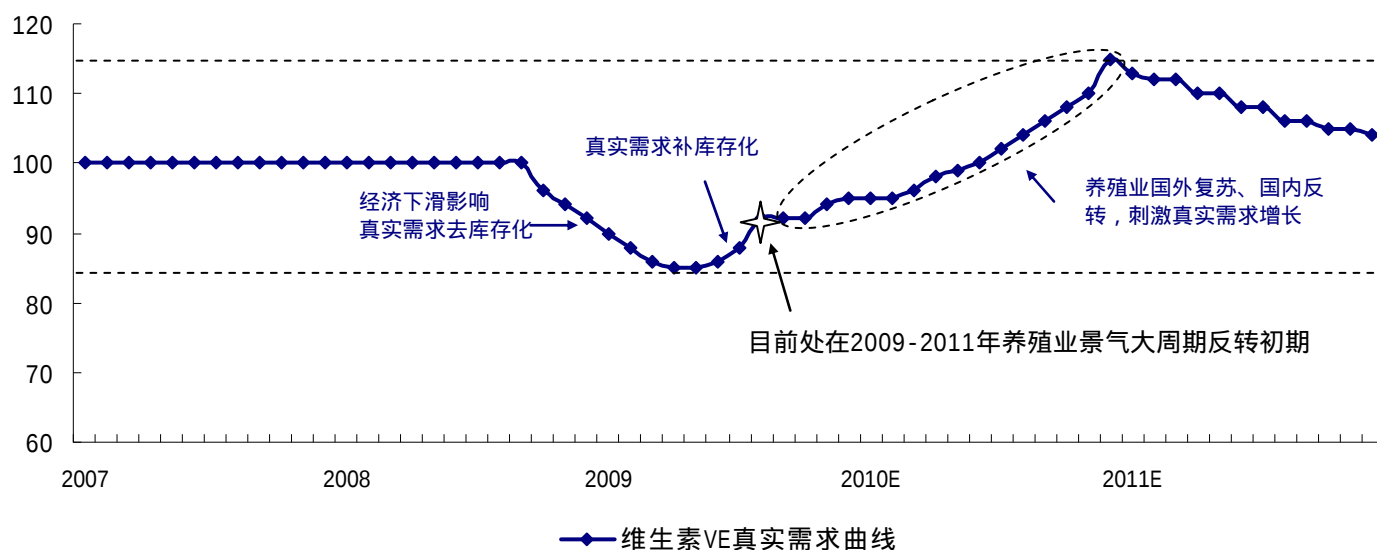
图表19：我国最近的三次生猪养殖周期性波动回顾（猪肉价格）



来源：国金证券农业研究报告，国金证券研究所

- ◆ 第四，国外饲料行业未来三个季度有复苏趋势，刺激维生素出口。根据我们跟踪的德国、英国等饲料消费国的数据，国外饲料需求有望经历从底部开始的反弹。我们认为这对维生素出口同样是利好。
- 综上我们与市场不同的观点：补库存结束后维生素需求增长的动力，不仅是因为 9、10 月份是每年的需求旺季，而是因为目前养殖业正处在全新景气周期形成的初期，时间跨度是 2009-2011 年。因此我们一定要从更大、更长的角度来思考维生素需求，否则会低估或者错过一个产业的大周期、大机会。

图表20：VE 需求曲线图（示意图，数值和时间不代表实际情况）



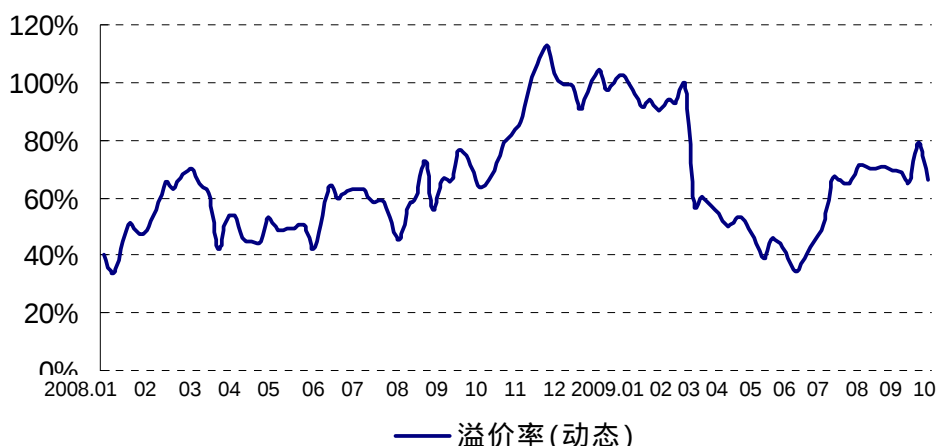
来源：国金证券研究所

- 因此我们把维生素（甚至包括各种添加剂）明年的真实需求看得更加乐观：在养殖业景气度反转（或复苏）带来的维生素需求旺盛的背景下，很可能再次出现 2007 年价格普涨的局面。明年相关维生素产品的价格可能再次创出新高，其中我们最看好 VE，认为价格上涨到 200 元/kg 以上非常正常；另外 VA 的涨价幅度可能最大。
- 在上述观点下，我们预测新和成（002001）明年 VE 销量将有 10%以上的增长、VE 均价明年将比今年增长 15%，公司明年继续实现量价齐升的局面。在这样的情况下，我们预计新和成 2009、2010 年的 EPS 为 3.122 元、4.042 元，2010 年业绩同比增长 30%。在我们对明年仍是景气度向上的判断下，我们认为可以按照明年 15-20 倍估值定价，目标价 60 元以上，维持“买入”评级。
- 在上述观点下，我们预测浙江医药（600216）2010 年 VE 销量将有 5%-10%的增长、VE 均价明年将比今年增长 15%（假设现价延续到明年），公司明年继续实现量价齐升的局面。在这样的情况下，我们预计浙江医药 2009、2010 年的 EPS 为 2.500 元、3.282 元，2010 年业绩同比增长 30%。在我们对明年仍是景气度向上的判断下，我们认为可以按照明年 15-20 倍估值定价，目标价 50 元以上，维持“买入”评级。
- 除了 VE、VA 以外，我们还提示关注至今价格未上涨的 VB2、VB5 等品种，在我们对饲料添加剂景气度判断正确的前提下，可能都会出现补涨的机会。

投资策略：创造力！想象力！

- 医药指数 2009 年 10 月份创了新高，目前行业相对于大盘的估值溢价率在 60%左右，处于较为合理的水平，我们认为医药行业具备长期投资价值，维持增持的投资建议。
- 未来三年随着医改各种试点措施的出台，医药行业环境将有可能更加复杂，优秀的管理层、好品种（包括研发的产品）和良好的渠道控制能力是脱颖而出的重要要素。

图表21：医药指数对沪深300指数估值溢价率统计



来源：国金证券研究所

- 通过对医药行业政策导向以及发展趋势的分析，我们认为以下 4 个方面是医药行业明年（甚至未来数年）的重点发展方向，建议投资者寻着以下思路为明年的投资机会进行布局：
 - ◆ 基本药物制度从明年起开始推行，基层药物市场将成为未来数年行业的新增长极。未来 3 年基本药物总体市场规模的年增长率在 20%-30% 之间；部分独家品种尤其是功能独特的品种，有望达到 30-50% 的年增长率。我们建议投资者关注拥有独家品种（尤其是双独品种）和良好渠道控制拓展能力的企业。
 - ◆ 随着医改的深入，公立医院改革试点的全面铺开，虽然具体政策尚未出台，但可以肯定的是医药产业中利润链条的整顿，将大幅压缩不必要的居间人利益，药品销售模式将逐步清晰规范。我们看好具备好品种和渠道控制力的专科用药企业，尤其是其中的创新类企业。
 - ◆ 疫情的频繁暴发凸显卫生防疫体系的投资价值，无论是政府投入的宏观环境，还是居民预防意识加强的微观选择，都有利于防疫类生物企业的发展。
 - ◆ 我们看好明年上半年饲料添加剂行业高景气带来的维生素投资机会，维生素各品种价格将面临普涨的局面。维生素 VE 是最具确定性的品种，相关企业明年将实现量、价齐升的局面，业绩同比增长非常确定；其他维生素小品种如 VB2、VB5 也值得阶段性关注。

图表22：国金医药股票池

行业	公司	EPS			PE2010	复合增长率
		2009E	2010E	2011E		
生物	华兰生物	0.881	1.264	1.44	49	27.85%
	上海莱士	0.893	1.043	1.252	31	18.41%
	科华生物	0.513	0.625	0.731	36	19.37%
	中牧股份	0.688	0.913	1.141	25	28.78%
中药	康缘药业	0.55	0.7	0.842	28	23.73%
	云南白药	1.15	1.38	1.725	38	22.47%
	三九医药	0.663	0.835	1.049	24	25.79%
	东阿阿胶	0.602	0.743	0.929	32	24.23%
	中新药业	0.721	0.838	0.964	27	15.63%
	昆明制药	0.169	0.312	0.528	37	76.76%
	中恒集团	0.494	0.735	0.868	28	32.56%
商业	国药股份	0.524	0.67	0.841	32	26.69%
	复星医药	2.147	0.799	0.918	9	-34.61%
化药	恒瑞医药	1.113	1.41	1.722	32	24.39%
	恩华药业	0.327	0.456	0.599	36	35.34%
	信立泰	1.577	2.265	3.029	40	38.59%
	红日药业	1.7	2.228	2.708	40	26.21%
	华东医药	0.595	0.747	0.929	23	24.95%
	双鹤药业	0.858	0.976	1.152	24	15.87%
	华邦制药	0.898	0.918	1.076	40	9.46%
原料	浙江医药	2.306	2.865		15	
	新和成	3.007	3.737		15	
	海正药业	0.551	0.677	0.83	34	22.73%
器械	乐普医疗	0.749	1.049	1.38	52	35.74%
	鱼跃医疗	0.601	0.784	1.006	39	29.38%
医疗	爱尔眼科	0.677	0.896	1.19	56	32.58%

来源：国金证券研究所

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
 持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于行业基本面，评判未来两年后行业综合竞争力与全市场所有行业均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。