

医药行业

2009 年 12 月 7 日



行业研究

行业专题

投资评级：短期-推荐、长期-A

政策为纲，基层为王

——医药行业 2010 年投资策略

核心观点

1、政策、突发事件、估值三大因素影响板块走势。09 年医药板块在二级市场呈现出先抑后扬的走势。行业政策、疫情等突发事件以及估值水平成为影响医药板块走势的三大因素。2010 年，这三大因素仍将左右医药股的走势，值得我们密切关注。

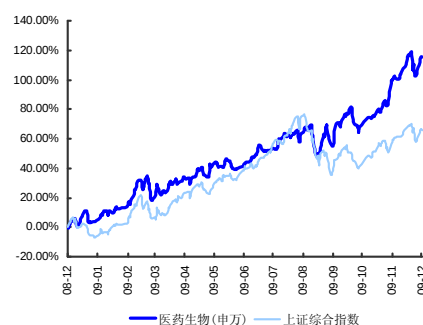
2、政策三大效应将逐步显现。今年是医药行业的政策年，医改方案、基本药物、09 版医保等行业政策陆续出台。2010 年，政策的三大效应将逐步显现：医药市场将持续扩容、资源将向龙头企业聚拢，市场将向基层倾斜。09-11 年全国财政医疗卫生支出预计达到 1.66 万亿元，是过去 3 年的 1.72 倍，巨量的政府投入将促进医疗需求的快速释放和市场的持续扩容；而新的 GMP 认证和药品注册制度的实施将促使资源逐步向龙头企业聚拢，加速行业集中度的提升。另外，随着基层居民医保覆盖范围的扩大和保障水平的提高以及医疗资源的逐步下沉，医药市场将逐步向基层倾斜，基层市场将成为医药行业新的蓝海。

3、疫情存在不确定性，并购整合是确定性趋势。09 年是疫情高发年，目前 H1N1 甲流疫情仍未得到有效控制，而且甲流变异病例还在不断出现。因此，新的疫情是否会爆发还存在不确定性。相对于疫情的不确定性，药企间的并购整合将是 2010 年的确定性趋势，09 年国内外就已经发生了一系列并购事件，新一轮的并购浪潮已经到来。

4、短期估值不具优势，长期投资价值明显。从目前医药板块的估值水平来看，处在一个历史平均水平附近，估值相对合理；从相对于 A 股的溢价情况来看，溢价水平已经处于一个相对高位，板块整体的估值优势并不明显。但从长期投资的角度来看，未来十年将是中国医药行业发展的黄金十年，行业依靠稳定的成长性能不断化解估值压力，因此医药股仍具有明显的长期投资价值。

5、投资策略：政策为纲，基层为王。展望 2010 年医药行业的投资机会，我们认为一方面应该以政策为纲，把握政策方向和效应，长期持有细分行业龙头；另一方面重点关注基层市场，因为受益基层市场扩容的企业更有可能在 2010 年实现业绩的超预期增长。对于投资标的选择，基本药物独家品种无疑是我们首选，同时，具有较强品牌优势的非独家品种也值得我们关注。另外，我们也建议从竞争格局的角度关注化学原料药行业部分品种的结构机会以及资产重组概念股。个股方面建议关注天士力、千金药业、益佰制药、昆明制药、新和成的投资机会。

行业最近 12 个月市场走势



数据来源：Wind，国都证券研究所

行业内重点上市公司评级

上市公司	投资评级
天士力	推荐-A
千金药业	推荐-A
益佰制药	强烈推荐-A
昆明制药	推荐-A
新和成	推荐-B

数据来源：国都证券研究所

国都证券研究所

蔡建军

电话：010-84183153

E-mail: caijianjun@guodu.com

联系人：周红军

电话：010-84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

1、政策、突发事件、估值三大因素影响板块走势	4
2、2010 年三大因素将如何演绎.....	7
2.1 政策三大效应将逐步显现.....	7
2.1.1 医疗需求快速释放带来市场持续扩容	8
2.1.2 资源向龙头企业聚拢	9
2.1.3 市场向基层倾斜	11
2.2 疫情存在不确定性，并购整合是确定性趋势.....	13
2.3 短期估值不具优势，长期投资价值明显.....	16
3、下半年投资策略：政策为纲、基层为王	17
3.1 长期持有行业龙头、重点关注基层市场	17
3.2 关注结构性机会	19
3.2.1 关注化学原料药行业机会	19
3.2.2 关注资产并购重组	20
3.3 重点公司	21

图表目录

图表 1: 申万生物医药指数与上证综指走势图.....	5
图表 2: 申万生物医药指数与上证综指走势比较.....	5
图表 3: 2009 年出台的相关行业政策	7
图表 4: 全国财政医疗卫生支出情况.....	8
图表 5: 我国卫生费用中各方占比情况.....	9
图表 6: 国内医疗机构诊疗人次和入院人数情况.....	9
图表 7: 国内新药申报情况.....	11
图表 8: 我国医保覆盖情况.....	12
图表 9: 我国乡镇卫生院诊疗人次.....	13
图表 10: 我国乡镇卫生院住院人数.....	13
图表 11: 我国 03 年以来疫情情况.....	14
图表 12: 2008 年国内外药企市场集中度情况	15
图表 13: 2009 年国内部分医药上市公司资产整合情况	15
图表 14: 2009 年国外部分医药公司资产整合情况	15
图表 15 申万医药生物板块估值情况	16
图表 16: 医药个细分行业龙头公司.....	17
图表 17: 云南白药和华兰生物上市至今累计涨幅情况.....	18
图表 18: 受益基层市场的基本药物目录品种及企业.....	18
图表 19: 从VE的历史来看, 竞争格局决定价格走势.....	19
图表 20: VE和VC已形成寡头垄断的稳定供需格局.....	20
图表 21: 2010 年存在资产整合预期的上市公司	20

1、政策、突发事件、估值三大因素影响板块走势

在展望 2010 年医药股走势之前,我们首先需要回顾一下 09 年医药股的走势。因为相对于 07、08 年市场的暴涨暴跌,09 年整个市场走势相对平稳,医药板块二级市场的运行态势也更能反映医药行业自身发展的一些特点。

我们比较了申万医药生物行业指数与上证综指的走势,可以将医药板块的走势大致分为两个阶段。

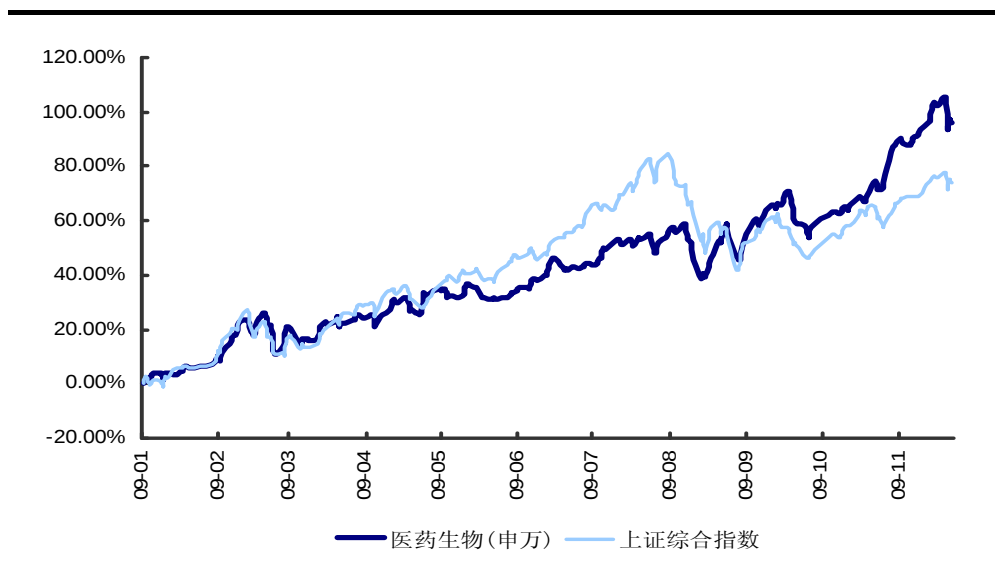
第一阶段是 1-7 月份,申万医药指数明显跑输大盘(其中 4 月份,受医改方案公布和甲流疫情爆发因素影响,医药板块单月跑赢大盘)。究其原因主要是:

- 1) **市场热点转换,周期性行业成为市场热点。**在充裕的流动性支撑和经济复苏预期下,有色、煤炭、房地产等周期性行业成为市场热点,而医药生物、农林牧渔等防御性行业则相对弱势。
- 2) **板块估值压力较大。**08 年大盘深幅调整,而医药板块防御性特征明显,整体跌幅不大,板块相对估值压力较大。
- 3) **行业不确定性因素增多。**医改方案公布后,《基本药物目录》等相关配套政策迟迟不能公布,使得行业的不确定性因素增多,特别是对新的药品降价政策的预期一定程度上打击了医药股做多的热情。
- 4) **增长确定,缺乏超预期因素。**主流医药股业绩增长较为确定,缺乏超预期的因素。

第二阶段是 8-11 月份,申万医药指数明显强于大盘。究其原因主要是:

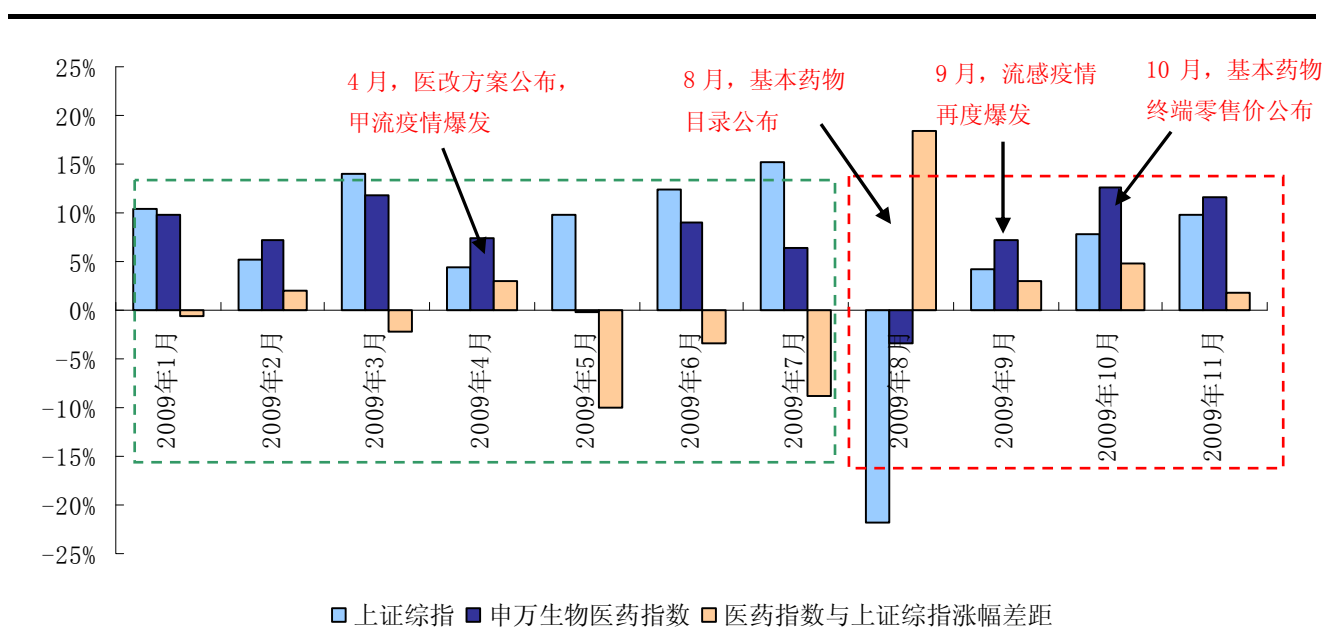
- 1) **基本药物目录及其价格公布,降价靴子落下。**8 月,国家基本药物目录(基层版)公布,205 种西药和 102 种中药成功入选;10 月,国家基本药物最高零售价公布,独家品种基本未降价,其他药品降价幅度也明显小于市场预期,药品降价的靴子终于落下。
- 2) **阶段防御性优势明显。**8 月,钢铁、煤炭、有色等前期强势板块大幅回调,医药行业的防御性优势显现,重新成为市场热点。
- 3) **估值优势显现。**由于医药板块前期相对滞涨,而大盘整体估值水平提升较快,医药板块成为价值洼地,板块的估值优势显现。
- 4) **甲流疫情等突发因素刺激。**进入秋冬季后,甲流疫情再度迎来大爆发。疫情等也进一步刺激板块阶段走强。

图表 1：申万生物医药指数与上证综指走势图



资料来源：wind、国都证券研究所

图表 2：申万生物医药指数与上证综指走势比较



资料来源：wind、国都证券研究所

纵观医药板块全年走势，呈现出先抑后扬的特征；但各阶段强势个股方面有所分化：

第一阶段，市场热点较为散乱，强势个股主要是以交大昂立、诚志股份、北海国发、莱茵生物等为代表的二三线医药股、绩差股和题材股；

第二阶段，市场热点相对集中：强势个股包括天士力、云南白药、恒瑞医药等一线绩优股；受益于基本药物制度的中恒集团、金陵药业等；以及华兰生物、天坛生物、海王生物等甲流疫苗类个股。

从医药板块 09 年的运行态势可以看出，三大因素影响着医药股在二级市场的走势：

首先，政策的影响：中国的医药行业是一个受政策影响很大的行业。

从行业层面来看，政策会助推或者减缓行业的发展步伐。2006 年药品降价和整顿商业贿赂等政策的实施，就曾使得行业增速跌入谷底。而 08 年以来一系列医改政策的实施，又有效的促进了群众医疗需求的释放和医药市场的持续扩容，加快了行业增长的速度。

从公司层面来看，政策的影响主要体现在医药公司业绩与用药目录的遴选以及药品价格的制定息息相关。因为公司产品若能够入选医保、国家基本药物等相关用药目录，将会带来销量的快速提升；同时争取产品限价提高也是谋求利润最大化的有效途径。

目前，国家基本药物目录基层版和 09 版医保目录已经公布，基本药物扩展版也有望年内出台。同时基本药物零售指导价格也已公布，这些都将对相关企业带来重大影响，从而影响到公司股价的走势。

其次，突发事件的刺激：医药行业的特殊性在于它是与疾病和疫情息息相关的，因此 SARS、禽流感、H1N1 甲流等疫情的大规模爆发，就会给相关个股带来实质性利好和提供炒作的空间。另外，资产重组、原料药涨价等其他突发事件也会对相关个股的走势产生重大影响。

最后，板块估值与相对大盘的溢价水平。上半年制约医药板块上涨的一个重要因素就是板块估值水平较高，特别是相对于 A 股的溢价水平较高。随着大盘估值水平的逐步上行，医药板块的相对溢价有所回落。同时，医药股自身良好的成长性也使得估值压力得到了有效化解，板块在下半年重新获得了上行空间。

2、2010 年三大因素将如何演绎

由于政策、估值、突发事件是影响医药板块走势的三大因素，因此在展望 2010 年医药板块的走势以及探求明年的投资策略之前，我们就需要分析明年这三大因素将如何演绎。

2.1 政策三大效应将逐步显现

2009 年可以称为医药行业的政策年，医改方案、基本药物目录、医保目录等一系列行业政策都已陆续出台。我们认为 2010 年这些政策的集中实施将会医药行业产生深远的影响，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。

图表 3: 2009 年出台的相关行业政策

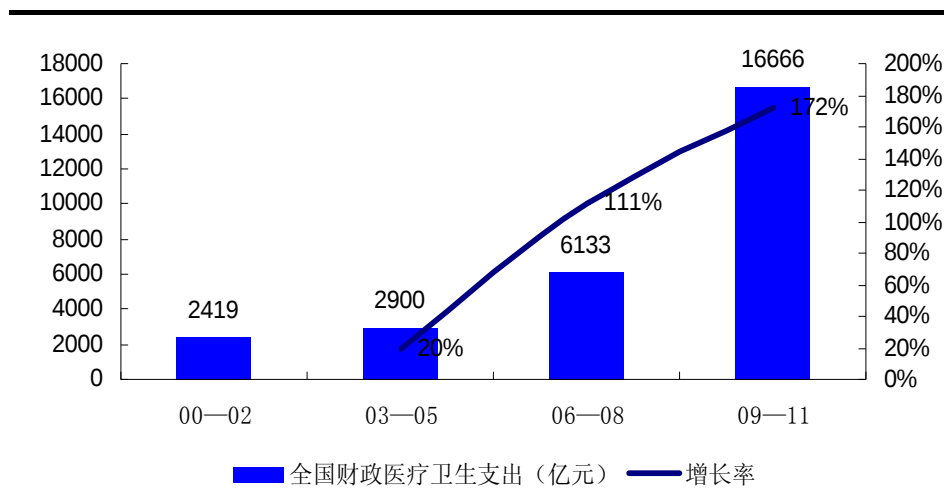
相关政策	导向和影响
1 月 17 日关于进一步规范医疗机构药品集中采购工作的意见	规范药品采购工作，压缩医药流通环节
1 月 21 日《关于深化医药卫生体制改革的意见》和《2009 - 2011 明确近期医改目标; 未来 3 年内各级政府预计投入 8500 亿元，市场将持续扩容	8500 亿元，市场将持续扩容
4 月 6 日《关于深化医药卫生体制改革意见》	医改大幕正式拉起，对医药行业形成整体利好
5 月 7 日《国务院关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》	扶持中医药行业发展
5 月 13 日《促进生物产业加快发展的若干政策》	扶持、肿瘤、艾滋病、肝炎等重大药物领域创新
7 月 13 日关于巩固和发展新型农村合作医疗制度的意见	完善医疗保障制度，提高农村居民医疗保障水平
7 月 31 日《2009 年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险扩大医保付费的药品范围，进行药品目录调整药品目录调整工作方案》	完善医疗保障制度，提高城镇非就业居民医疗保障水平
8 月 5 日关于全面开展城镇居民基本医疗保险工作的通知	实施基本药物制度，利好独家品种生产企业
8 月 18 日《国家基本药物目录（基层版）》	鼓励技术资源合理有序流动，促进行业做大做强
8 月 19 日《药品技术转让注册管理规定》	促进医疗资源合理分布，加强基层医疗机构建设
8 月 26 日《医疗机构设置规划指导原则（2009 版）》	促进基本药物在基层的使用，基本药物销量将显著提升
9 月 30 日《卫生部关于调整和制订新型农村合作医疗报销药促进基本药物在基层的使用，基本药物销量将显著提升物目录的意见》	45% 药品降价，平均降幅 12%；独家品种降价幅度较小
10 月 2 日发改委公布国家基本药物零售指导价格	合理调控药品和医疗服务价格水平，鼓励研发创新和使
11 月 23 日发改委公布《改革药品和医疗服务价格形成机制的合理调控药品和医疗服务价格水平，鼓励研发创新和使	用基本药物，降低流通环节差价率
11 月 30 日《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目基本药物全部入选医保甲类，医保目录有所扩容，新增录》（2009 年版）	271 个品种，入选品种将显著受益

资料来源：卫生部、国都证券研究所

2.1.1 医疗需求快速释放带来市场持续扩容

2008 年，全国财政医疗卫生支出 2722.44 亿元，比 2007 年增长 36.8%。而 09-11 年 3 年内各级政府将新增投入 8500 亿元，且全部是增量部分，按此粗略计算，09-11 年全国财政医疗卫生支出将达到 1.66 万亿元（其中存量部分 8166 亿元，增量部分 8500 亿元）。09-11 年政府在医疗卫生方面的支出将是 06-08 年的 1.72 倍。

图表 4: 全国财政医疗卫生支出情况

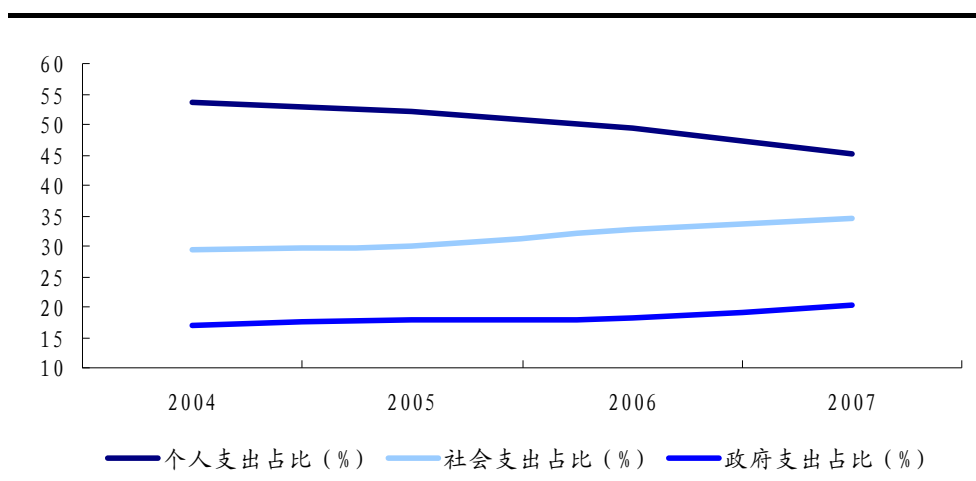


资料来源：卫生部、国都证券研究所

政府投入的不断增长，将使得个人支出在卫生费用中的占比不断下降，2007 年卫生总费用中个人支出占比下降到了 45.20%，较 06 年大幅下降了 4.1 个百分点。随着未来三年政府的巨量财政投入，居民个人支出的占比将会进一步下降，人民群众压抑已久的医疗需求得到不断的释放。

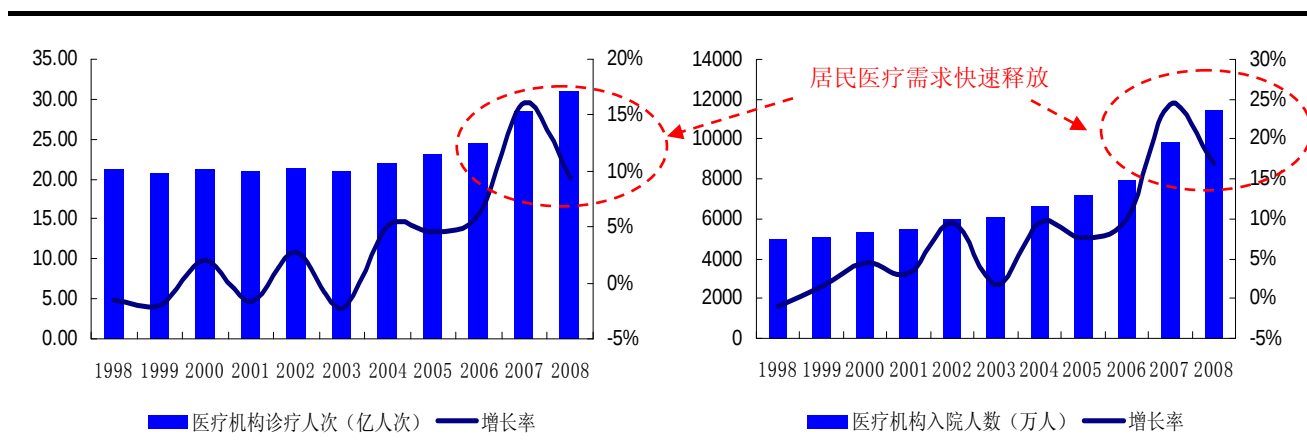
目前，国内居民的医疗需求已经进入一个快速释放期，这种需求的释放在近两年医疗机构的诊疗人次和入院人数爆发性增长的数据上就可以得到佐证。而医疗需求的快速释放也必将带来医药市场的持续扩容。

图表 5: 我国卫生费用中各方占比情况



资料来源: 卫生部、国都证券研究所

图表 6: 国内医疗机构诊疗人次和入院人数情况



资料来源: 卫生部、国都证券研究所

2.1.2 资源向龙头企业聚拢

最近两年在药品生产领域, 国家也进行了一系列政策调整, 包括新的 GMP 认证的实施, 新的药品注册制度的实施。这些政策的实施效果在未来几年将逐步体现。我们认为整个行业的资源将会逐步向龙头企业聚拢, 综合实力和规模优势将成为未来药企的核心竞争力。

首先新版 GMP 的颁布, 将拉开医药行业新一轮兼并重组的序幕。一些经济实力不够, 软硬件也不过关的中小型企业, 将在新一轮认证中被淘汰。

2003 年到 2004 年间是我国药品生产企业通过 GMP 认证的高峰期，根据国家相关法规，凡已通过 GMP 验收的剂型、项目，满 5 年必须进行再认证。据不完全统计，08、09 两年需按新《标准》进行再认证的药品生产企业将超过 2000 家。

而新的 GMP 认证标准是以欧盟 GMP 为参考，涵盖了欧盟、美国 FDA、WHO 对 GMP 的基本要求，与国际标准接轨。与原来的 GMP 标准相比，新的 GMP 标准认证更严格，强化软件层面的要求，提高了行业门槛：

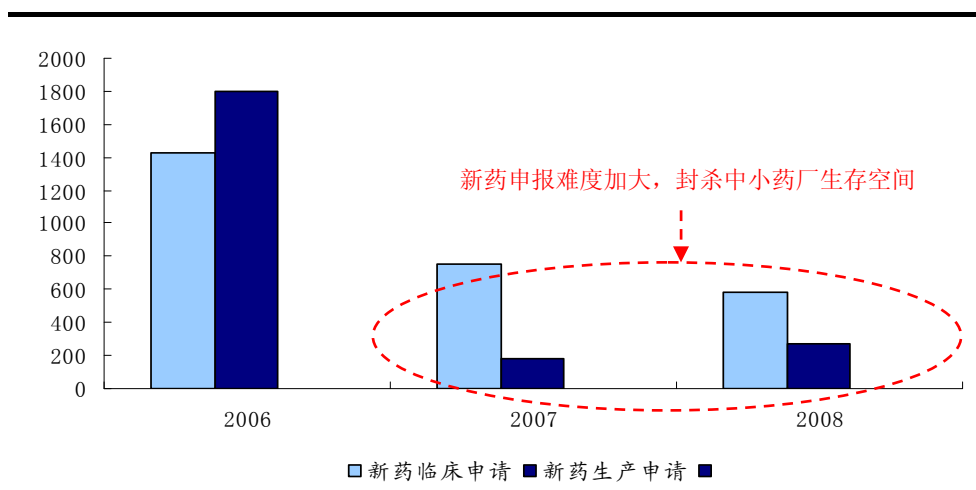
- 1) 标准更严格：原来的 225 条修改为 259 条，关键项目由 56 条调整为 92 条。
- 2) 认证零容忍：新《标准》规定，如有严重缺陷将不予通过认证（原来标准是严重缺陷少于 3 个，可限期整改）。一般缺陷 $\leq 20\%$ 的，必须经整改后才能通过药品 GMP 认证。
- 3) 强调软件：强化对企业人员的要求，强化对生产过程管理、生产验证、质量控制等软件层面的要求

其次由于新药申报的难度显著加大，中小药厂的生存空间被进一步封杀。新药资源也正在逐步向具有资金优势和人才优势的规模企业聚拢。

2007 年 10 月新版《药品注册管理办法》开始实施，其后《中药注册管理补充规定》、《药品注册现场核查管理规定》、《新药注册特殊审批管理规定》等一系列的配套文件也陆续出台。

这些新药注册政策实施后，使得新药审评工作出现巨大变化，新药申报的难度显著加大：一方面企业仿制药申请和简单改剂型等申请数量的大幅度下降，2008 年，药监局受理的药品注册申请 3413 件，与 06 年和 07 年同期相比分别下降 75% 和 18%。另一方面，药监局批准的新药临床申请和新药生产申请也在大幅减少。2008 年药监局批准的新药临床申请 581 件，新药生产申请 270 件，分别只有 2006 年的 41% 和 15%。

图表 7：国内新药申报情况



资料来源：卫生部、国都证券研究所

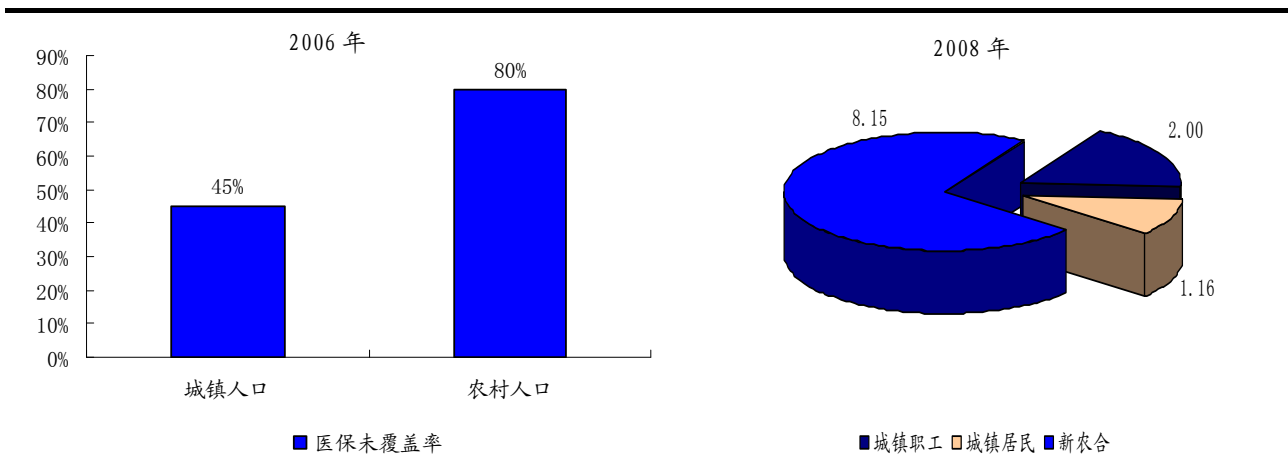
2.1.3 市场向基层倾斜

医改总的目标是建立健全覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度。而 8 亿多农村居民和 2 亿多城镇非就业居民正是政策扶持的重点。

一方面政府通过建立新型农村合作医疗和城镇居民医疗保险，不断扩大基层居民医保覆盖的范围和提高基层居民的医疗保障水平。

2006 年初我国仍有 45% 的城镇人口和 80% 的农村人口没有任何医疗保障，而到 08 年底我国 8.15 亿的农村居民和 1.16 亿的城镇非就业居民已经纳入医保覆盖范围。同时，基层居民的医保保障力度也在不断提高，2010 年，各级财政对城镇居民医保和新农合的补助标准提高到每人每年 120 元，政策范围内的门诊和住院费用报销比例也将有所提高。

图表 8：我国医保覆盖情况



资料来源：卫生部、国都证券研究所

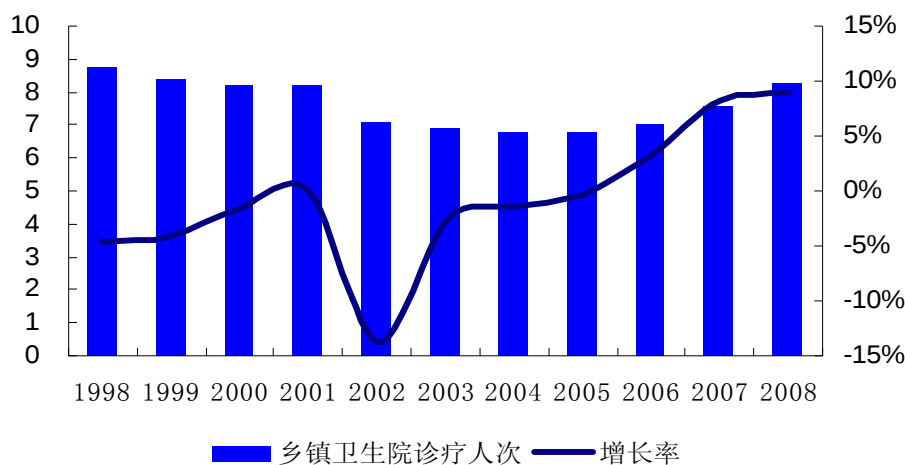
另一方面国家也在大力加强基层医疗卫生机构建设,促进医疗资源向基层下沉。

三年内中央将重点支持 2,000 所左右县级医院（含中医院）建设，新建、改扩建 3.4 万所中心乡镇卫生院。三年内新建、改造 3,700 所城市社区卫生服务中心和 1.1 万个社区卫生服务站。同时支持困难地区 2,400 所城市社区卫生服务中心建设。

一方面是基层居民医保覆盖范围的扩大和保障水平的提高，另一方面是医疗资源的逐步下沉，都将激发基层居民医疗需求的快速释放。最终将带来医药市场向基层的逐步倾斜，基层市场将成为医药行业新的蓝海。

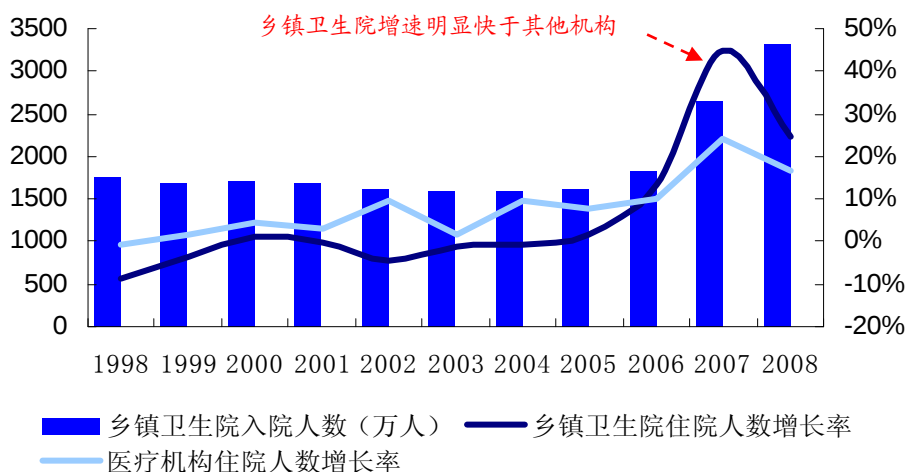
从卫生部的统计数据，我们也可以看出，新农合等政策实施后，基层的医疗需求持续快速释放。乡镇卫生院诊疗人次显著增加，而乡镇医院的住院人数更是出现大幅增长，07 年增速达到了 45%，08 年也超过 25%，增速明显快于其他医疗机构。这一方面表明了我国基层的医疗需求之前是被长期压抑的，另一方面也反映国内基层医药市场的潜力是十分巨大的。

图表 9：我国乡镇卫生院诊疗人次



资料来源：卫生部、国都证券研究所

图表 10：我国乡镇卫生院住院人数



资料来源：卫生部、国都证券研究所

2.2 疫情存在不确定性，并购整合是确定性趋势

2009 年是一个疫情多发年，年初的时候爆发了高致病性禽流感 and 口蹄疫疫情，到 4、5 月份的，H1N1 甲流疫情又在全球肆虐，到目前为止还尚未得到有效控制。

而医药行业又是一个与疫情行业高度相关的行业，疫情的爆发往往会给相关公司提供一个发展的机遇。与疫情相关个股的股价往往也会出现大幅的上涨，像

今年的华兰生物、海王生物、莱茵生物等。

总体来看，近 10 年来，随着全球气候的不断恶化，每隔 2-3 年都会有新的疫情在全球范围内大规模爆发。03 年以来，已经陆续爆发了 SARS、高致病性禽流感、和 H1N1 甲流疫情。展望 2010 年，我们认为甲流疫情能否得到有效控制还是存在一定的不确定性，尤其令人担忧的是甲流变异病例的不断出现。未来，新的疫情会不会爆发也是一个大大的问号。

图表 11：我国 03 年以来疫情情况



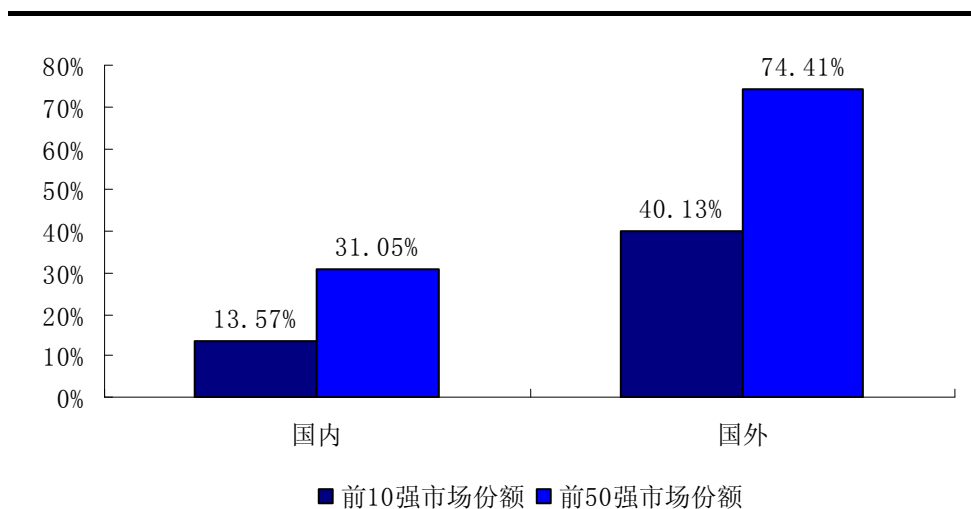
资料来源：卫生部、国都证券研究所

相对于疫情的不确定性，药企间的并购整合将是医药行业 2010 年的确定性趋势。目前来看，医药行业新一轮的并购浪潮已经到来。但中国医药行业的并购整合不可能通过一轮而全部完成，这将是一个动态、轮回的过程。通过一轮又一轮的并购，最终将以寡头垄断者的出现，来标志着行业市场化的成熟。

2008 年，全球制药 50 强合并销售额 5581 亿美元，占世界药品市场的 74.41%，前十强的合并销售额为 3010 亿元，占世界药品市场的 40.13%。反观国内，2008 年，国内制药工业百强合计销售收入只有 2469 亿元，还不及辉瑞一家公司 3100 亿元的收入规模，目前国内前 50 强占国内市场 31.05% 的份额，前 10 强更是只有 13.57% 的市场份额。

因此，国内医药行业集中度的提高将是一个必然趋势。2009 年国内外医药企业间都发生了一系列重组并购事件，我们判断在 2010 年这种兼并重组的态势将会延续下去。

图表 12: 2008 年国内外药企市场集中度情况



资料来源: SFDA 南方医药经济研究所、国都证券研究所

图表 13: 2009 年国内部分医药上市公司资产整合情况

收购方	被收购方
一致药业 (000028)	收购国控南宁, 国控佛山、东莞一致、国控湛江等
紫鑫药业 (002118)	收购吉林草还丹药业
天康生物 (002100)	收购开创饲料和宏展实业
天坛生物 (600161)	收购成都蓉生
仁和药业 (000650)	收购江西康美和药都仁和
康美药业 (600518)	收购吉林新开河和北京隆盛堂
中国医药 (600056)	收购华立九州
康恩贝 (600572)	收购江西天施康

资料来源: 公司公告、国都证券研究所

图表 14: 2009 年国外部分医药公司资产整合情况

收购方	被收购方
辉瑞 (美国)	惠氏 (美国)
罗氏 (瑞士)	基因泰克 (美国)
默克 (美国)	先灵葆雅 (美国)
葛兰素史克	史蒂富 (专注皮肤用药)
雅培	眼力健 (美国)
葛兰素史克/赛诺菲安万特	印度 Piramal Healthcare
日本制药企业 Astellas	美国 CV Therapeutics Inc. (CVTX)
丹麦制药商灵北药厂	Ovation Pharmaceuticals

资料来源: SFDA 南方医药经济研究所、国都证券研究所

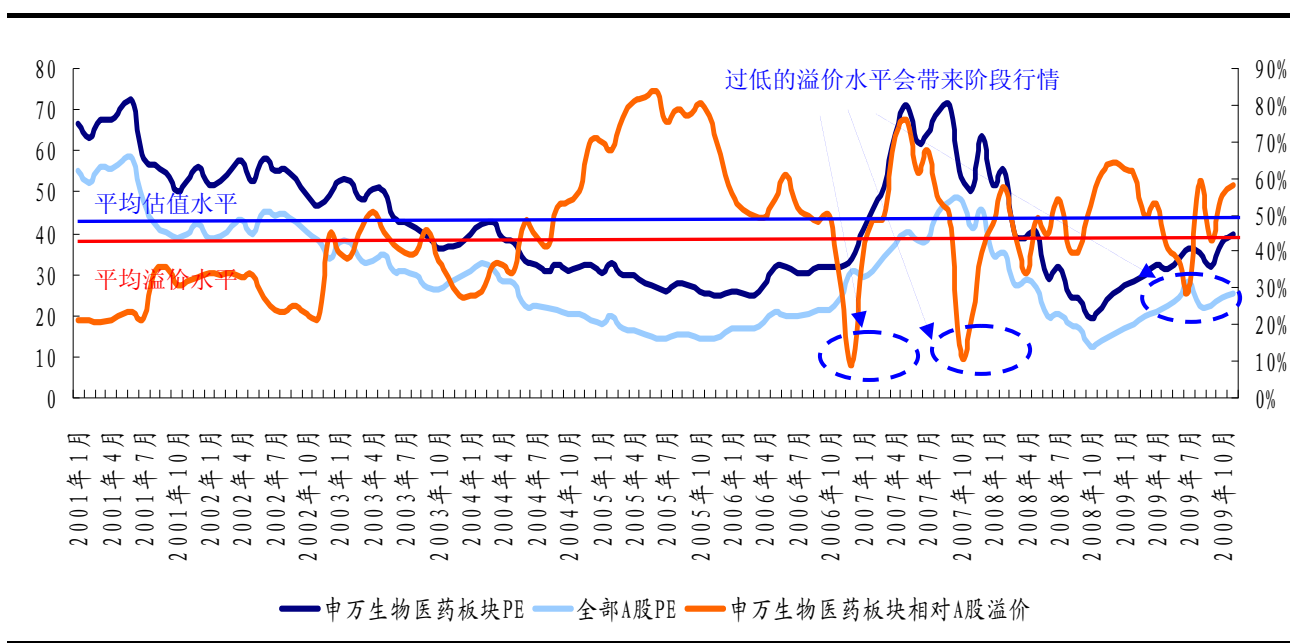
2.3 短期估值不具优势，长期投资价值明显

我们统计了近 10 年来医药板块相对于 A 股整体的溢价情况，我们发现当医药板块相对与 A 股整体的溢价水平处于相对低位的时候，医药板块一般都会迎来较大的阶段行情。

从目前医药板块的绝对估值来看，处在一个历史平均水平附近，估值相对合理，但从相对于 A 股的溢价情况来看，目前相对溢价已经处于一个相对高位，板块整体的估值优势并不明显。

但从长期投资的角度来看，未来 10 年将是中国医药行业的黄金十年，行业依靠稳定的成长性能够不断化解估值压力，因此医药股仍具有明显的长期投资价值。

图表 15 申万医药生物板块估值情况



资料来源：wind、国都证券研究所

3、下半年投资策略：政策为纲、基层为王

展望 2010 年医药行业的投资机会，我们认为一方面应该以政策为纲，把握政策方向和效应，长期持有细分行业龙头；另一方面重点关注基层市场，因为受益基层市场扩容的企业更有可能在 2010 年实现业绩的超预期增长。对于投资标的选择，基本药物独家品种无疑是我们首先，同时，具有较强品牌优势的非独家品种也值得我们关注。另外，我们也建议从竞争格局的角度关注化学原料药行业部分品种的结构性的机会以及资产重组概念股。

3.1 长期持有行业龙头、重点关注基层市场

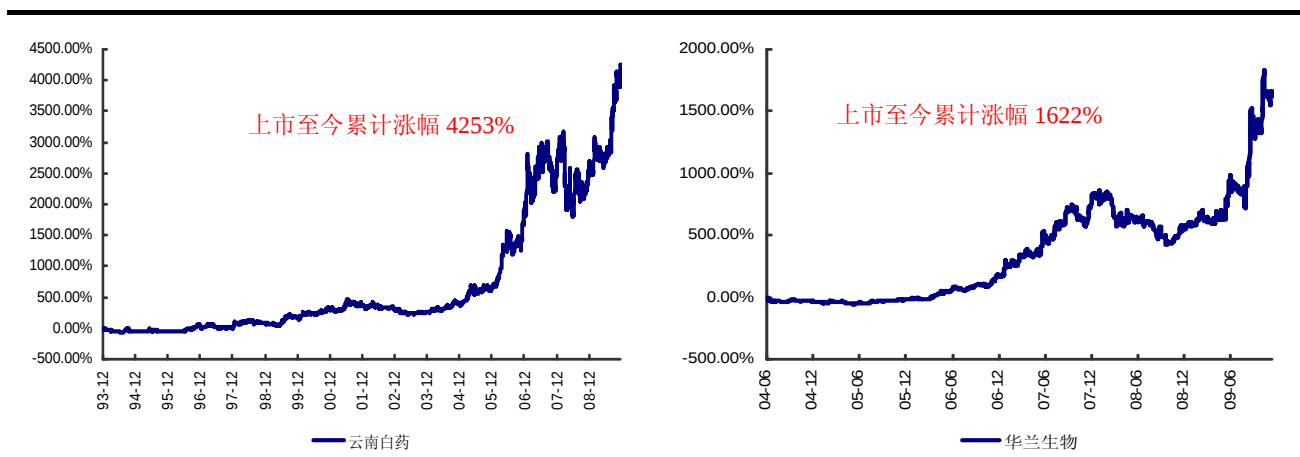
我们上文已经分析了，随着一系列行业政策的实施，资源将会逐步向龙头企业聚拢，综合实力和规模优势将成为未来药企业的核心竞争力。**因此我们建议长期持有行业龙头，它们将会给我们带来稳定的收益。**从云南白药和华兰生物的成长历史来看，优质的龙头公司会给长期投资者提供丰厚的收益。

图表 16：医药个细分行业龙头公司

细分行业	龙头公司
医药商业	国药股份、一致药业、上海医药
中药	云南白药、三九医药、天士力、同仁堂
化学药	恒瑞医药、双鹤药业
中药饮片	康美药业
生物制品	华兰生物、天坛生物
医疗器械	鱼跃医疗、乐普医疗
医疗机构	爱尔眼科
医用包装	山东药玻
化学原料药	浙江医药、新和成、华海药业、海正药业

资料来源：国都证券研究所

图表 17：云南白药和华兰生物上市至今累计涨幅情况



资料来源：wind、国都证券研究所

同时，我们认为应该重点关注基层市场，因为目前基层居民的医疗需求正处于高速释放期，医药市场也将逐步向基层倾斜，受益基层市场扩容的医药企业在 2010 年更有可能实现业绩的超预期增长。

对于投资标的选择，基本药物独家品种无疑是我们首选。同时，具有较强品牌优势的非独家品种也值得我们关注。包括昆明制药的血塞通注射液和注射用血塞通（冻干）；同仁堂的六味地黄丸、乌鸡白凤丸和安宫牛黄丸；九芝堂的六味地黄丸；康恩贝的普乐安；益佰制药的艾迪注射液；康美药业的中药饮片；华北制药的头孢系列产品等。

图表 18：受益基层市场的基本药物目录品种及企业

公司	主导产品	备注
独家品种部分		
天士力	复方丹参滴丸	08年收入11.5亿元，占工业收入75%，占毛利70%
云南白药	白药（胶囊、膏、酊、气雾剂）	08年收入5亿元左右，占公司毛利40%
三九医药	三九胃泰、正天丸	08年合计收入在3亿元左右，占工业收入12%
中新药业	速效救心丸	08年收入3.95亿元，占收入17%，占毛利30%
广州药业	消渴丸、华佗再造丸	08年合计收入6.0 亿，占收入23%，占毛利15%
金陵药业	脉络宁注射液	08 年收入5.1 亿，占收入29%，占毛利46%
马应龙	马应龙麝香痔疮膏	08年收入2.2 亿，占收入27%，毛利48%
中恒集团	血栓通注射液	08年收入2亿元左右，占收入34%，占毛利70%
千金药业	妇科千金片（胶囊）	08 年收入4.2 亿，占毛利超过50%
人福科技	芬太尼	08年收入1.05亿，占收入10%，毛利15%
具有品牌优势的非独家品种		
昆明制药	血塞通注射液和注射用血塞通	08年收入约1.5亿，占收入11%，毛利22%

同仁堂	六味地黄丸、乌鸡白凤丸和安宫牛黄丸	08年收入合计约6亿，占收入21%，毛利28%
九芝堂	六味地黄丸、	08年收入2.1亿，占收入19%，毛利23%
康恩贝	普乐安	08年收入3.1亿，占收入19%，毛利25%
益佰制药	艾迪注射液	08年收入4.17亿，占收入36%
华北制药	头孢系列	08年收入5.87亿，占收入12%，毛利6%
康美药业	中药饮片	08年收入6.3亿，占收入70%，毛利51%

资料来源：卫生部，国都证券研究所

3.2 关注结构性机会

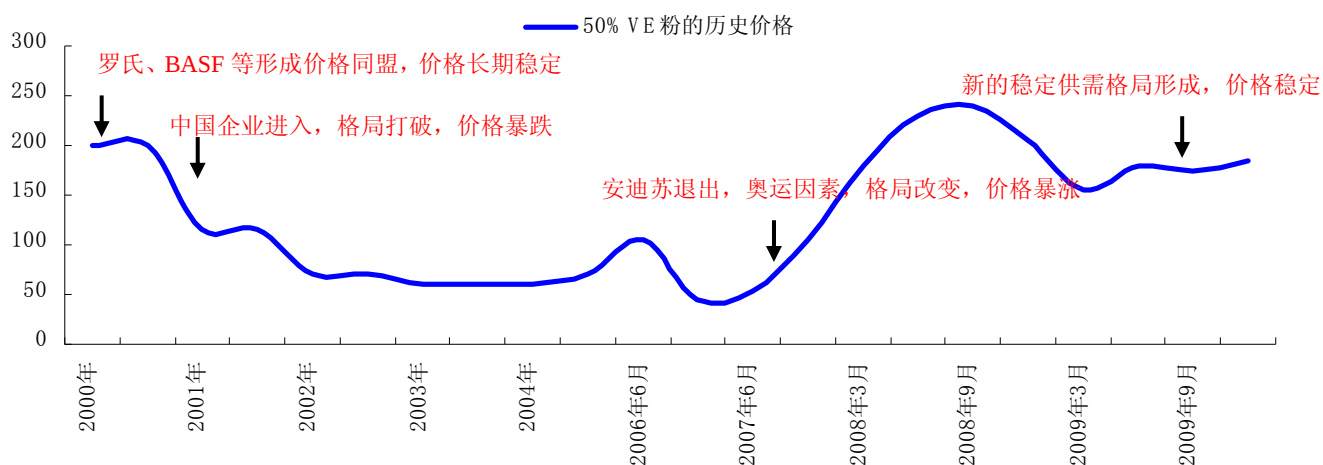
3.2.1 关注化学原料药行业机会

化学原料药行业作为医药行业的一个细分行业，具有周期性和外向型的特征，2010 年随着全球经济的逐步复苏，原料药的出口形势也有望进一步趋好。行业景气度也有望企稳回升。

我们建议从竞争格局的角度关注具体品种的投资机会。因为从 VE 的历史可以看出，当形成寡头垄断的稳定供需格局的时候，产品价格就有望持续高位运行，企业盈利也将达到最高水平。

目前 VE（浙江医药、新和成）； VC（东北制药、华北制药）； VB5（鑫富药业）； 呈味核苷酸（星湖科技）都已形成寡头垄断的格局。我们建议关注相关企业的投资机会。

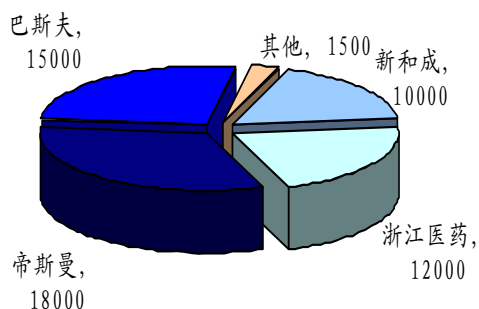
图表 19：从 VE 的历史来看，竞争格局决定价格走势



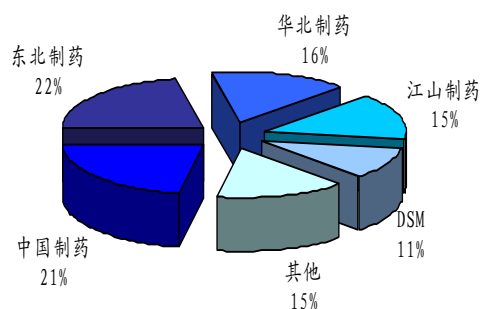
资料来源：健康网、博雅和讯、国都证券研究所

图表 20: VE 和 VC 已形成寡头垄断的稳定供需格局

VE



VC



资料来源: 健康网、博雅和讯、国都证券研究所

3.2.2 关注资产并购重组

我们前文综述的 09 年国内外医药企业间都发生了一系列重组并购事件, 都已表明国内医药行业资源向龙头企业聚拢, 集中度的不断提高将是一个必然趋势。我们判断在 2010 年这种兼并重组的态势将会延续下去。

我们列举了在 2010 年有望实施重组和整合的相关个股 (其中上药系整合方案已经出台), 我们建议关注这些相关个股的投资机会, 其中尤其值得关注国药系 (国药股份、一致药业、现代制药) 以及太极系 (太极集团、西南药业) 和通用系 (*ST 天方) 的投资机会。

图表 21: 2010 年存在资产整合预期的上市公司

细分行业	龙头公司
上药系	上海医药、上实药业、中西药业
国药系	国药股份、一致药业、现代制药、天坛生物
太极系	太极集团、西南药业、桐君阁
华立系	华立药业、昆明制药、武汉健民
山东系	鲁抗医药、新华制药
山西系	亚宝药业整合山西医药集团
通用系	通用集团对中国医药、*ST 天方存在资产整合预期

资料来源: 公司公告、国都证券研究所

3.3 重点公司

益佰制药（600594）:

公司基本面逐步趋好，业绩已经走出低谷。公司 04 年上市以后，进行了多元化发展尝试，但并没有取得预期的效果。公司在 06 年更是录得 1.38 亿元的亏损，业绩跌入谷底。此后，公司进行了一系列改革，管理层实现了变更，发展战略也进行了重新调整：聚焦医药健康主业，逐步剥离煤炭、卫生护理等非医药业务。目前，公司业绩也已走出低谷，重新步入了增长快车道。

处方药营销优势是公司核心竞争力。公司核心竞争力体现在公司处方药的营销能力。公司拥有强大的营销队伍，销售人员已超过 2000 人；公司拥有覆盖全国的营销网络和专家队伍，网络已经覆盖了全国所有省市约 90% 左右的三级医院。而且从明年开始，公司将启动处方药“无缝覆盖”计划，新增 500-600 名处方药销售人员，进一步增强公司处方药销售的核心竞争力。

艾迪是处方药的重中之重，其他处方药也不乏亮点。艾迪注射液为抗肿瘤中药，是公司的独家产品，预计 09 年全年销售额接近 6 亿元。2-3 年该产品的销售额将突破 10 亿元。公司其他处方药还包括心脑血管用药银杏达莫注射液和抗癌用药复方斑蝥胶囊，银杏达莫注射液前三季度的销售额为 1.75 亿元，同比增长 22% 左右。公司复方斑蝥胶囊前三季度的销售额超过 8000 万元，同比增速超过 40%，预计年底将突破亿元大关。

代理产品有望带来惊喜，新产品也值得期待。目前公司已经成为东阿阿胶的 EPO、瑞利通和白介素-1 的总代理，这三个产品全年的销售额有望达到 4000 万元。同时，公司已经取得了海南长安国际制药有限公司的国家一类抗癌新药——络铂的十年的独家代理权。该产品属于第三代铂类抗肿瘤药物，预计市场容量将超过 5 亿元。另一方面，公司的新产品也同样值得期待，公司的独家产品“复方荭草注射液”正在等待新药证书和生产批文，公司在研的 VEGI（血管内皮生长因子）和小纤维蛋白酶未来的市场前景也相当广阔。

给予公司“短期=强烈推荐，长期-A”的投资评级。我们预测公司 09-11 年每股收益为 0.54、0.75、0.99 元，按照 12 月 4 日的收盘价 17.33 元计算，公司 09-11 年动态市盈率分别为 32 倍、23 倍和 18 倍，由于公司基本面正逐步趋好，而当前的估值水平又相对较低，因此我们给予公司“短期=强烈推荐，长期-A”的投资评级。

昆明制药（600422）

公司基本面向好的趋势已经确立。公司 08 年之前由于受股权调整、管理层更替以及坏账等因素影响，业绩乏善可陈。此后，公司进行了一系列改革：加强了企业的内部管理；调整了产品的销售政策；转换了人员的考核机制；对公司组织架构和销售队伍也进行了适当调整。这些改革措施的实施加上坏账等历史包袱的逐步清理使得公司的业绩又重新恢复快速增长，公司基本面向好的趋势已经确立。

天然植物药是公司收入和利润的主要来源。天然植物药是公司收入和利润的主要来源，占公司收入的 41%和毛利的 74%（09H）。公司的天然植物药又分为三大类：青蒿素系列、三七血塞通系列和天麻系列；其中三七血塞通和天麻系列都处在高速增长期，是公司主要的看点之一。

血塞通迎来绝好的发展机遇。公司血塞通注射液和冻干粉针已成功入选国家基本药物目录基层版，其销量应该会有比较大的提升。血塞通发展迎来绝好机遇。目前公司血塞通产品已经处于满负荷生产状态，现有产能是 700 万瓶/年，公司计划扩产一条 1500 万瓶/年的新的生产线，新的生产线预计将于明年下半年投产。产能瓶颈的解决将进一步推动血塞通的放量增长。

化学药与 TEVA 的深度合作值得期待。公司的化学药业务主要是由公司控股 50%的子公司昆明贝克诺顿制药有限公司负责经营，目前贝克诺顿的主要产品包括阿莫西林、阿法迪三和阿尔治。08 年贝克诺顿实现销售收入 2.3 亿元，实现净利润 739 万元。公司已经计划与 TEVA 公司进行进一步的深度合作，为贝克诺顿引入几个新的重磅产品。新产品如能成功引入，将对公司产生积极影响。

股权激励推动业绩快速增长。公司的限制性股权激励计划草案已经出台，该计划最大的特点是将激励额度与公司业绩和股价挂钩。若仅完成计划的触发基数，就能实现净利润连续 3 年 50%以上增长。而且激励还采取分段累进制度，业绩越好，激励基金就越大。因此公司未来几年有了充分释放业绩的动力。同时，公司的激励计划也考虑到了股价因素，其中规定当授予年度授予价格>考核年度期望股价时，高管可以获得部分追加的激励基金额度，这也将促使公司更注重其在资本市场的形象。

给予公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。我们预测公司 09-11 年每股收益为 0.17、0.31、0.50 元，按照 12 月 4 日的收盘价 10.65 元计算，公司 09-11 年动态市盈率分别为 63 倍、34 倍和 21 倍，考虑到公司未来三年业绩的高成长性，我们给予公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

千金药业（600479）

1、妇科中成药第一品牌。公司主业是妇科中成药的生产和销售。公司目前共有生产批文 44 个，其中核心产品妇科千金片是国家基本药物、国家中药保护品种和《国家基本医疗保险药品目录》中的甲类药品，08 年其销售额超过 3 亿元；千金系列的另一产品妇科千金胶囊销售也超过亿元，公司已经成为妇科中成药第一品牌。

2、基本药物制度将助推公司成长。此次入选国家基本药物目录的妇科用药共有 8 种，公司的妇科千金片和胶囊是唯一入选的清热除湿类药物，也是唯一的独家品种。由于基本药物在基层医疗机构将全部配备使用，在其他医疗机构也会按比例配备使用，因此其销量将会显著增长。相对于销量的大幅增长，公司千金片的价格大幅下降的可能性并不大。因为首先，中成药是国家扶持的重点；其次，公司千金片的价格在同类产品中已经处于低位，降价的空间不大；最后，公司千金片是优质优价产品和独家品种，大幅降价的可能性也较小。一方面是销量的大幅增长，另一方面是价格的小幅下降，基本药物制度从而会对公司形成整体的利好，将助推公司的成长。而且由于公司在前期在基层乡镇医院已经做了大量的推广准备工作，政策的利好效应将很快就得以体现。

3、新产品有望带来突破。公司花费 8 年时间，投入 1,000 多万元研制的的新产品椿乳凝胶预计将于 11 月份上市，该产品对慢性宫颈炎和宫颈糜烂具有确切疗效，市场空间很大。公司另一新产品妇科断红饮胶囊预计将于 10 月份上市，该产品主要用于治疗功能性子宫出血，目前市场上的竞争对手只有云南白药的宫血宁。由于宫血宁目前受制于原材料“重楼”的缺乏，产能难以释放，而公司的断红饮不存在原料受限问题，其销售有望快速实现突破。

4、其他业务锦上添花。公司除生产妇科中成药以外，旗下资产还包括生产化学普药的湘江药业、五星级影院—千金文化广场以及千金大药房、千金物流公司等。目前这些资产均处于良好的盈利状态，其中湘江药业预计今年将贡献收入 1 亿元，贡献净利润 1000 多万元。千金文化广场将贡献毛利 500 多万元，这些业务都将对公司业绩产生积极影响。

5、给予公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。我们预测公司 09-11 年每股收益为 0.63、0.81、1.00 元，按照 12 月 4 日的收盘价 28.31 元计算，公司 09-11 年动态市盈率分别为 45 倍、35 倍和 28 倍，考虑到公司良好的成长性，我们给予公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

新和成（002001）

1、2010 年 VE 有望呈现量价齐升的局面。VE 这一轮景气周期是从 2007 年开始的，并在 08 年底出现了一定波动，但我们认为这种波动具有一定偶然性特征。因为决定 VE 景气周期长短的最终因素是供求关系。而目前 VE 的供需格局基本稳定，供求相对平衡。因此，在这种供需格局没有产生重大变化之前，VE 的景气周期是不会结束的。由于 2010 年出口形势有望进一步回暖，VE 有望呈现量价齐升的局面。

2、VE 稳定的供需格局将提升公司估值水平。目前 VE 已经形成了稳定的供需格局：一方面，DSM、BASF、浙江医药、新和成四大家族占据了全球 VE 绝大部分产能，寡头垄断的供应格局短期内难以改变。另一方面，VE 的终端需求相对刚性，全球 VE 市场每年仍有 3-5%的自然增长。从 VE 的历史经验来看，在这种稳定的供需格局没有被打破前，VE 价格有望保持持续的稳定，VE 生产企业浙江医药和新和成的估值水平也将会得以提升。

3、公司是投资 VE 的优良标的，VA 也有望企稳反弹。VE 业务是新和成的主要利润来源，因此公司业绩对 VE 具有很强的敏感性。随着二季度 VE 行情的逐步回暖，公司业绩在二、三季度也有望呈现逐季好转的态势，公司的估值优势将会不断显现，公司也将迎来绝佳的投资机会。VA 是公司另一重要利润来源。目前 VA 的经销商报价在 170 元/KG 左右，价格较 8 月份的低点上涨了 30%左右，而且其出口量也呈现回暖趋势，VA 回暖将对业绩产生的积极贡献将会在四季度得以体现。

4、募投项目拓展公司成长空间。公司将实施定向增发工作，募投资金将用于包括 3 个香精香料项目在内的共 6 个项目。公司也已经将香精香料作为未来发展的一个重点。这些募投项目的实施也将会为公司提供新的业绩增长点，拓展了公司未来的成长空间。

5、维持公司“短期-推荐，长期-B”的投资评级。我们预计公司 09 和 10 年 EPS 分别为 3.26 元和 3.45 元。以 12 月 4 日收盘价 47.87 元计算，其 09 和 10 年动态 PE 只有 15 倍和 14 倍，估值优势相当明显。我们维持公司“短期-推荐，长期-B”的投资评级。

天士力（600535）

1、完善的中药产业链成为核心竞争力之一。公司作为现代中药的龙头企业，按照中药现代化标准，建立了一体化的现代中药生产链，旗下的子公司业务涵盖了药材种植、提取、生产、销售、研发等各个环节。公司这种完善的现代中药产业链，能够充分发挥规模化、产业化优势，已经成为公司的核心竞争力之一。

2、复方丹参滴丸仍是公司业绩的重要保障。公司的复方丹参滴丸作为心脑血管中成药的第一品牌，领先优势明显，其 2008 年销售额已突破 11 亿元。未来几年随着复方丹参滴丸入选基本药物目录以及 FDA 认证等因素影响，该产品持续稳定增长仍然值得期待。由于复方丹参滴丸目前仍是公司利润的主要来源，因此其持续稳定的增长，将给公司业绩提供重要保障。

3、二线产品提供新的成长空间。目前公司二线产品中水林佳增速最快，其 2008 年收入已达 7000 万元左右，增速超过 100%；养血清脑颗粒未来几年增速有望加快，预计今年起销售额将突破 2 亿元；公司中药粉针发展战略清晰，目前上市的益气复脉粉针剂，08 年销售额已达 2000 多万元，后续粉针产品丹酚酸 B 和银杏内酯等也有望年内上市。

4、生物制药前景广阔。生物药是公司发展的一大重点。公司用于血栓疾病治疗的生物药—重组人尿激酶原属于第二代溶栓药物，具有溶栓特异性强、副作用小等优点，预计将于 2010 年上市，市场前景十分广阔。公司的亚单位流感疫苗属于第三代流感疫苗，具有明显的技术优势，预计将于年内上市，有望成为公司新的业绩增长点。

5、与股价挂钩的激励计划出台有利于股价稳定。公司董事会通过了针对公司骨干员工的中长期激励计划，该计划最大的特色是将公司股价与激励力度相挂钩。计划规定：在满足扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 10% 和净利润增长率不低于 10% 两个条件后，提取激励基金 1000 万元，若净利润增长率超过 13%，则根据公司股价相对于大盘的表现提取不同比例的激励基金，股价表现越强，则相应的提取比例越高。该方案的出台将有利于公司股价的中长期走势。

6、维持“短期推荐-长期 A”投资评级。公司是现代中药的龙头企业，未来发展战略清晰、新产品前景广阔，是值得长期投资的优质标的。我们预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.67 元，0.88 元和 1.08 元。以 12 月 3 日收盘价 24.14 元计算，动态 PE 分别为 36 倍，27 倍和 22 倍。公司仍具有明显的估值优势，我们维持公司“短期-推荐、长期-A”的投资评级。

国都证券投资评级

表1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。