

行业面临降价风险 高估值难以维系

——医药行业 2010 年投资策略

健康护理/医药

投资要点:

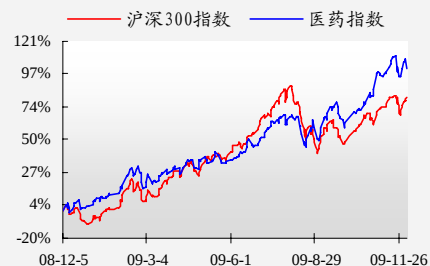
- 医药板块随着新公司的上市和原有公司股价的上涨，总市值已经扩大到 7600 亿元，占市场总市值的比例达到了 2.68%，远高于 2007 年 1.5% 的水平，医药板块在整个市场中的重要性逐渐提升；
- 随着医药板块在 2009 年下半年的快速上涨，目前 2009 年的整体估值已经超过了 40 倍，而一些子行业的估值更是超过 50 倍，无论从绝对估值还是相对估值来看，医药板块已经有相当程度的高估；
- 从行业角度来看，医保范围扩大对行业的正面影响将逐渐消退，2010 年医疗体制改革带来的药品价格下降，医生开大处、高价处方行为的减少都会对药品销售产生不利的影响，医药行业 2010 年的销售收入增长和利润增长有可能都在 20% 以下，而随着 2009 年底一些政策集中出台后，2010 年将进入实施期，消息面也将较为平淡；
- 从子行业来看，作为中游的化学原料药子行业有可能受到通胀的影响，产品价格有提升的空间，行业的利润率水平有望提高，而下游的子行业受到产品政府定价的影响，毛利率水平将会下降，医药商业的并购重组将在 2010 年展开；
- 因此我们对 2010 年医药板块的整体走势看淡，下调行业的评级到同步大势，我们认为 2010 年医药板块有以下几个可以关注的投资机会：1) 行业内的并购重组，包括医药商业、国资背景的集团内部以及细分行业龙头对竞争者的收购，2) 化学原料药行业在 2010 年通胀背景下的机会，3) 2010 年可能是我国制剂产品出口具有突破性的一年，其中蕴含着一定的投资机会。

同步大势

下调评级

2009 年 12 月 6 日

走势图



子行业

评级

化学原料药	优于大势
化学制剂	同步大势
中成药	同步大势
生物制药	同步大势

重要公司

评级

海正药业	推荐
东阿阿胶	推荐
三精制药	推荐
南京医药	谨慎推荐
东北制药	谨慎推荐

分析师: 宋晗

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: songh@nescn

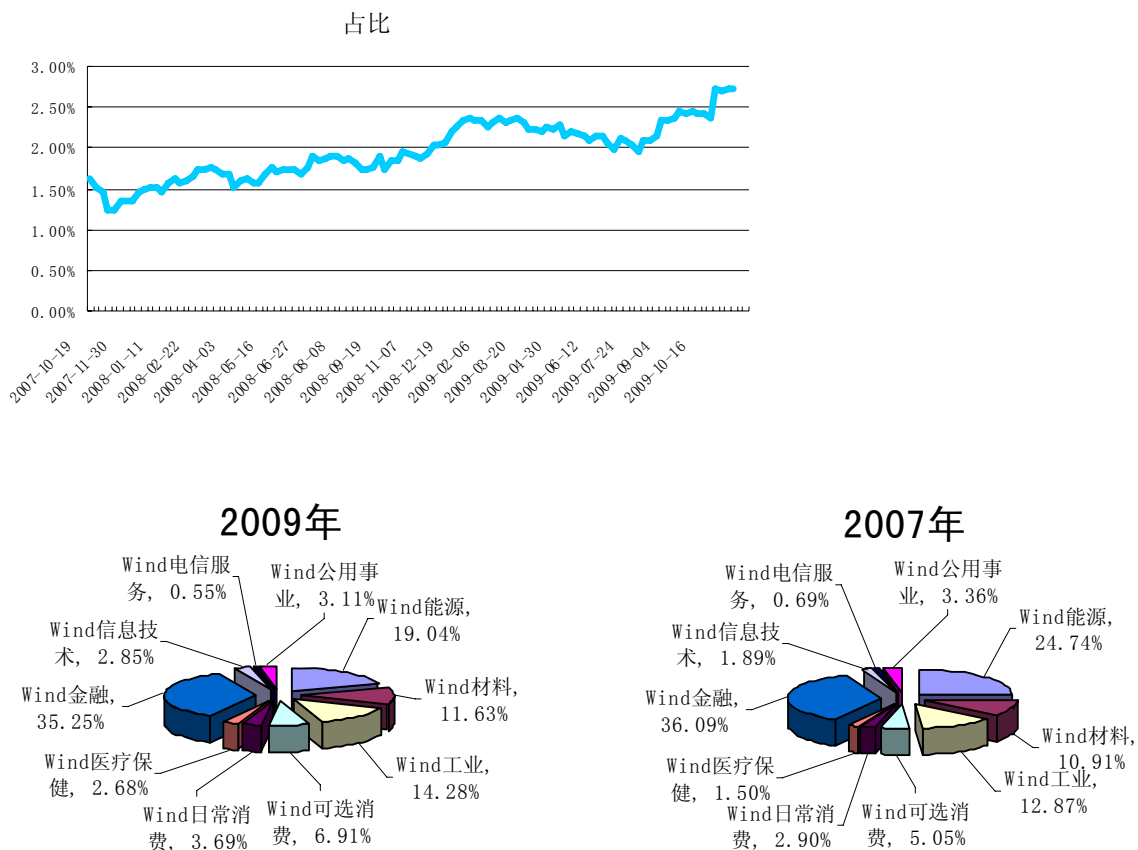
地 址: 上海市延安路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

2006-2009 年以来, 医药行业经历了波澜壮阔的变化, 从 2006 年全行业的低迷到 2007 年开始行业的快速复苏, 从医改争论带来的行业的迷茫到全面医保和基本药物制度下对行业未来增长的企望, 在改善民生和促进内需消费的国家政策的大背景下, 在人口老龄化以及消费层次提高的客观环境下, 医药行业未来的增长前景依然看好。

资本市场充分反应了医药行业基本面的变化, 2008 年 11 月和 2009 年 8 月以来的两拨行情分别反应了 2008 年 11 月医疗体制改革方案公布和 2009 年 8 月基本药物目录公布所带来的市场对医药行业前景的判断。总体来看, 截至 2009 年 11 月 17 日, 医药板块的总市值达到了 7600 亿元, 高于 2007 年底 6000 亿元的水平, 是行业板块中少数几个超过 2007 年高点时总市值的板块, 一方面是上市公司的股价纷纷创出新高, 另一方面不断有新的医药类上市公司加入资本市场。目前医药板块市值在市场整体中的占比已经达到了 2.68%, 远高于 2007 年底的 1.50% 和 2008 年底的 2.32%, 医药板块在整个市场中的重要性在不断的增加, 但是在市场中的占比依然远低于美国 15% 左右的市场占比, 因此医药板块占市场市值的比例将会随着医药行业在国内经济中的重要性的提升进一步的提高。

图一、医药板块总市值占比提高



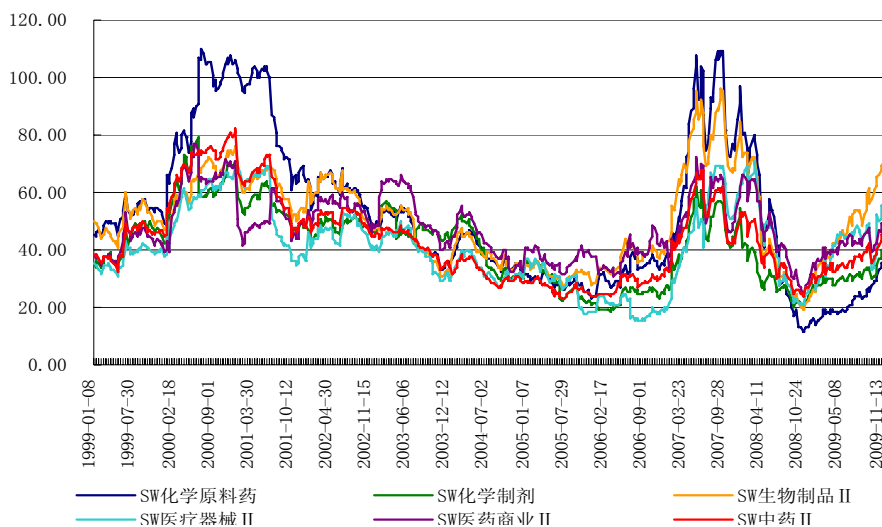
数据来源: Wind 资讯, 东北证券研究所

在看到医药行业以及医药板块的良好前景的同时, 我们应该看到, 随着 2009 年下半年的快速上涨, 医药板块的估值已经达到了历史的新高, 一线股 2009 年市盈率已经超过

40 倍，而三线股的市盈率更是在百倍以上，市场给与医药板块如此高的估值水平一方面是看好医药股在医疗体制改革背景下的成长性，另一方面在香港市场上市的国药控股（2009 年市盈率 50 倍）和创业板（2009 年市盈率普遍在 60 倍以上）给医药板块的高估值带来了一定的比较基准，但是高估值水平无疑给医药板块的上涨带来极大的压力。

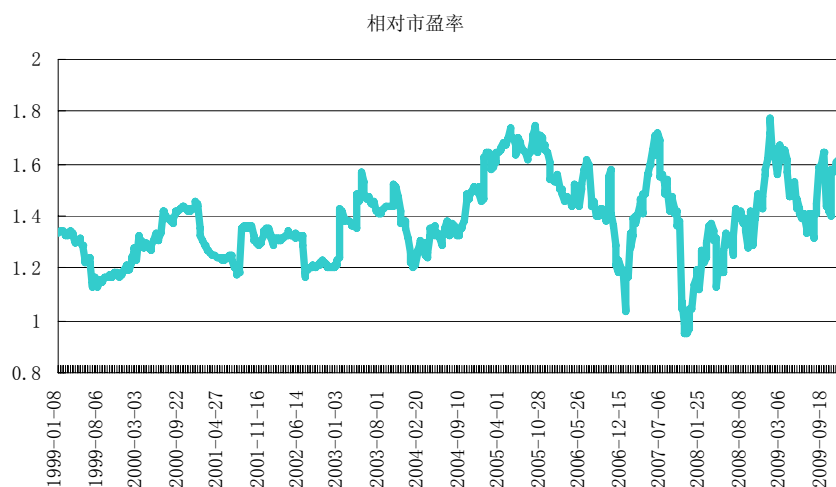
子行业中，除了化学原料药整体市盈率由于新和成、浙江医药和东北制药估值较低而维持在 26 倍以外，其他的子行业的估值都在 40 倍以上，生物医药和医疗器械子行业的估值更是在 50 倍以上，目前的估值已经非常接近 2001 年和 2007 年两个高点时期的估值水平。从相对估值来看，医药板块目前的相对估值超过了 1.6 倍，也接近于历史的高位。

图二、医药各个子行业估值都高于历史平均估值



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

图三、医药板块相对市场估值处于历史高位



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

在目前高估值的情况下，上市公司的成长性就显得尤为重要，虽然医药行业目前处于历史上盈利最好的时期，国家政策也对医药行业进行了一定的扶持，但是医药行业毕竟是终端消费品行业，其消费能力和消费意愿都受到人们收入水平和社会整体发展的制约，不可能出现连续的大幅增长，因此从整个行业的角度来看，高成长性的假设并不成立，高估值水平也不具有长期的合理性，一旦市场期望的一些因素不能够达到预期，则医药板块的调整就会随之而来。

所以 2010 年在一个高估值的起点上，医药板块整体上不会有太大的超越市场的机会，因此下调行业的评级到同步大势。当然，由于医药板块包含众多的子行业和上市公司，各个公司之间的情况也千差万别，因此单个公司应该还是有跑赢市场的机会。

1、行业整体无法实现超预期增长

和任何行业一样，医药行业的利润增长是和行业的销售收入增长以及利润率水平决定的。医药行业作为消费类行业，其销售收入增长呈现较为平稳的态势，各个年度之间的变化并不会很大，2010 年虽然有一些促进销售收入增长的有利因素，但是同时也有一些不利因素的影响，其增长不会超过 2007 年高峰时期的水平。2006 年以来，医药行业的整体利润率水平逐步抬高，但是增加利润率的一些动力在逐步的衰竭，在 2010 年利润率也缺乏大幅提高的可能性，因此医药行业整体上将呈现平稳增长的态势，销售收入增长在 18-20% 左右，利润增长也在 20% 左右，低于 2007 年和 2008 年的水平。

1) 销售收入平稳增长

医药行业的销售收入从 2000 年的 1600 亿元增长到 2009 年预计的 8500 亿元，复合增长率在 20% 左右，基本上在 15-25% 之间。2007 年和 2008 年的全年增长都超过了 25%，一方面是因为 2006 年整个行业整顿使得 2006 年的基数较低，而部分的需求转移到了 2007 年，而 2007 年底原料药行业价格和销量的大幅上涨拉高了 2008 年的收入增长率。从深层次的原因来看，2005 年开始的新农村合作医疗以及 2007 年开始城镇居民医疗保险制度是 2007 年和 2008 年医药行业快速增长的主要原因。而这一因素随着覆盖面超过 90%，这样的政策性因素的影响力已经逐渐的衰退。

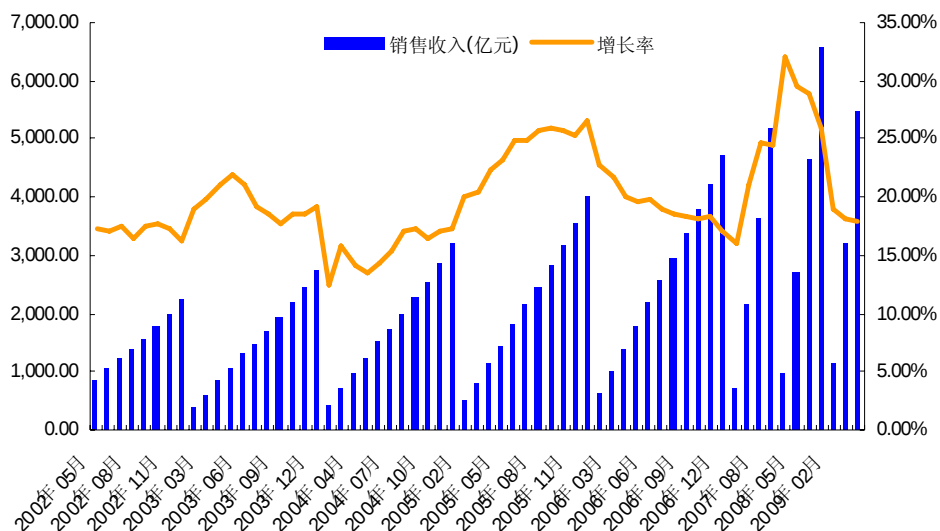
2010 年开始，医疗体制改革对医药行业的负面因素将逐步显现。基本药物制度的推出终究是要用相对廉价，经济效益比最高的药物来替换在三级医院销售的高价药品，以降低整体的药品费用。医院体制的改革也将影响医生的处方习惯，降低处方量和不合理的处方，进而减少药品的消费。国家发展与改革委员会等部分近期公布的药品和医疗服务的定价政策也是要降低药品价格，提高医疗服务价格，这都会改变药品在医疗终端的使用率。

另外 2009 年 9 月份开始的甲型流感的集中爆发，使得相关药品的消费量大增，在这种情况下，许多产品脱销的同时，在消费者手中和流通渠道中都会产生较大的存货，而这一存货将会影响到未来 3-6 个月对这些药品的需求，造成销售额的下降。2003 年“非典”过后的半年时间里，药品的消费增长率大幅的下降。

因此，2010 年医药行业整体的增长前景并不乐观，但是我国药品消费正处于结构调整的过程中，在抗生素、心脑血管药品消费增长放缓的情况下，抗肿瘤、糖尿病以及其他

的专科用药的增长还会维持在较高的水平。

图四、医药行业销售收入增长图



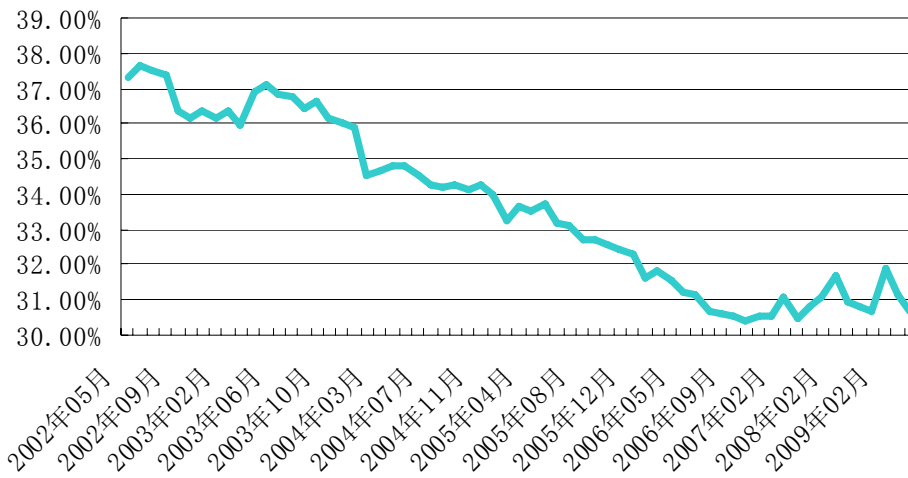
数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

2) 毛利率水平还会继续下降

受到成本上升，价格受政策管制不断下降的影响，医药行业的整体毛利率水平从2002年起就逐步下降，从2002年的接近38%下调到目前的31%左右，在2006年最低的时候曾经下降到30.4%，2007年随着原料药产品价格的上涨，医药行业的整体毛利率才有所提升。

2010年医药行业的价格调整又进入了一个时间窗口，从国家的政策来看，药品生产企业，药品流通企业以及医院等终端都要为降低药品价格做一定的贡献，因此药品价格调整中，大部分的药品的价格还是要向下调整。虽然国家控制的价格主要是零售价格，和出厂价格之间有很大的空间，但是在目前药品依然同质化严重，产能过剩的情况下，生产企业也不得不承担一定的药品价格下调造成的损失。因此预计2010年医药行业的毛利率将会保持平稳甚至略有下调，毛利率的因素无法给医药行业增加额外的利润。

图五、医药板块毛利率呈现下降的趋势

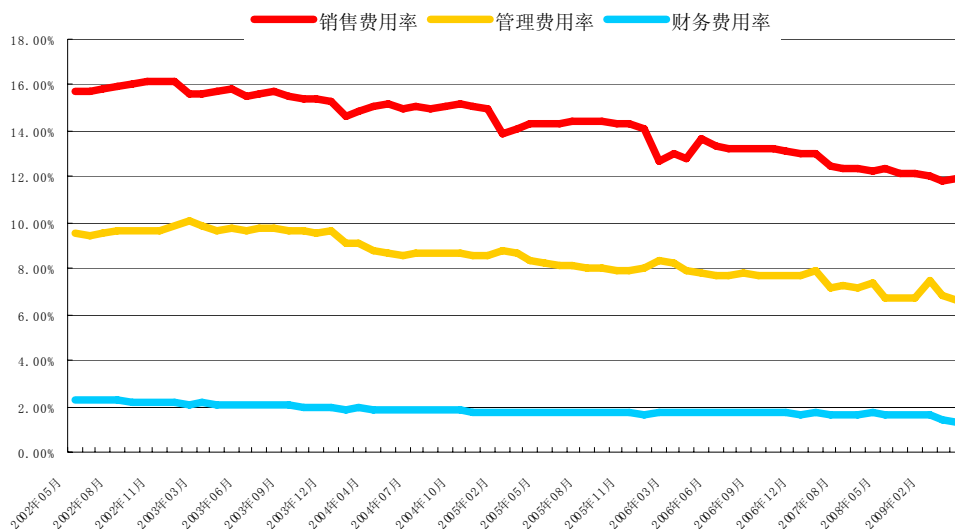


数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

3) 费用率变动是利润超过销售收入的主要原因

2009 年前 8 个月，医药行业的销售利润率达到 9.66%，继续维持在较高的水平上，在毛利率不断走低的情况下，利润率逐步走高的主要原因是费用率的不断下降。从历史角度来看，销售费用率和管理费用率一直是费用下降的主要力量，2009 年前 8 个月医药行业的销售费用率已经下降到了 12% 以下，比 2002 年下降了 4 个百分点，管理费用率在下降到 7% 以下，比 2002 年下降了 3 个百分点。但是这一趋势在 2009 年明显放缓，2009 年前 8 个月销售费用率只下降了 0.2 个百分点，管理费用率下降了 0.08 个百分点。随着医药产品专业化程度的提高，越来越多的企业将会采用学术营销的模式而不是简单代理制的模式进行营销，因此销售费用率的下降已经达到了一定的极限，未来下降的幅度将会进一步放缓。国家对药品质量的要求愈加严格，新的 GMP 要求将会在近期公布，医药生产企业需要新的调整以满足新的监管要求，政策上鼓励新药的创新，因此未来医药行业将会进入创新药的时期，研发支出将会有较大幅度的增长，因此管理费用的持续大幅下降的可能性也在变小。2009 年值得关注的是前 8 个月财务费用率比 2008 年同期下降了 0.3 个百分点，超过了销售费用率和管理费用率的总和。国家在 2008 年持续大幅降息给医药企业节约了大量的财务成本，由于医药企业更多的采用票据的方式进行采购和销售，因此票据利率的更大幅度的下降给医药企业带来的财务费用的下降远高于基准利率的下降。2009 年仅财务费用节省这一项就给医药行业增加了 25 亿的利润总额，占 2009 年医药行业利润总额的 3%，而到 2010 年这一因素将不再存在，如果进入加息周期，则财务费用无疑将会成为利润的减项因素。

图六、医药行业三项费用率变动图



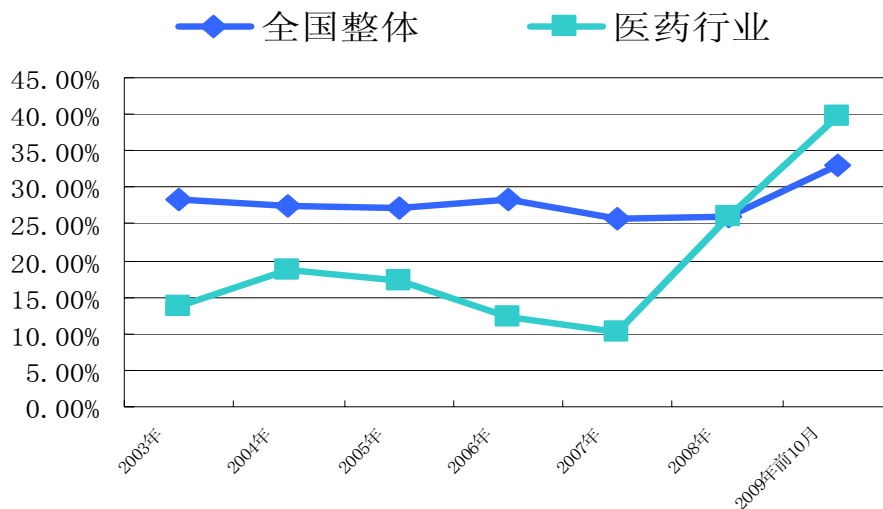
数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

另外，对于一部分的医药企业来说，2008 年获得创新企业资格，享受 15% 的所得税优惠，这部分的优惠政策在 2008 年第四季度推出，因此所得税的减免多数在 2008 年第四季度体现，而 2009 年第四季度则没有这方面的优惠，因此 2009 年全年业绩增长没有 2009 年前三季度增长率那么醒目。2010 年同比就没有所得税优惠的因素，净利润的增长率也会比 2008 年和 2009 年下降。

4、固定资产投资剧增，未来产能过剩的隐忧

医药制造业的固定资产投资在 2003-2007 年间保持着较低的水平，即使在 2004 年 GMP 改造期间，其固定资产投资比例也没有超过 20%，比全国整体的固定资产投资低 10 个百分点，但是随着 2007 年行业的变暖，2008 年和 2009 年固定资产投资大幅增长，超过了全国整体水平。固定资产投资增加一方面说明在国家政策扶持下，行业景气度的上升，另一方面这些固定资产投资在 2010 年以后将会陆续的建成投产，而 2004 年建成的一批产能还没有完全释放，因此行业内的激烈竞争不可避免。

图七、医药行业固定资产投资超常规增长



数据来源：国家统计局，东北证券研究所

所以从整个行业的层面来说，2010 年的增长率情况并不乐观，虽然上市公司都是医药行业中比较优质的企业，随着行业集中度的提高，这些企业的增长情况应该好于行业整体，但是上市公司同样是规模较大的企业，在比较大的规模上再次实现快速增长的难度也较大。

2、子行业的增长前景

医药行业包含的子行业较多，涉及到上市公司的子行业就有 6 个，各个子行业都有其增长的内在驱动因素，这些因素有些在 2010 年将会延续 2009 年的发展规律，有些将会发生一定的变化，在 2010 年影响上市公司的业绩和市场对子行业的判断。

对于 2010 年来说，我们认为化学原料药和医药商业这两个子行业有利的变化因素更多，行业整体的发展前景更为乐观。

1) 化学原料药

化学原料药作为医药行业中唯一的中游产品，其业绩主要受到产品价格、成本和销量的影响，由于我国的原料药中有 2/3 出口，因此海外市场的需求对我国原料药产品影响较大。

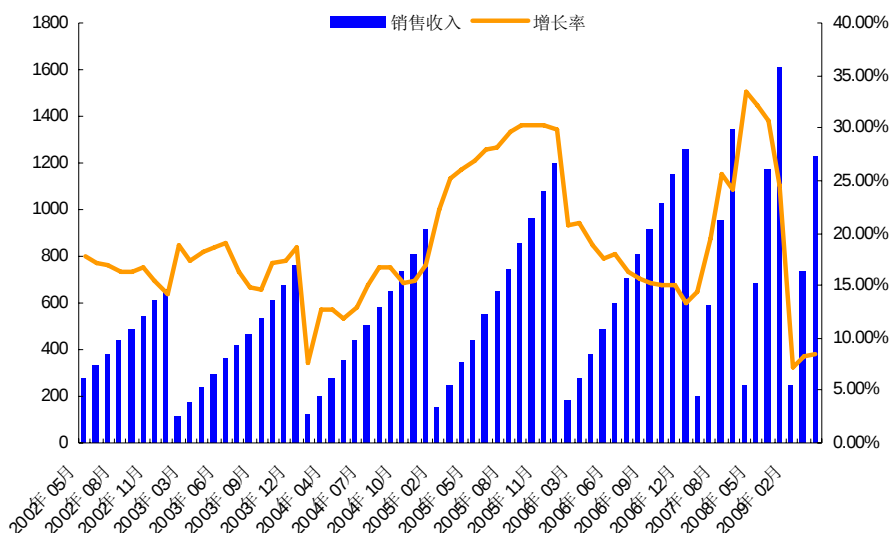
在原料药中，又分为大宗原料药和特色原料药两类。

在经过了 2007-2008 年产品价格的大幅波动以后，2009 年我国主要的大宗原料药产品走出了探底后回升的走势，出口量也逐月的回升，维生素 C 和维生素 E 等产品收益于生产集中度高，价格维持在高位，企业的获利能力依然较高。而其他维生素产品以及抗生素等由于产能过剩而厂家之间价格协调不利，产品价格维持在历史底部，企业的经营效益大幅下滑。

而特色原料药受到海外销售下滑冲击的影响更大，价格和销量下降的幅度都比较大，企业的盈利能力在 2009 年也没有恢复。

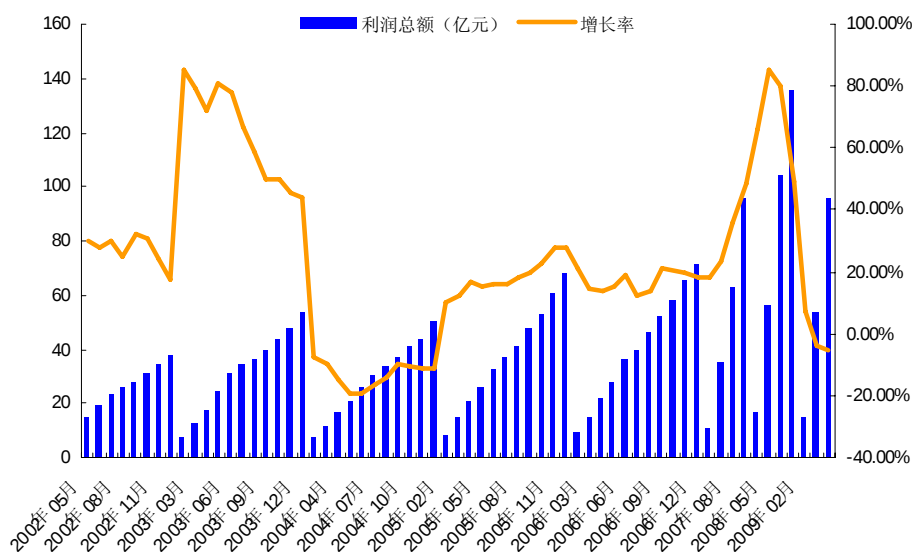
因此 2009 年前 8 个月，化学原料药行业销售收入和利润增长大幅下滑，利润甚至经历了有史以来第一次负增长。但是随着抗生素产品价格 9 月份的回升以及去年较低的四季度基数，化学原料药行业在 2009 年全年还是能够实现正的增长。

图八、化学原料药行业销售收入增长图



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

图九、化学原料药行业利润增长图



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

由于一些维生素产品价格长期处于高位，国内新建和扩建的产能也开始增加，近期国家发改委发布消息，关注国内维生素 C 产业扩产的情况，目前新建和拟建的产能比原有产能增加了 50%以上，新的产能过剩和价格战有可能重新来临。国家已经开始关注国内一些原料药主导产业产能过剩的情况，不排除采取行政的手段来控制产能的扩张。

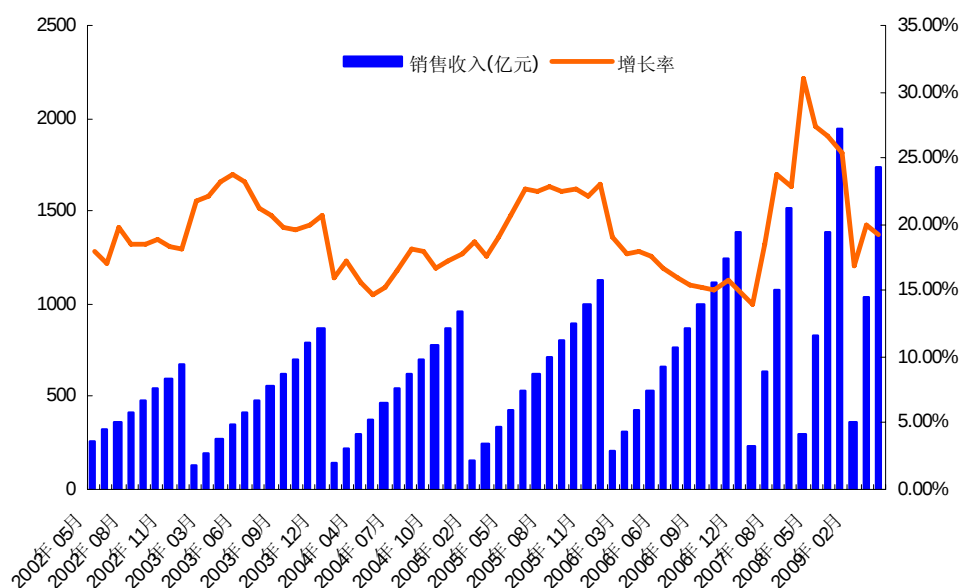
2010 年在海外需求逐渐复苏的前提下，无论是大宗原料药和特色原料药的销售量都会有所恢复，而目前处于低位的产品的价格将会上涨，企业的毛利率水平将会提升，带动整个行业利润的增长。

预计化学原料药子行业 2010 年的销售收入增长达到 15%，利润的增长能够达到 20% 左右。

2、化学制剂

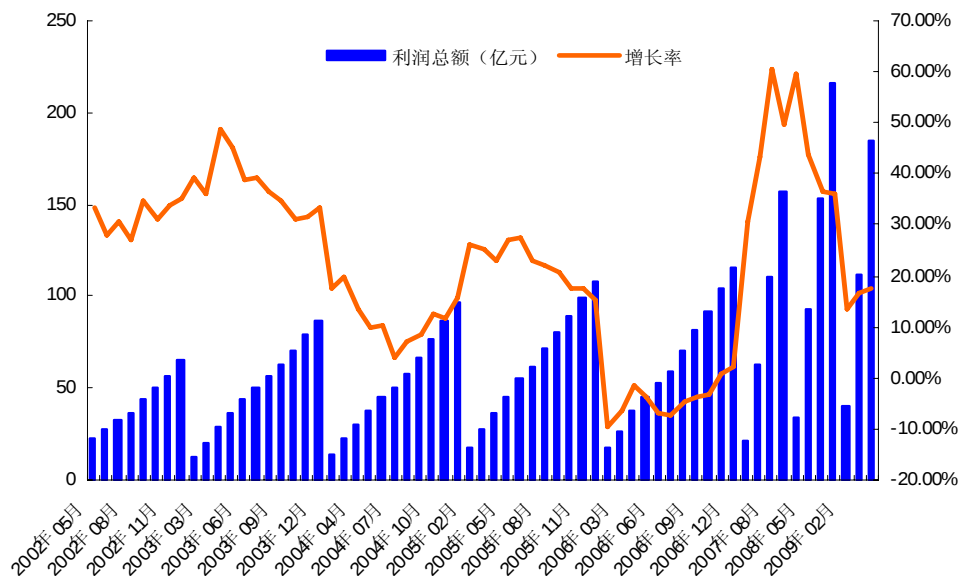
化学制剂子行业是我国医药工业中的主要子行业，占医药工业比重的 1/3。化学制剂子行业虽然获得了长足的发展，但是一直以来面临着产能过剩，创新能力不足，产品同质化严重，竞争激烈以及外资厂商主导市场等问题。在经历了 2007 年和 2008 年的快速增长以后，2009 年化学制剂子行业的增长速度有所放缓。

图十、化学制剂行业销售收入增长图



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

图十一、化学制剂行业利润增长图



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

化学制剂行业在 2010 年面临着几个方面的考验，首先 2010 年新一轮的药品价格调整即将进行，化学药生产企业面临着产品价格调整的压力。随着我国对药品质量安全关注度的增加，新的 GMP 认证标准即将推出，对于化学制药企业来说，由于有国外的参考标准，因此新的 GMP 标准将更为严格，新的 GMP 认证和认证后的运营成本都会增加企业的负担。在基本药物目录中，化学药几乎没有独家品种，相关的产品都有几十家企业在生产，按省招标的情况下，地方保护主义不可避免，因此化学药在基本药物中所能获得的收益有限。因此化学制药行业 2010 年销售收入增长将保持在 20% 左右，而利润的增长有可能在 20% 以下。

对于化学制剂企业来说，目前最大的利好和行业未来即将追逐的热点就是创新药和首仿药，国家发改委近期公布的公告已经明确了创新药物和首仿药物的单独定价权，单独定价权无疑可以给相关企业带来更大的利润空间以支持企业收回前期投入的研发成本。创新药和首仿药大多数都是专科用药，推广是一个系统工程，其上市要经历临床试验，行政审批，市场培育等多个阶段，因此我们认为对于目前研发能力强、产品近期拿到生产批文较多，而且有专业化学术推广的销售队伍的企业可能会在未来的创新药和首仿药竞争中占的先机。

从药品消费大类上来看，抗肿瘤和免疫调节剂依然是增长最快的大类，肌肉-骨骼系统用药、消化系统及代谢药以及神经系统药物的增长也较为迅速，而全身抗感染药物虽然占比依然领先，但是增速在所有大类中是增长最为缓慢的。2010 年我国药品消费的结构不会有太大的变化，抗肿瘤药生产企业依然会享受到行业的高增长。

表一、2009 年上半年重点医院大类购药金额增长情况

	金额（亿元）	增长率	占比
全省用抗感染药	71.6	13.25%	23.87%
抗肿瘤和免疫调节剂	52.1	21.10%	17.39%
心血管系统药物	40.1	18.10%	13.38%
消化系统及代谢药	38.5	21.60%	12.83%
血液和造血系统药物	32.5	17.23%	10.83%
神经系统药物	25.8	21.33%	8.61%
杂类	9.6	20.27%	3.21%
肌肉-骨骼系统	8.5	22.65%	2.85%
呼吸系统	7.6	19.79%	2.56%
全身用激素类制剂	5.4	19.82%	1.81%

数据来源：化学工业协会，东北证券研究所

3、中成药

中成药作为我国的传统药物，其在我国医药体系中的地位一直存在争议，中成药从一度占国内药品销售额的 30% 下降到 2003 年 20% 左右。由于中成药大部分产品在医院和药店两个市场销售，因此在 2006 年医院销售受阻的时期，凭借在药店市场的良好销售，其在医药行业销售额中的占比逐渐增加，2007 年随着国家扶持中医药产业的大方针确定，中成药在医药行业销售额中的占比一度上升到 24%，但是随着中药注射液安全问题引起市场广泛关注，中成药的销售额占比也下滑到 20% 的水平。

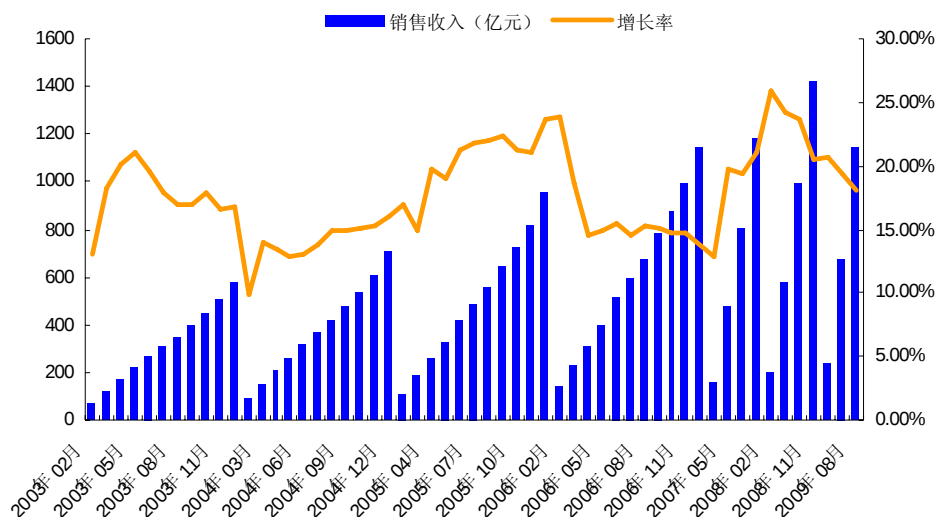
中成药的主要问题是缺乏新的产品，目前销售的主力品种还是流传下来的成方和验方，新的组方的研发难度较大。中成药是多种药材组成，成份复杂，因此在研发阶段就需要投入更多的临床前病理和毒理的实验。我国目前也没有成熟的对中成药产品的审批体系，对中成药的审批也使用化学药的考查方法无疑加大了中成药审批的难度。中成药即使获得药品批文上市，实际上也面临着如何证明药品由于目前市场上已有药品的难题。在很长一段时间内，改变已有产品的剂型，使其起效更快，更方便使用成为中成药研发的重点。复方丹参滴丸就是在这一大环境下最为成功的产品之一。

中药注射液则是改变了中成药千百年来口服的传统，由于注射液产品通常起效较快，而中成药品种给人们的长期印象是治本培源以及副作用小，因此中药注射液产品上市以后得到了市场的广泛应用。但是目前来看，中药注射液产品或是由于产品本身的问题，或是临床使用不当，产生了较多的不良反应。其实作为注射液品种，其风险性和副作用都是要高于口服品种，因此中药注射液品种所宣传的副作用小和可以长期使用明显对患者有所误导。目前中药注射液这条创新之路虽然并没有完全被阻断，但是其难度也成倍的增加。

国家对中医药产业出台了多项的扶持政策，在基本药物目录中，中成药也占据了 1/3 的数量，而且中成药有多个独家品种进入基本药物目录，远高于化学药的数目，显示国家希望能够通过扶持国内中成药生产的重点企业来拉动整个行业的发展。但是在目前新产品不足的情况下，和化学药竞争的能力有限。从未来角度来看，行业的增长即希望于国家出台更多的扶持政策，激进的如要求中成药在医院，尤其是基层医院一定的使用比例，制定

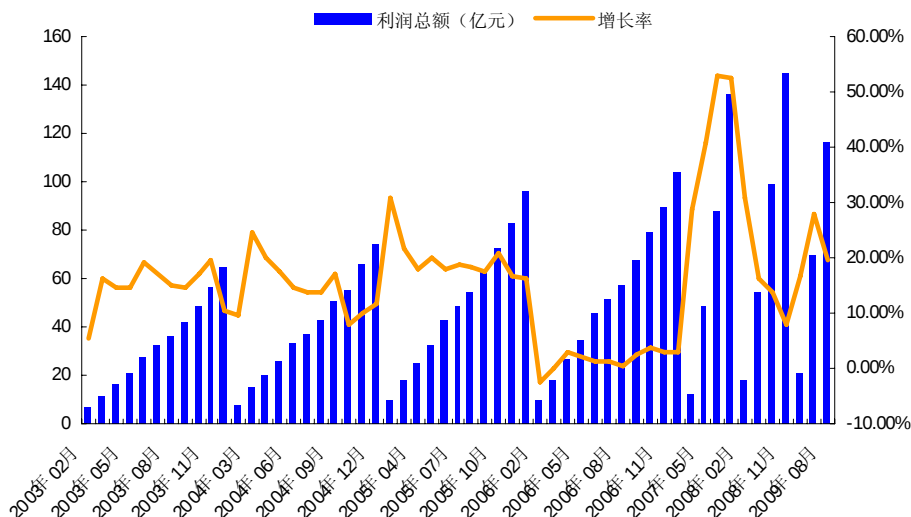
专门对中成药产品的上市审批程序, 加快中成药产品的上市步伐, 以国家层面支持中成药走向国门, 在全球市场销售。而在近期, 还是那些拥有优质的独家品种的中成药生产企业, 其业绩增长的前景更为乐观。

图十二、中成药行业销售收入增长图



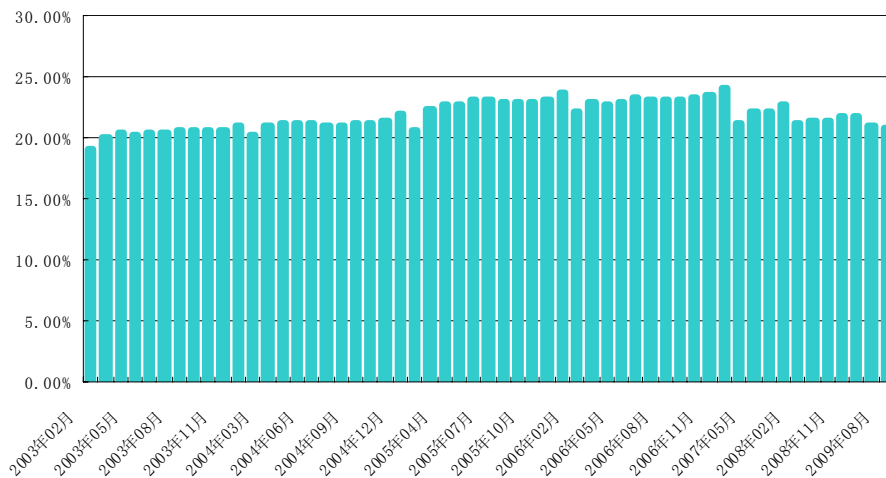
数据来源: Wind 资讯, 东北证券研究所

图十三、中成药行业利润增长图



数据来源: Wind 资讯, 东北证券研究所

图十四、中成药销售额在行业中的占比图



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

4) 生物和生化药

生物生化作为大分子药物，可以直接作用于人体的各个靶点位置而产生生理生化反应，起到治疗疾病的作用，由于生物生化药物具有特异性的能力，可以针对某些化学药物无法治疗的疾病，因此是整个医药行业未来发展的方向。

我国目前生物生化子行业中占主要比例的还是动物提取物质，如肝素等，而生物重组药物的发展则更为快速。生物药物中，疫苗、细胞因子和单克隆抗体蛋白是未来发展的主要方面，我国在这些方面都取得了不错的进展。

疫苗是我国生物药物中占比最大的部分，目前疫苗企业面临着最好的发展阶段，医疗体系改革带来的计划免疫范围的扩大，接种量在未来的 2-3 年中会快速的增加，甲型流感疫情的突然爆发也给相关疫苗生产企业带来了额外的收益。从长远来看，随着我国人口出生率的下降，传统疫苗的市场空间已经越来越小，因此疫苗企业能否通过这两年的高盈利而实现研发上的突破，进入前景更为广阔的癌症或艾滋病预防性疫苗或者其他疾病的治疗性疫苗领域，将是国内疫苗企业外来成长的关键。国内疫苗企业的规模还比较小，除了中生集团以外，其他疫苗企业的销售收入都在 5 亿元以下，企业整体的抗风险能力不强。近期不断有疫苗生产企业被大型企业收购，如先声药业收购了江苏延申，诺华收购了浙江天元。从国际经验上来看，单体的疫苗生产企业未来独自发展的难度较大。

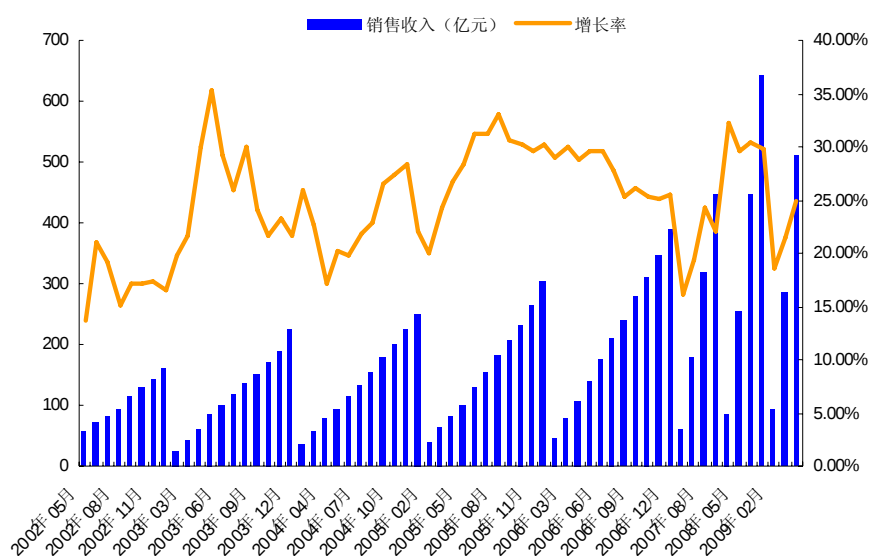
生物重组人细胞因子和单克隆抗体蛋白是 21 世纪初我国生物热是成长起来的生物药物，由于当时各地投资的项目比较多，获得生产批文的企业也较多，因此市场竞争激烈，除了胰岛素、生长激素、干扰素等少数一些品种以外，其他的产品由于国内批文比较分散，无人去进行市场培育，因此市场开发一直不畅，相关企业在其中也很难获得收益。2006 年以来，随着先声药业的恩度（血管内皮抑制素）的上市，生物重组药物迎来了新的时代。由于国内医保制度并没有把生物药物列入医保目录，不能够被医保报销，因此生物药，尤其是高端的生物药物在我国的销售额还比较小。先声药业的恩度虽然在 2007 年上市第二

年就达到了 2.16 亿元，2008 年达 2.4 亿元，但是 2009 年有 50% 以上的下滑，说明在我国高端生物药的销售难度还很大。

近期我国公布的药品定价政策明确规定鼓励创新药物的发展，相信未来在创新药物进入医保上会有所放松，但是毕竟我国整体的消费能力还不高，用十几万元换几个月生存期的医药消费模式在我国无法全面铺开，因此创新性生物药物在国内的销售前景并不是十分可观，而通过和国际大型制药企业合作进行全球开发可能是这些创新型生物医药企业未来发展的方向。

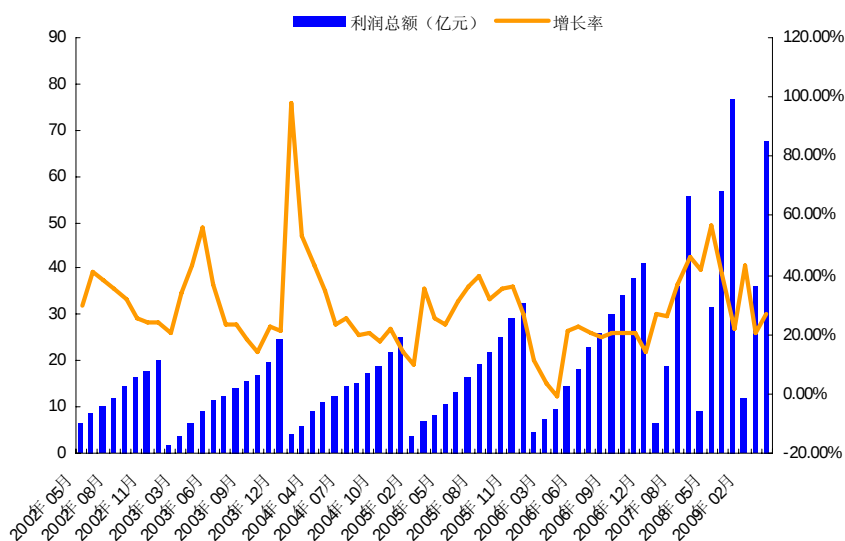
因此，国内生物制药企业的长期发展前景最为乐观，但是其中蕴藏的风险也不容忽视。

图十五、生物生化子行业销售收入增长率



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

图十六、生物生化子行业销售收入增长率



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

5) 医药商业

2007 年以来，随着医疗体制改革讨论的进行，医药流通领域市场集中度低，渠道费用高对终端药品价格的推动被不断的提及，因此如何提高医药流通领域的集中度，使医药商业企业成为真正的药品配送机构而不是药品差价的享有者，进而降低终端药价就成了医疗体制改革中重要的一环。近期在国家发改委等机构联合下发的关于药品定价的意见中，明确把提高医药流通领域的市场集中度作为国家政策要推动的事项。新一轮的招标采购即将展开，基本药物的配送权的争夺也进入实质性阶段。而在地方层面，福建省已经开始强力推进“两票制”，医药流通领域的并购重组将在未来的几年稳步推进。

另一方面，随着国药控股在香港上市，融资 70 亿人民币，上海医药在 2010 年将完成集团的重组工作，2010 年九州通也计划上市融资，国内排名前 5 名的医药商业企业已经全部上市，有资金作为纽带，大型医药流通企业对地方医药流通企业的收购工作将在 2010 年加速开展。大型医药流通企业将会通过收购来扩大市场份额，而小型医药商业企业在抱团取暖以努力保持独立性的同时，也是为未来能够以一个较好的价格被收购打下基础。

2008 年医药商业前 3 名的市场集中度为 20.09%，前 10 名的市场集中度接近 35%，未来 3 年前 10 名的集中度有可能超过 50%，而前 10 名之间也可能有重量级收购的可能性。

医药商业企业目前整体的毛利率为 7.07%，利润率为 1.18%，随着行业整合的进行，行业整体的毛利率可能会进一步下降，但是利润率水平会随着规模效应而提高。

表二、2008 年医药商业企业前十名

名称	销售额（亿元）	销售占比
中国医药集团总公司	530	11.28%
上海市医药股份有限公司	224	4.77%
九州通医药集团股份有限公司	190	4.04%
南京医药股份有限公司	148	3.15%
广州医药有限公司	126	2.68%
安徽华源医药股份有限公司	122	2.60%
北京医药股份有限公司	81	1.72%
重庆医药股份有限公司	79	1.68%
重庆桐君阁股份有限公司	71	1.51%
四川科伦医药贸易有限公司	55	1.17%
前十名合计	1626	34.60%

数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

3、成长性的盛宴？

为什么医药板块能够享受远高于市场的估值水平？因为它的稳定增长和防御性特征？不是，这些吸引不了市场的兴趣，高估值意味着未来的高成长性，而医药行业整体的

成长性并不是十分的突出，其中的悖论值得我们思索。

我们认为，市场依然对医药板块保持较高热情的理由就是医药行业单个公司的高风险高收益的特征。在国际上，由于市场份额集中在少数几个大的制药企业手中，因此这些公司能够在内部消化研发和市场开发失败所带来的风险，但是同样，其无法获得公司单个产品热销带来的超额收益。

在我国，由于制药企业的相对规模比较小，大多数的企业只有一到两个热销的产品，而这些热销的产品是企业历史上成功的证明，而还没有饱和的市场使得这些企业可能在未来一到两年间延续着这种增长的态势，因此市场对这类企业给与了较高的估值，并从长远的角度认为这些企业在 3-5 年后的估值很低。但是医药行业是一个很特殊的行业，任何一个产品的研发和投入市场都可以认为是一个小的创投项目，其成功的可能性是未知的，对于单个企业来说，历史上的成功并不能证明未来的成功，高收益背后是高风险。

市场的另一个看法是随着医疗体制改革的进行，我国医药行业的产业集中度会很快大幅的提高，优质企业可以快速的占领中小制药企业的市场份额，从而进入跨越式的增长。诚然，我国医药行业产业集中是一个可以预见的结果，但是过程并不一定很顺利，在 2004 年行业 GMP 认证以及 2006 年反商业贿赂的过程中，行业都认为会有一批的中小企业会倒闭，而事实证明中小企业不但都生存下来，而且有些还发展的比较好，例如在 OTC 市场上，中小企业就已经在于品牌药生产企业的竞争中占据了一定的优势。因此国家频繁的发出行业整合的信号，但是指望医药制造业在短期内有较大的动作的可能性不大。

医疗体制改革带来的医药行业集中度的提高的盛宴并不是每个医药企业能够分享，同样也不是上市公司就能够分享到这一成果。而没有成长性的市盈率的提高所造成的泡沫终将破灭。

对于 2010 年，我们将列出可能引导相关上市公司高成长性或者交易性机会，能在目前高估值的水平上还有上涨空间，投资者可以按图索骥，但是我们重申在 2010 年医药板块的上市公司一定可以见到更为理想的买入价格，对于长线的投资者来说，那个时候可能是更好的介入机会。

1) 行业内的并购

并购是上市公司提升每股收益和市值最有效的方式之一，由于在目前医药行业和资本市场的大背景下，存在着通过并购壮大自身和通过并购来实现资产快速上市增值的双方选择，因此在 2010 年，医药板块市值快速扩大的主要来源就是新公司的上市以及原有上市公司新的资产的注入。

在各个子行业中，医药商业是在 2010 年最可能发生大的并购事件的子行业，一方面是国家政策的要求，另一方面随着国内第一大医药商业企业国药控股上市，握有 70 亿人民币的现金，按照 0.2 倍市销率，相对控股来计算，可以收购 700 亿销售额的医药商业资产。2009 年就有很多医药类上市公司，尤其是拥有地方性医药商业公司的上市公司传出被国药控股收购的传闻。而在 2010 年，除了更多的传闻以外，一些收购将进入实质性阶段，从而拉升整个医药商业企业的估值水平。

2009 年，经过三合一式的重组，上药集团和上实集团的医药资产整体上市，从而实现了上海市控制下的医药资产的产业链的整合，可以替优化上海市国有资产在医药行业上

的配置，提升国有资产的竞争力。随着医药产业在国民经济中的地位逐步提高，地方国资在医药行业上也越发的重视，因此在上药集团重组以后，其他的地方国资集团也不排除通过对旗下医药资产进入重组，进而提升这些医药资产竞争力的行为。资本市场也对这一现象给与了提前的反应，如广药集团下属的两家上市公司在没有实质性信息披露的情况下就有大幅的上涨。除了上药集团和广药集团以外，哈药集团、北药集团以及太极集团等都有集团内重组的可能。从资产质量以及时间表上来看，我们认为哈药集团在 2010 年展开重组工作的可能性最大。

除了国资控股的医药企业以外，一些民营企业也在通过其行业内的龙头优势，并购同行业的其他企业来实现自身的快速壮大，如康美药业在中药饮片行业内的并购，鱼跃医疗在基础医疗用品领域的开拓等。2010 年以后，随着市场的变化，这样的同类企业间的并购将会不断的增加。这一类的并购一方面考验这些上市公司资金实力，另一方面管理范围的扩大也考验着这些企业的管理能力。由于这一类的并购并没有太多成功案例所提供的参考，因此我们在保持对这类并购积极乐观的态度以外，也需要保持一定的风险意识。

2) 大宗原料药企业

大宗原料药产品价格经历了 2007-2009 年市场的剧烈波动，目前除了维生素 C 和维生素 E 价格保持在高位以外，其他产品的价格在 2009 年一直维持在谷底的位置，2010 年随着基础化工品价格的上涨预期，不排除大宗原料药产品的价格也会有一次反弹的过程。而对于原料药上市公司来说，产品价格的上涨无疑是股价上涨最主要的催化因素。

我国大宗原料药基本上还是处于产能过剩的阶段，主要通过一定的限产措施来保持市场价格的相对稳定，较高的价格和利润水平无疑会增加潜在竞争者重新进入市场的可能性，而加大产能过剩的压力，最近商务部开始调查维生素 C 产业产能大幅扩张的就显示了这一现象。

因此大宗原料药企业中，东北制药和浙江医药相对来说安全性更大一些，维生素 C 和维生素 E 在 2008-2009 年的高盈利给公司的发展提供了大量的资金，而公司的制剂业务在整体销售收入中的占比也较高，公司也在积极的拓展制剂业务，一旦原料药业务有较大幅度的下滑，制剂业务的增长也能够部分弥补。目前两家公司的市盈率和市销率都保持在合理范围内，具有一定的安全边际。

3) 制剂海外市场的突破

实现制剂产品的出口是医药行业“十一五”规划中提到的目标之一。对于国家来说，医药制剂的出口一方面可以实现出口产品升级换代，提高附加值，另一方面制剂出口高端市场可以提高国内制剂企业的质量标准。对于企业来说，发达国家毕竟占据全球医药最大的市场，有更广阔的空间，另一方面能够进入发达国家市场代表着产品的质量保证，对于其他产品的国内推广也有很大的帮助。因此在政府的扶持下，一些有能力的企业纷纷把制剂出口作为公司发展的一个方向。

经过多年的培育以后，2010 年可能是有实质性进展的一年，如果有相关信息披露，则会带来市场对相关企业的追捧。

覆盖公司一览表

证券代码	证券简称	最新股价	09 年 EPS	10 年 EPS	11 年 EPS	09 年 PE	10 年 PE	11 年 PE	投资评级
600535.SH	天士力	24.150	0.66	0.77	1.02	36.46	31.41	23.57	推荐
000423.SZ	东阿阿胶	23.000	0.58	0.76	1.00	39.69	30.42	22.99	推荐
600267.SH	海正药业	22.480	0.55	0.80	1.08	40.87	28.10	20.81	推荐
600829.SH	三精制药	20.250	0.83	0.95	1.07	24.37	21.42	18.86	推荐
600521.SH	华海药业	23.880	0.50	0.63	0.85	47.76	37.90	28.09	推荐
000538.SZ	云南白药	53.250	1.09	1.42	1.90	48.85	37.50	28.03	推荐
600713.SH	南京医药	10.510	0.16	0.26	0.40	65.69	40.42	26.28	谨慎推荐
002223.SZ	鱼跃医疗	34.720	0.62	0.82	1.09	56.00	42.34	31.95	谨慎推荐
600062.SH	双鹤药业	22.640	0.77	0.94	1.14	29.25	24.00	19.86	谨慎推荐
600594.SH	益佰制药	17.330	0.52	0.71	0.94	33.33	24.41	18.44	谨慎推荐
600529.SH	山东药玻	14.950	0.58	0.69	0.77	25.92	21.55	19.51	谨慎推荐
000661.SZ	长春高新	24.940	0.52	0.70	0.98	47.96	35.63	25.45	谨慎推荐
002022.SZ	科华生物	21.830	0.48	0.72	0.89	45.85	30.40	24.56	谨慎推荐
000597.SZ	东北制药	27.000	1.62	1.89	2.02	16.67	14.29	13.37	谨慎推荐
000522.SZ	白云山 A	13.890	0.18	0.27	0.36	77.17	51.44	38.58	中性
002030.SZ	达安基因	16.710	0.25	0.36	0.50	67.94	46.68	33.42	中性

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。