

蓬勃生机，格局各异

2010 年医药投资策略

医疗保健

领先大市-A

上次评级

领先大市-A

报告日期

2009-12-16

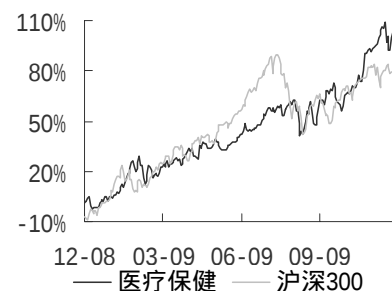
报告关键点：

- 行业蓬勃生机，值得长期关注和看好
- 领域格局各异，市场扩容不是机会均等的盛宴

报告摘要：

- 行业蓬勃生机，值得长期关注和看好。盈利能力的稳步提升是医药股持续走强的内在驱动力。未来受到工业化、城镇化、人口老龄化、疾病谱变化和生态环境变化等因素影响，药品的刚性需求特性仍将赋予医药经济快速增长的底气。新医改下，政府将加大对医疗卫生支出的投入，医疗保障覆盖面逐步扩大，将进一步加速民众医疗保健需求的释放。经济复苏过程中，医药健康产业也无疑是我们提振内需的一个重点。我们预期，医药行业未来将展示出蓬勃生机与远大版图，行业值得长期关注和看好。
- 领域格局各异，市场扩容不是机会均等的盛宴。然而，医改也意味着产业布局的结构调整、规则重建，企业将在旧有秩序的颠覆中寻求新生，市场扩容绝不是机会均等的盛宴。医药各细分行业、行业内各领域、差异化的各企业都将表现出不同的竞争格局。从行业盈利能力、净资产收益率（ROE）提升的角度分析，我们更看好直接受益于医药终端用药需求加速放大的化学制剂行业、中药行业；在医改统一招标采购中集约化、规模化提升最快、盈利能力弹性大的商业流通行业；受益于医改基本公共卫生服务均等化、生物技术领域中的诊断试剂和疫苗行业。另外原料药行业后续仍存投资机会：大宗原料药中寡头垄断的脂溶性维生素行业在明年出口复苏过程中，盈利能力预期将继续恢复；在即将到来的全球仿制药的“黄金时代”，特色原料药行业将面临更大的发展机遇。未来在医改大的政策变革中，工、商企业通过并购重组，获得产品、品牌、技术、渠道等核心竞争力的迅速提升，将是行业必然的发展趋势，因此2010年行业内并购重组仍是我们关注的重点。
- 重点推荐和关注的公司：新医改下，高端用药需求刚性，基本用药需求弹性。化学制剂高端专科药公司以研发、专业化销售为核心竞争力，我们仍推荐恒瑞医药、双鹭药业、丽珠集团、健康元、华东医药。而基本用药公司，销售规模、市场占有率、品牌为考量企业竞争优势的三大因素，哈药股份、双鹤药业是我们首推的公司。传统中药我们看好有独特资源优势、产品有提价能力的东阿阿胶；现代中药我们看好产品定位在心血管、肿瘤治疗领域的天士力、益佰制药、金陵药业；以及中药OTC龙头企业江中药业。医改新政策下，医药商业龙头公司盈利能力预期加速提升，我们重点关注国药股份、一致药业、南京医药。诊断试剂我们重点推荐龙头公司科华生物。原料药行业我们重点推荐浙江医药、新和成，重点关注海正药业、华海药业。并购重组方面我们关注的是现代制药、华邦制药、上药集团和广药集团。

12 个月行业表现



研究员

洪露

高级行业分析师

021-68766073

honglu@essence.com.cn

赵楠

行业分析师

010-66581623

zhaonan@essence.com.cn

前期研究成果

医药：医保目录如期推出，部分上市公司将受益

2009-12-01

维生素 E 制造业：寡头垄断、估值洼地

2009-09-28

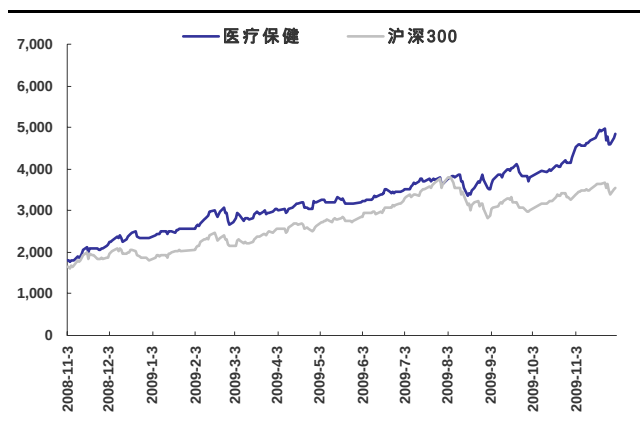
医疗保健：猪流感事件点评

2009-04-27

1. 医药行业值得长期关注和看好

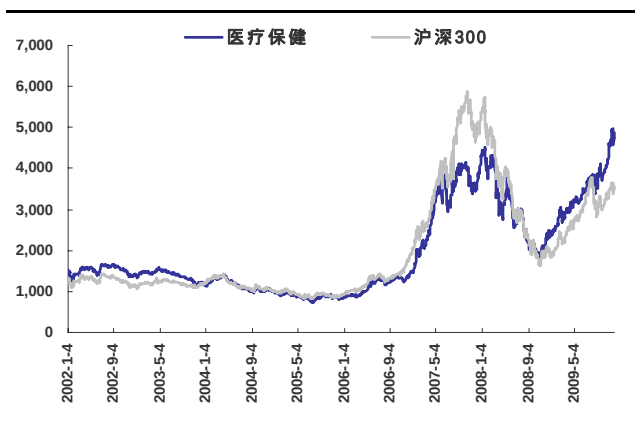
市场休养生息的阶段，医药股走势较强。股价不仅仅是以往行业抗周期、稳健增长特征的表现，更包含了市场对行业未来蓬勃发展的预期。回顾过去改革开放的 30 年，中国医药行业取得了令人瞩目的长足进步。中国的原料药出口居全球第一；所有的普药品种都能自给自足；传统中药到现代化中药是中国瑰宝与西方循证医学的逐步融合；在国家重大新药创制计划的政策和资金支持下，“中国制造”将加速跨越低端仿制药阶段，创新专利药研发数量和产业化进程将大大加快。

图 1 08 年 11 月以来医药指数与沪深 300 走势比较



数据来源：wind、安信证券研究中心

图 2 02 年以来医药指数与沪深 300 走势比较

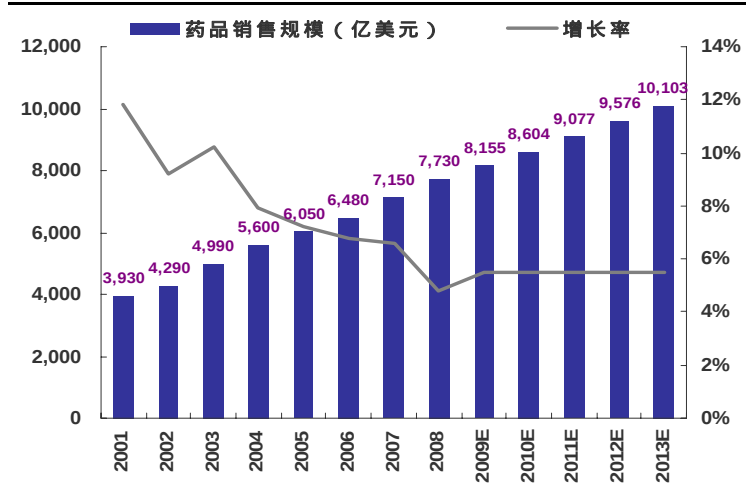


数据来源：wind、安信证券研究中心

在 11 月 5 日北京召开的国际生物医药产业发展论坛上，中国药学会理事长、中国工程院院士桑国卫表示：随着医改政策的推进和落实，我国国内医药市场在维持平稳增长的同时、市场集中度持续提升，预计今年我国医药工业总产值有望达到 10,000 亿元，同比增幅将达到 30%，而 2008 年医药工业总产值的增幅是 25.7%。由此可见，经济复苏过程中，医药健康产业无疑也是我们提振内需的一个重点。

IMS 对全球以及中国医药市场未来的发展也做出了权威的预测：2010 年，全球药品销售额增长率将下跌至 4%-6%，规模超过 8,250 亿美元，增长率下降的主要原因与专利药到期、经济危机背景下各国政府节约医疗卫生支出有关。到 2013 年，全球药品规模将超过 9,750 亿美元，2008-2013 年的年均增速为 4%-7%，IMS 对这一增速的预测比年初提高了 1 个百分点，提高的主要原因为经济衰退中美国药品的销售增长比预想的好。

图 3 IMS 对全球药品市场销售规模预测

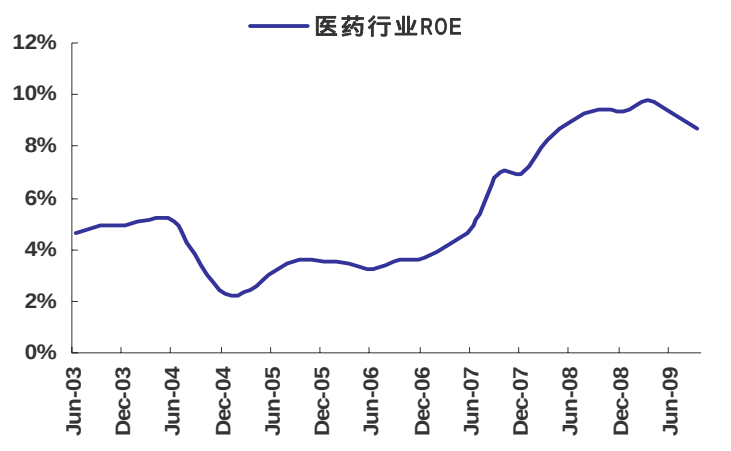


数据来源：IMS、安信证券研究中心

2009 年，美国药品销售额增长率为 4.5%-5.5%，2010 年为 3%-5%，2008-2013 年的年均增速仅 2%-5%。而中国、巴西、俄罗斯、墨西哥、印度、土耳其和韩国等七大新兴市场 2008-2013 年的年均增速将达到 13%-16%。2009-2013 年，中国将以超过 20% 的速度增长。2013 年，中国会成为全球第三大药品市场，销售额达 800 亿美元，仅次于排名前两位的美国和日本。而仅仅在 6 年前，中国在全球医药市场上位居第 10 名。

从以往数据看，盈利能力的稳步提升是医药股走强的内在驱动力。而未来，随着工业化、城镇化、人口老龄化、疾病谱变化和生态环境变化等因素影响，药品的刚性需求特性仍将赋予医药经济快速增长的底气。新医改下，政府将加大对医疗卫生支出的投入，医疗保障覆盖面逐步扩大，将更进一步加速民众医疗保健需求的释放。我们预期，医药行业未来将展示出蓬勃生机与远大版图，行业值得长期关注和看好。

图 4 03 年以来医药行业 ROE 水平



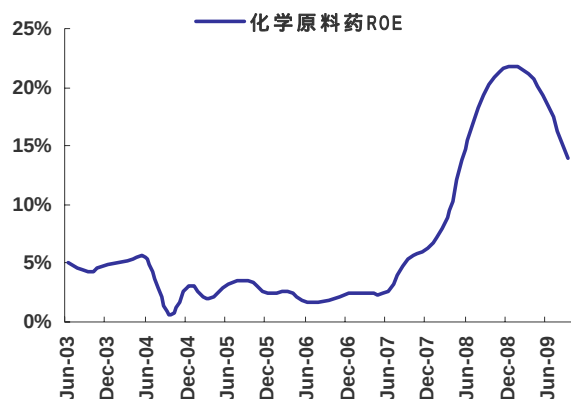
数据来源：Wind、安信证券研究中心

然而，医改也意味着产业布局的结构调整、规则重建，企业将在旧有秩序的颠覆中寻求新生，市场扩容绝不是机会均等的盛宴。医药各细分行业、行业内各领域、差异化的各企业都将表现出不同的竞争格局。深入理解产业政策，将有助于我们在不确定的市场中更具前瞻性和把握更多的投资机会。

从行业盈利能力、净资产收益率（ROE）提升的角度分析，我们更看好直接受益于医药终端用药需求加速放大的化学制剂行业、中药行业；在医改统一招标采购中集约化、规模化提升最快、盈利能力弹性大的商业流通行业；受益于医改基本公共卫生服务均等化、生物技术领域中的诊断试剂和疫苗行业。另外原料药行业后续仍存投资机会：大宗原料药中寡头垄断的脂溶性维生素（E、A、H）行业在明年出口复苏过程中，盈利能力预期将继续恢复；在即将到来的全球仿制药的“黄金时代”，特色原料药行业将面临更大的发展机遇。

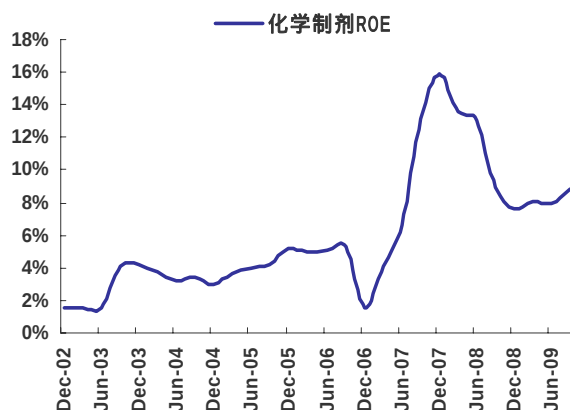
未来在医改大的政策变革中，工、商企业通过并购重组，获得产品、品牌、技术、渠道等核心竞争力的迅速提升，将是行业必然的发展趋势，因此 2010 年行业内并购重组仍是我们关注的重点。

图 5 近几年化学原料药行业 ROE 水平



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图 6 近几年化学制剂行业 ROE 水平



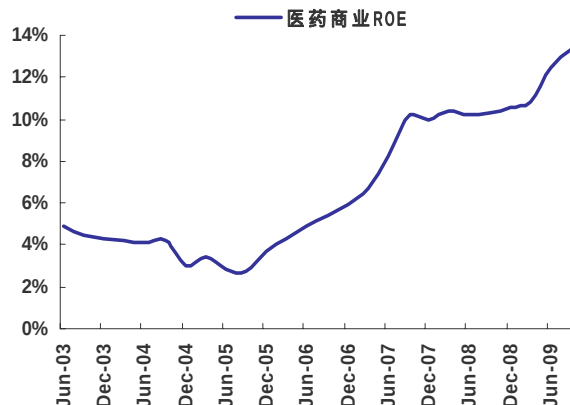
数据来源：Wind、安信证券研究中心

图 7 近几年中药行业 ROE 水平



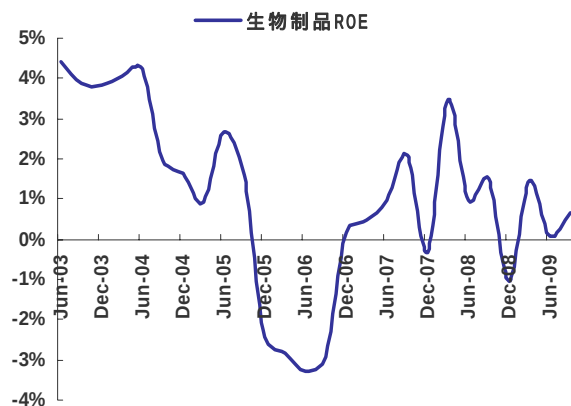
数据来源：Wind、安信证券研究中心

图 8 近几年医药商业行业 ROE 水平



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图 9 近几年生物制品行业 ROE 水平



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图 10 近几年医疗器械行业 ROE 水平



数据来源：Wind、安信证券研究中心

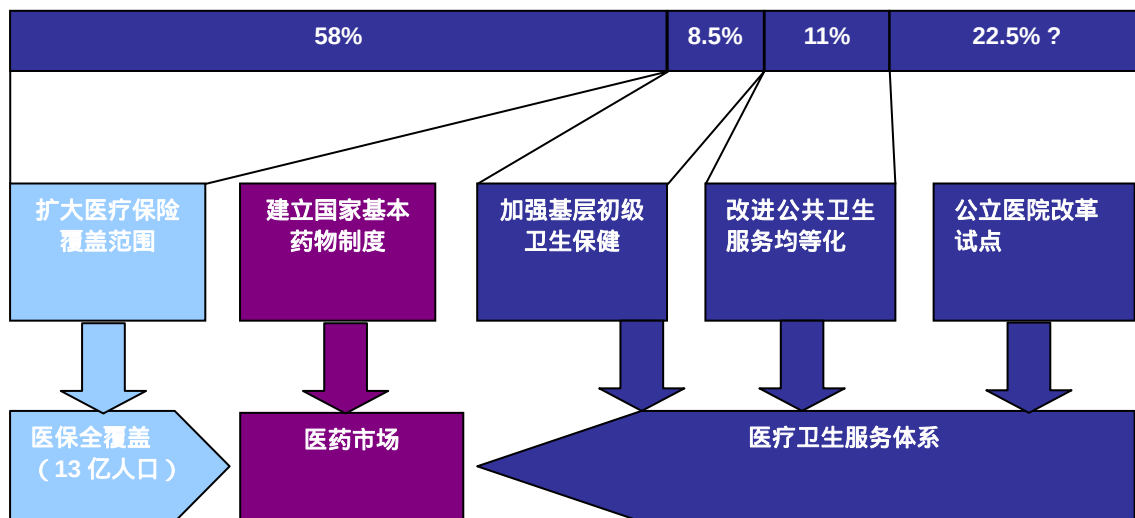
2. 新医改下行业投资机会分析

2.1. 市场扩容，不同终端发展趋势各异

2009 年至今，中央政府医疗卫生支出达 1,181 亿元。2009-2011 年，各级政府预计投入 8,500 亿元，其中中央财政投入 3,318 亿元，主要用于五项改革，力争 2011 年实现医改的短期目标：即基本医疗保障制度全面覆盖城乡居民（三年内，城镇职工、居民、新农合参保率均提高到 90%以上），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。巨额

政府投入将加快医疗改革进程、同时也扩大了医药卫生市场。

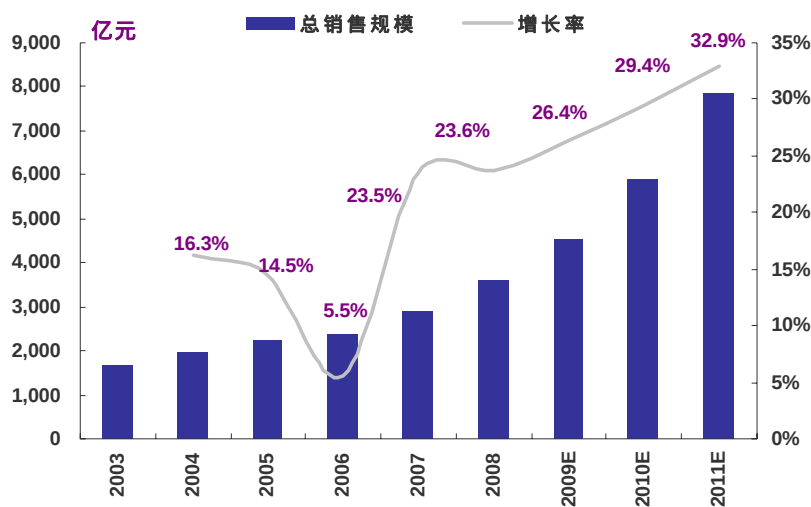
图 11 新医改基本思路示意图



数据来源：南方医药经济研究所、安信证券研究中心

2009 年卫生部健康统计报告显示，药品终端的市场规模（计算方法为：按照门诊和住院病人人数，乘以分别的人均用药量）CAGR(03-08)为 16.5%，未来几年随着政府投入的加大，CAGR(09-11)预期为 31.1%。

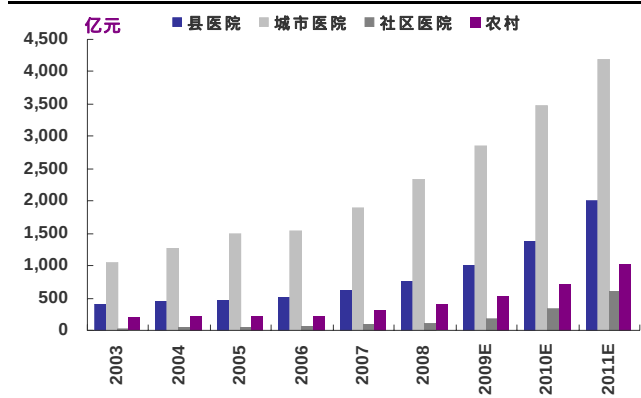
图 12 未来几年中国药品终端市场规模预测图



数据来源：MOH health statistics report 2009，安信证券研究中心

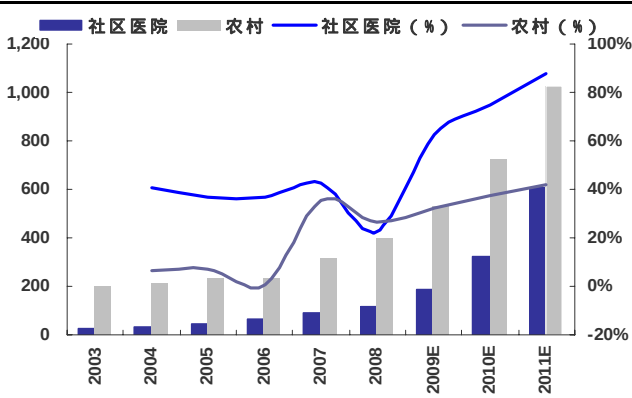
市场扩容不同终端发展趋势各异，社区医院规模最小，但受大量增加的门诊病人驱动市场增长最快，年均增速从 CAGR(03-08)年 36% 提高到 CAGR(09-11)75%。县级医院的增长主要来源于住院病人的增加，年均增速从 CAGR(03-08)14% 提高到 CAGR(09-11)38%。农村乡镇卫生院增长主要因新农合覆盖下的住院病人、及人均用药量的增加，这与医改的提高住院和门诊大病保障是相应的，年均增速从 CAGR(03-08)15% 提高到 CAGR(09-11)37%。而城市医院同样受益政府的投入带来的需求释放，CAGR(03-08) 17% 提高到 CAGR(09-11)22%，同时从用药规模上讲城市医院仍处于主导地位。在使用药品的类别方面，城市和县级医院仍就是高端用药主要市场，但要求配备一定比例的基本药物；而基层社区和农村乡镇卫生院则全部配备和使用基本药物。

图 13 未来几年中国不同用药终端用药规模情况



数据来源：MOH health statistics report 2009，安信证券研究中心

图 14 未来几年中国不同用药终端用药规模增长情况



数据来源：MOH health statistics report 2009，安信证券研究中心

表 1 新医改下四种市场的不同特征

用药市场	CAGR 03-08	CAGR 09-11	增长原因	定位	基本药物	高端药物	价格控制	招标采购
城市医院	17%	22%	同样受益政府投入，需求释放	仍据主导地位	配备基本药物，要求一定比例，有差率	刚性需求，仍保持较快增长	严格执行中标价、差别定价	现行的集中招标采购、统一配送
县级医院	14%	38%	住院病人人次增加	区域中心	全部配备使用基本药物，零差率		严格执行中标价	基本药物招标、统一配送
社区医院	36%	75%	门诊病人人次增加	满足基本医药服务需求				
乡镇卫生院	15%	37%	住院病人人次、人均用药量增加	满足基本医药服务需求				

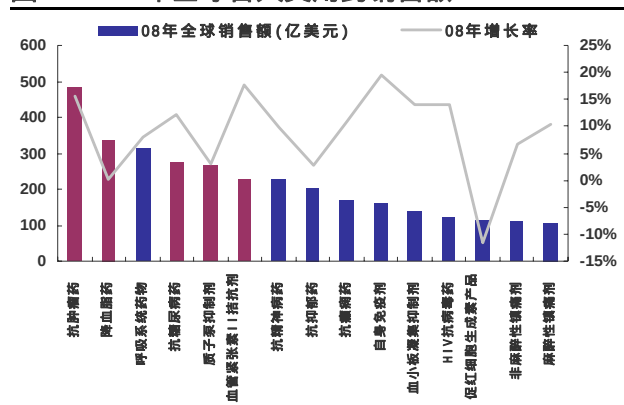
数据来源：MOH health statistics report 2009，安信证券研究中心

2.2. 化学制剂：高端用药需求刚性，基本用药需求弹性

新医改下，高端用药需求刚性，而基本用药需求弹性。从 IMS 数据看到，全球用药量最大的四个领域分别为心血管（降糖、降脂、降压）、抗肿瘤、呼吸系统、消化道用药；而中国因对抗感染药使用过度，分别为抗感染、消化道用药、心血管、抗肿瘤药。由此可见，国内外心血管、抗肿瘤、消化道等专科用药都是市场规模最大、增速最快的。

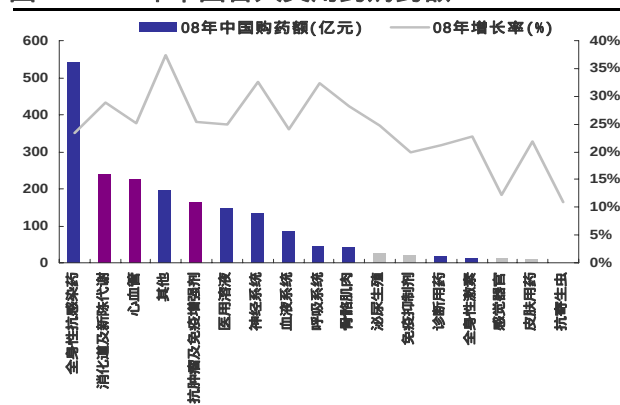
国家医改方案中也明确指出：一方面促进国家基本药物的生产和使用，同时也要利用价格杠杆鼓励企业自主创新，对新药和专利药品逐步实行定价前药物经济性评价制度。对仿制药实行后上市价格从低定价制度，抑制低水平重复建设。广东省今年 8 月以来已做为先行试点，成为首个药品差别定价单独试点省，预期今后专利药、首仿药、中药独家品种、中药保护品种等优质高端药物将获得价格上的合理提升，通过优质优价以鼓励医药企业创新。因此，我们仍看好需求弹性、差别定价的高端用药市场未来的增长。

图 15 08 年全球各大类用药销售额



数据来源：IMS、安信证券研究中心

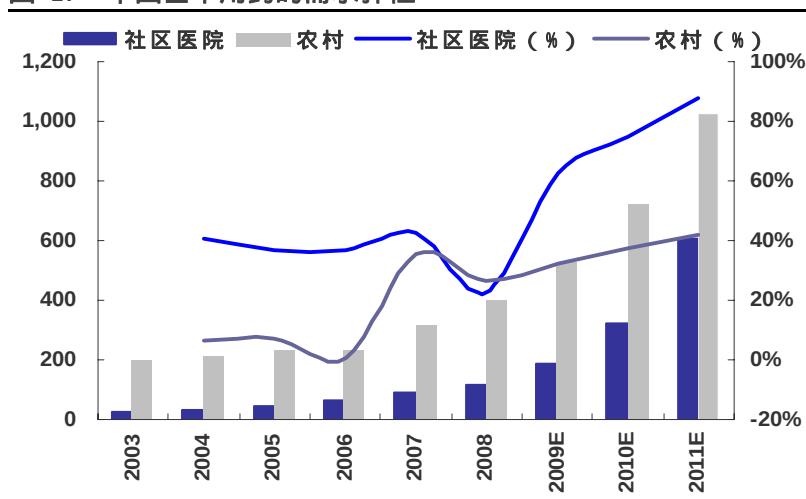
图 16 08 年中国各大类用药购药额



数据来源：IMS、安信证券研究中心

而新医改下，基本用药增长的弹性最大，主要原因为：基层医疗需求加速放大，国家政策导向鼓励基本药物的使用，如逐步提高在基层医院对基本用药的使用比例，《国家基本药物目录》与《国家医保目录》对接后，基本药物报销比例明显高于非基本药物。

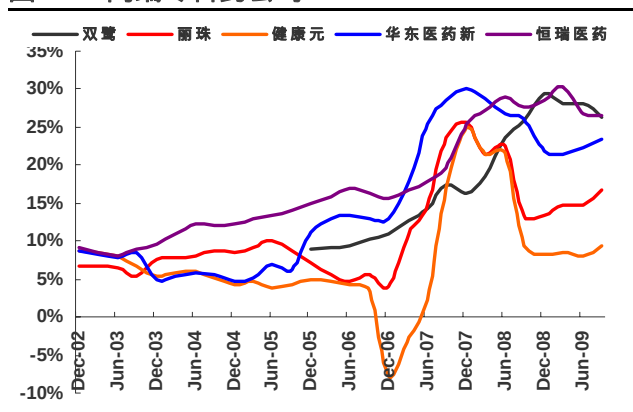
图 17 中国基本用药的需求弹性



数据来源：MOH health statistics report 2009，安信证券研究中心

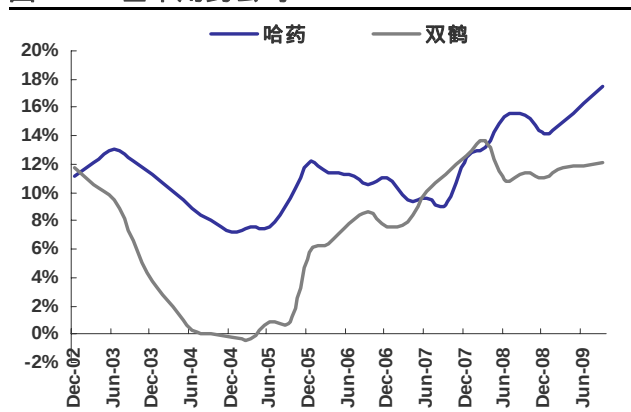
高端专科药公司以研发、专业化销售为核心竞争力，我们仍推荐恒瑞医药、双鹭药业、丽珠集团、健康元、华东医药，从该类公司以往的 ROE 增长情况看，刚性需求、稳健增长特征显著。而基本用药公司，销售规模、市场占有率、品牌为考量企业竞争优势的三大因素，哈药股份、双鹤药业是我们首推的公司，从以往该类公司的 ROE 情况看，基本用药受政策影响弹性较大是明显的特征。

图 18 高端专科药公司 ROE



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图 19 基本用药公司 ROE



数据来源：Wind、安信证券研究中心

2.3. 中药：继承和创新并重，传统和现代化中药并进

新的医改方案已明确：扶持中医药发展，促进中医药继承和创新。扶持政策包括加强中医临床研究基地和中医院建设，培育壮大中医药人才队伍，加快中医药立法工作，在基层医疗卫生服务中，大力推广中医药适宜技术。另外组织开展中医药防治疑难疾病的联合攻关，充分发挥中医药（民族医药）在疾病预防控制、应对突发公共卫生事件、医疗服务中的作用。另外，国务院还颁布了《关于扶持和促进中医药发展的若干意见》，作为医改方案的补充。对中药继承并创新显然是未来发展趋势。

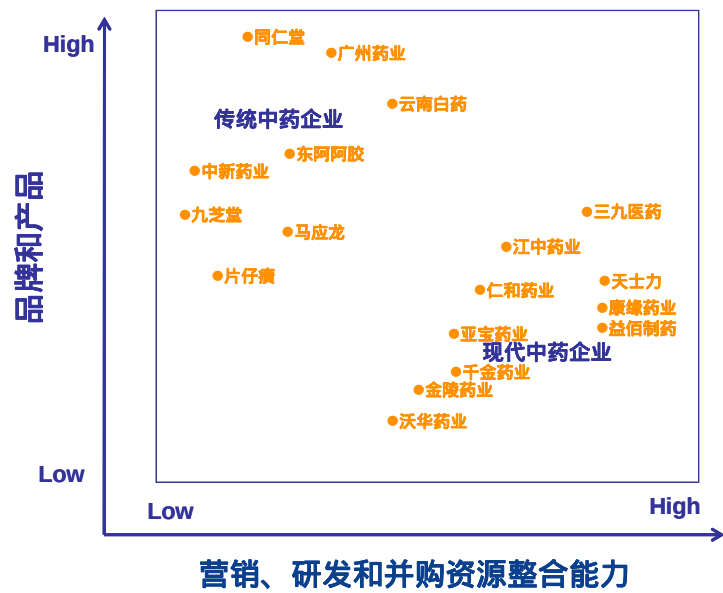
表 2 近几年出台的中医药行业相关政策法规

国家部委	相关政策	政策描述	发布时间	对行业的影响
卫生部等 9 部委	《国家基本药物目录管理办法（暂行）》	建立国家基本药物目录制度，新医改方案的重要配套方案之一	Aug-09	拥有中药独家品种的企业，明显受益
药监局	《关于做好中药注射剂安全性再评价工作的通知》	全面开展中药注射剂生产及质量控制环节的风险排查，控制中药注射剂安全隐患	Jul-09	有利于中药注射剂行业规范，同时提高了行业的进入壁垒
国务院	《国务院关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》	作为新医改文件的重要补充，再次明确国家对中医药扶持和鼓励发展的坚定态度	May-09	扶持和促进中医药发展，坚持中西并重，发挥中医药作用
国务院	《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》	新医改文件	Mar-09	明确在新医改中中医药地位和作用不可或缺
药监局	《关于印发中药品种保护指导原则的通知》	对中药保护品种申报进行规范	Feb-09	鼓励创新，促进提高，保护先进中药品种
药监局	《关于开展中药注射剂安全性再评价工作的通知》	提出了中药注射剂再评价方案	Jan-09	中药注射剂再评价公司正式启动
卫生部	《关于进一步加强中药注射剂生产和临床使用管理的通知》	加强中药注射剂生产和临床使用管理	Dec-08	对中药注射剂行业进行规范，降低中药注射剂严重不良反应事件的发生
中医药管理局、卫生部	《中医坐堂医诊所管理办法》	对药品零售企业申请举办中医坐堂医诊所进行审批	Nov-07	鼓励中医药在临床上使用
工信部	《产业结构调整指导目录 2008 年本》（征求意见稿）	鼓励中药新剂型、饮片、复方药物、少数民族药开发	Nov-08	鼓励中药创新，支持中药现代化发展

资料来源：相关政府部委网站，安信证券研究中心

中药按照制剂工艺可粗略分为传统中药和现代中药。
对于传统中药的继承，表现在政策大力支持鼓励中药绝密配方、中药保护品种以及国家基本药物目录中众多中药独家品种单独定价。

图 20 中药行业基本分类



资料来源：安信证券研究中心

表 3 2009 版国家基本药物目录中传统中药公司涉及的独家品种

功能	品 种 名 称	生 产 企 业	上市公司
活血化瘀	云南白药(胶囊、膏、酊、气雾剂)	云南白药集团股份有限 公司 ; 云南白药集团无锡 药业有限公司	云南白药
清热消肿	马应龙麝香痔疮 膏	马应龙药业集团股份有 限公司	马应龙
化瘀宽胸	速效救心丸	天津中新药业集团股份 有限公司第六中药厂	中新药业
益气养阴 祛风通络	消渴丸 华佗再造丸	广州中一药业有限公司 广州奇星药业有限公司	广州药业

资料来源：安信证券研究中心

图 21 组分中药示意图



资料来源：天士力、安信证券研究中心

中药创新表现在中药剂型现代化趋势明显，我国的中药制剂早已不是昔日的“丸散膏丹”旧剂型可比，而是严格按照现代制剂加工方法制备的全新制剂。新剂型开发也是

今后中药产业鼓励的重点，现代中药确立以组分中药为主的研发思路，先进的多元指纹图谱质量控制技术应用于现代中药，同时中药企业需要具备完备的中药产业链质量控制体系。

图 22 中药指纹图谱示意图

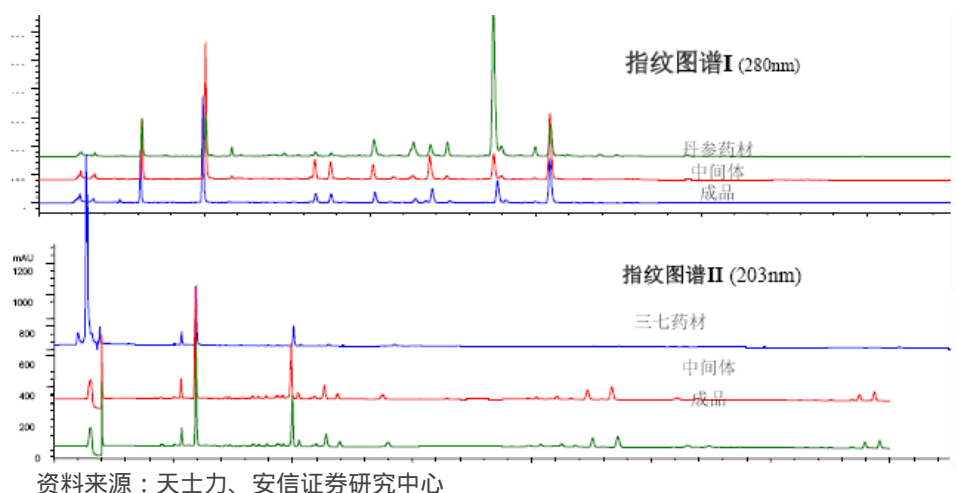
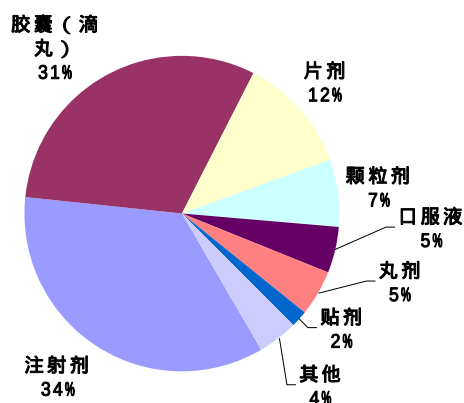


图 23 中药产业链示意图



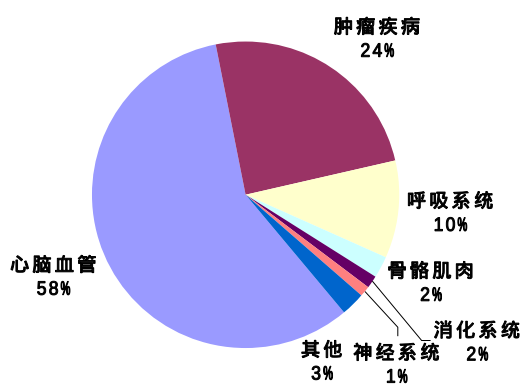
资料来源：天士力、安信证券研究中心

图 24 2008 年中国各种剂型采购金额比例



资料来源：南方医药经济研究所、安信证券研究中心

图 25 2008 年中药注射剂各种类别所占比例



资料来源：南方医药经济研究所、安信证券研究中心

以往临床经验证实：中药在疑难杂症、慢性疾病的治疗中优势明显，如肿瘤、心血管疾病、肝病、以及在 SARS 和甲型 H1N1 流感治疗中都发挥着重要的作用。从剂型看，中药注射剂占比最大，而注射剂在心血管、肿瘤、呼吸、消化系统中用量最大。

表 4 2009 年上半年中国七大重点城市医院市场肿瘤采购金额排名（前 10 位）

排名	药品通用名	生产企业	市场份额	增幅
1	参芪扶正注射液	广东丽珠集团利民制药厂	10.12%	30.09%
2	康艾注射液	吉林长白山制药股份有限公司	9.26%	37.13%
3	艾迪注射液	贵州益佰制药股份有限公司	8.86%	45.95%
4	金水宝胶囊	江西济民可信金水宝制药有限公司	8.67%	39.45%
5	复方苦参注射液	山西振东金晶制药有限公司	6.47%	8.03%
6	香菇多糖注射液	江苏金陵药业股份有限公司福建福州梅峰制药厂	4.31%	10.91%
7	安康欣胶囊	安徽南京康海药业有限公司	3.05%	4.20%
8	香菇多糖注射液	江苏南京康海药业有限公司	3.04%	-12.73%
9	槐耳颗粒	江苏启东盖天力药业有限公司	2.59%	13.65%
10	消癌平注射液	江苏南京圣和药业有限公司	2.19%	90.97%

资料来源：南方医药经济研究所、安信证券研究中心

卫生部第三次居民死亡原因抽样调查结果显示：心血管和恶性肿瘤是我国前两位死亡原因，分别占死亡总数的 22.45% 和 22.32%。西药在肿瘤治疗中对正常细胞的杀伤作用，使得“扶正固本”的中药有了独特的发展空间。中西医结合方法治疗肿瘤在临床上越发普遍。南方所数据显示，2008 年 9 个城市医院采购抗肿瘤中成药的金额约为 12-18 亿元，增长率高达 22%。08 年中药注射剂受药品不良反应影响，在肿瘤市场增速明显慢于口服剂型。国家自 08 年底开始密切监管中药注射剂的安全性问题，于 09 年 7 月，中药注射剂安全性再评价工作已全面启动。然而，09 年上半年看，经历了风雨后的中药注射剂在肿瘤药中仍占据重要地位，上市公司中丽珠集团和益佰制药的参芪扶正注射液、艾迪注射液增速分别高达 30% 和 46%，原因是市场规范过程中，淘汰了大量以低价、产品质量无充分保证的中药注射剂，而优质的中药注射剂更发挥出优势。随着两产品均进入了新版的《国家医保目录》，预期未来仍能保持高速增长。

另外在心血管领域，中药复方丹参滴丸、步长脑心通、速效救心丸、复方丹参片等产品在临床上广泛运用，中成药在心血管领域平均增长率 17.17%，增速快过西药，前十大品牌市场份额占到 23.38%。

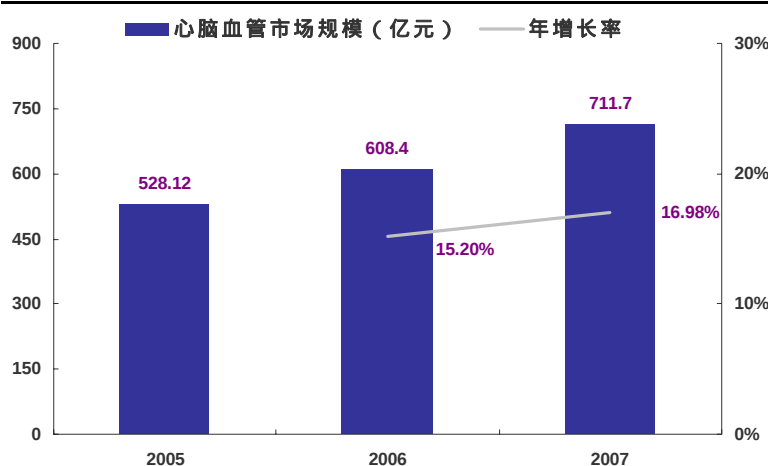
未来我们看好传统中药中有独特资源优势、产品有提价能力的东阿阿胶；现代中药看好产品定位在心血管、肿瘤治疗领域的天士力、益佰制药、金陵药业；以及中药 OTC 龙头企业江中药业。

表 5 2005-2007 年中国心脑血管中成药市场前十品牌市场份额

排序	通用名	厂家	2005	2006	2007
1	复方丹参滴丸	天津天士力制药	6.59%	6.02%	5.32%
2	步长脑心通胶囊	陕西咸阳步长制药	3.58%	3.30%	3.02%
3	通心络胶囊	河北以岭药业	3.44%	3.13%	2.84%
4	地奥心血康胶囊	成都地奥集团	2.99%	2.69%	2.40%
5	脉络宁注射液	南京金陵药业	3.15%	2.70%	2.30%
6	银杏叶片	扬子江药业集团	1.91%	1.86%	1.79%
7	速效救心丸	天津中新药业	2.99%	1.59%	1.78%
8	参脉注射液	石家庄神威药业	2.37%	1.81%	1.59%
9	华佗再造丸	广州奇星药业	1.32%	1.27%	1.20%
10	复方丹参片	广州白云山和记黄埔中药	1.75%	1.20%	1.14%

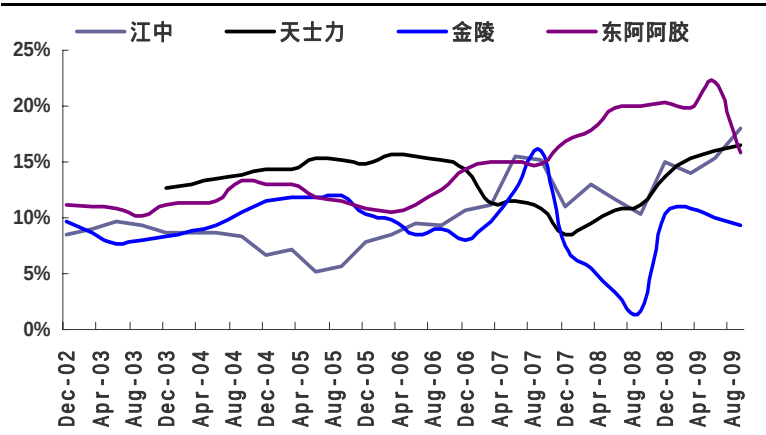
资料来源：南方医药经济研究所、安信证券研究中心

图 26 2005-2007 年中国心脑血管市场规模及走势



资料来源：南方医药经济研究所、安信证券研究中心

图 27 主要推荐中药公司盈利能力 (ROE)



资料来源：Wind 资讯、安信证券研究中心

2.4. 医药商业：集中度加速提升，盈利能力改善显著

比较医药商业上市公司 ROE 趋势、以及整个中国医药商业历年盈利情况，可以看到高度的一致：整个医药商业从 02 年以来，盈利能力整体趋势是逐步提升，其中 2004-2005 年是阶段的低谷，2007-2008 年是个平台期，而 2009 年根据季度 ROE 数据看，商业盈利能力继续提升的趋势不变。

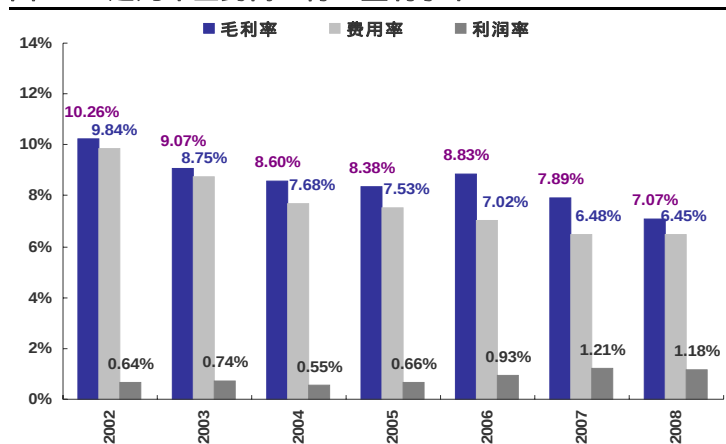
02 年以来医药商业整体毛利率水平是逐年下降的，08 年整个行业毛利率水平为 7.07%，同比下降了 0.82 个百分点。主要原因有几方面：一是行业内竞争加剧，08 年整个医药批发企业有 13,292 家；二是商业对工业企业的议价能力在削弱，很多商业企业仅仅是配送职能，而不具备深度分销能力；三是政策层面影响，自 04 年以来药品降价一直是主旋律，药品集中招标采购也有过三次大的政策规制，影响整个价值链盈利空间被挤压。

而另一方面，医药商业企业规模化、集约化程度加强，物流水平提升，同时内部管理提效，使费用率得到了有效控制。因此 02 年以来医药商业整体盈利能力仍呈现显著上升的趋势。

2004 年是政府强制实施 GSP 认证阶段，当年商业企业数量锐减（商业批发企业仅 7,467 家），通过认证的企业，也同时增加了改造费用。因此 04-05 年医药商业盈利出现阶段的底部。08 年受雪灾、地震等突发因素以及高油价的不利影响，导致物流成本大大提升，同时贷款利率上升导致财务费用处于较高水平，挤压了企业的盈利能力，使行

业的 08 年利润率水平达 1.18%，同比 07 年的 1.21% 下降 0.03 个百分点。但这一情况，在 09 年一、二、三季度逐季得到恢复改善，单季 ROE 水平分别为 10.79%、12.42%、13.33%。

图 28 近几年医药商业行业盈利水平



资料来源：南方医药经济研究所、中国医药商业协会、安信证券研究中心

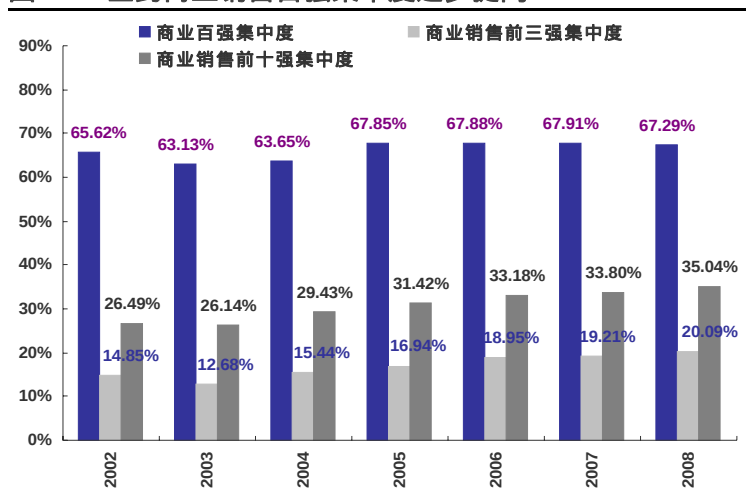
2002-2008 年，商业百强集中度逐步提高。2008 年，医药商业销售额前 20 强企业占全国医药商业销售额的比例达到 43%，利润总额占比达到 63%；平均利润率为 1.58%，高于行业 1.18% 平均水平。前三强、十强、百强占全国医药商业销售额的比例分别达到 20.09%、35.04%、67.29%，行业规模化、集约化特征凸现。

表 6 2008 年医药商业 20 强企业销售规模

排序	公司	销售额 (亿元)	排序	公司	销售额 (亿元)
1	中国医药集团总公司	530	11	哈药集团医药有限公司	49
2	上海市医药股份有限公司	224	12	华东医药股份有限公司	48
3	九州通医药集团股份有限公司	190	13	云南省医药有限公司	44
4	南京医药股份有限公司	148	14	浙江英特药业有限责任公司	41
5	广州医药有限公司	126	15	乐仁堂医药集团股份有限公司	40
6	安徽华源医药股份有限公司	122	16	中信医药实业有限公司	37
7	北京医药股份有限公司	81	17	河北东盛英华集团	36
8	重庆医药股份有限公司	79	18	山东海王银河医药有限公司	36
9	重庆桐君阁股份有限公司	71	19	天津医药集团太平医药有限公司	35
10	四川科伦医药贸易有限公司	55	20	天津天士力医药营销集团有限公司	33

资料来源：南方医药经济研究所、中国医药商业协会、安信证券研究中心

图 29 医药商业销售百强集中度逐步提高



资料来源：南方医药经济研究所、中国医药商业协会、安信证券研究中心

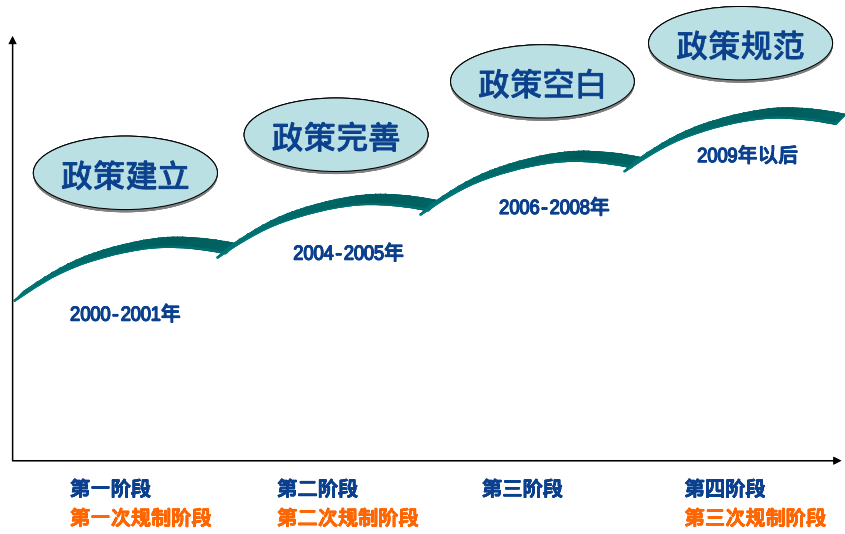
探索以上原因发现：作为价值链条上流通环节的中国商业企业，一贯对政策的敏感度最高。2004 年以来持续多年的药品降价、以及自 2000 年《招标法》实施以来，政府对药品进行集中招标采购三次大的规制，是促使中国医药商业出现整合、集中度不断提高的主要原因。而医药商业企业众多，行业竞争压力大，也是商业企业必须以规模和效益取胜的内在原因。

表 7 2004 年以来药品降价情况

日期	降价调整范围
2004 年 5 月 31 日	国家发展改革委关于降低 24 种抗感染类药品零售价格的通知
2005 年 9 月 28 日	国家发展改革委关于降低头孢呋辛等 22 种药品零售价格的通知
2006 年 6 月 1 日	国家发改委关于制定阿奇霉素等抗肿瘤药品最高零售价格的通知
2006 年 8 月 22 日	国家发改委关于制定青霉素等 99 种抗微生物药品最高零售价格的通知
2006 年 10 月 30 日	国家发改委关于制定华蟾素注射液等 32 种中成药肿瘤用药最高零售价格的通知
2007 年 1 月 22 日	国家发改委关于精氨酸等 354 种药品最高零售价格的通知
2007 年 2 月 12 日	国家发改委关于制定九味羌活颗粒等 278 种中成药内科用药最高零售价格的通知
2007 年 4 月 9 日	国家发改委关于制定追风透骨片等 188 种中成药最高零售价格的通知
2007 年 5 月 9 日	国家发改委关于制定吡喹酮等 260 种药品最高零售价格的通知

资料来源：国家发改委、安信证券研究中心

图 30 中国药品集中招标采购的发展历程



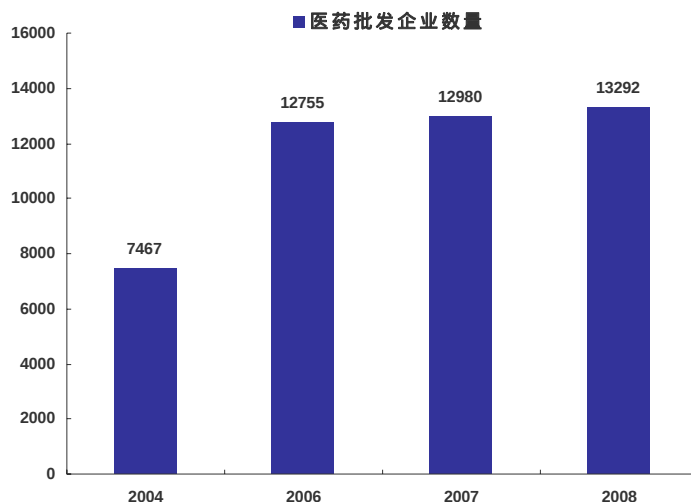
资料来源：南方医药经济研究所、安信证券研究中心

表 8 中国药品集中招标采购三次政策规制

时 间	主要颁布的法律法规
2000 年实施	《中华人民共和国招标投标法》
第一次规制 (2000 - 2001)	国务院办公厅转发国务院体改办等部门关于城镇医药卫生体制改革指导意见的通知 关于印发医疗机构药品集中招标采购试点工作若干规定的通知 药品招标代理机构资格认定及监督管理办法的通知 国务院办公厅转发国务院体改办等部门关于整顿和规范药品市场意见的通知 医疗机构药品集中招标采购工作规范（试行） 医疗机构药品集中招标采购和药品集中议价采购文件范本（试行） 医疗机构药品集中招标采购监督管理暂行办法
第二次规制 (2004 - 2005)	关于进一步规范医疗机构药品集中招标采购的若干规定 集中招标采购药品价格及收费管理暂行规定 药品差比价规制（试行） 关于贯彻执行药品差比价规则（试行）有关问题的通知 互联网药品信息服务管理办法 互联网药品交易服务审批暂行规定 关于加强药品监督管理促进药品现代物流发展的意见 电子认证服务管理办法
第三次规制 (2009 - 至今)	进一步规范医疗机构药品集中采购工作的意见 关于印发《进一步规范医疗机构药品集中采购工作的意见》有关问题说明的通知

资料来源：南方医药经济研究所、安信证券研究中心

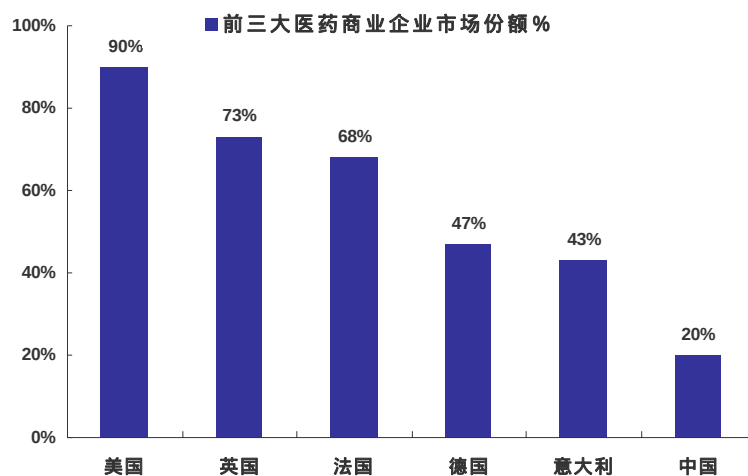
图 31 中国医药批发企业数量



资料来源：南方医药经济研究所、安信证券研究中心

而从国外经验看：在医药商业演变及发展成为成熟市场的过程中，亦会出现整合趋势。根据 Kaiser Foundation 统计数据显示，1975 年至 2000 年，美国医药分销商数目由约 200 家减少到 50 家，同时根据 Booz Allen Hamilton 统计数据显示，1979 年到 2005 年，法国医药分销商数目由 25 家减少到 10 家，英国由 32 家减少到 12 家，德国由 41 家减少到 16 家，意大利由 279 家减少到 138 家。而中国医药商业集中度在提高，但前 3 强市场占有率 20% 与国外同行业相比，仍显得明显偏低。

图 32 世界主要国家医药商业行业市场集中度情况



资料来源：美国：Kaiser Foundation 2005 年资料；英国、法国、德国及意大利：Booz Allen Hamilton 2005 年资料；及中国：中国医药商业协会，2008 年资料，安信证券研究中心

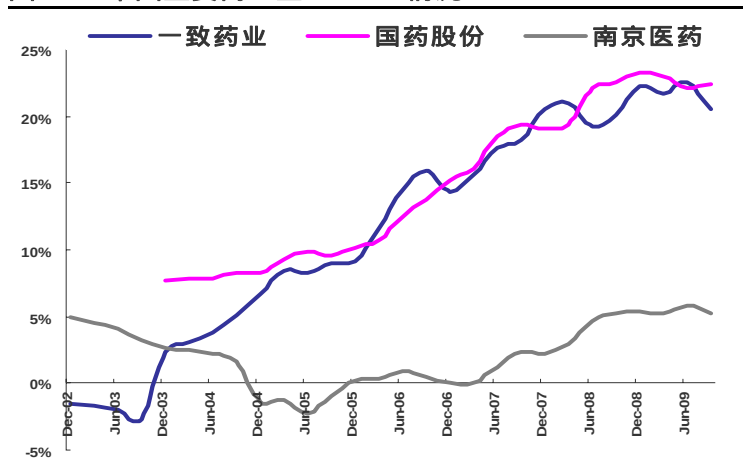
纵观中国医药商业 20 年，商业发展经历了计划经济时期、向市场经济转轨阶段、现阶段是多维立体体系共存阶段，那么未来呢？新医改政策明确提出：基本药物实行公开招标采购，推动药品生产流通企业兼并重组，发展统一配送，实现规模经营，减少中间环节。国家制定基本药物零售指导价格，在指导价格内，由省级人民政府根据招标情况确定本地区的统一采购价格。由此可见，中国的新医改将引导中国医药商业走向纵深，但不会改变行业走向集中的大趋势，未来医药商业将孕含着更多的投资机会。我们将重点关注国药股份、一致药业、南京医药。

图 33 中国医疗流通企业的发展历程



资料来源：南方医药经济研究所、安信证券研究中心

图 34 中国主要商业企业 ROE 情况



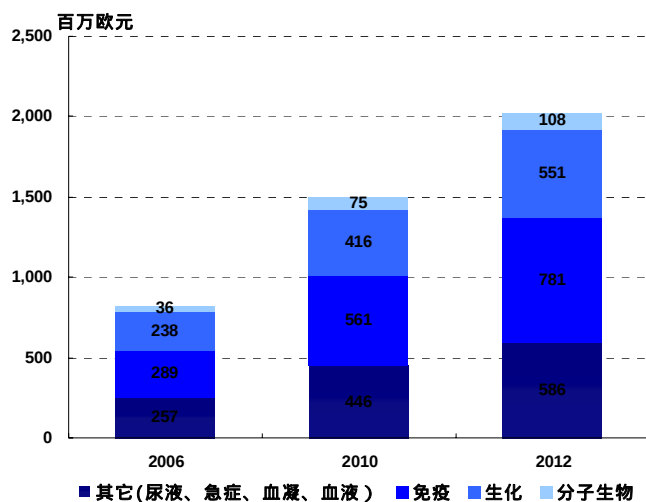
资料来源：wind 资讯、安信证券研究中心

2.5. 生物疫苗和诊断试剂：受益于公共卫生服务均等化

新医改将促进基本公共卫生服务逐步均等化，注重疾病的防控。近三年将提高公共卫生服务经费标准，09、2011 年人均经费分别不低于 15 元、20 元。从 2009 年开始，逐步在全国统一建立居民健康档案，并规范管理。定期为老、幼、孕产妇做健康检查，为高血压、糖尿病等人群提供防治指导。增加国家重大公共卫生服务项目。继续实施结核病、艾滋病等重大疾病防控和国家免疫规划。按照新医改每人每年新增 15 元（2011 年为 20 元）公共卫生服务经费测算，则三年增加医疗开支 $13 \text{ 亿} \times 15 \text{ 元} \times 2 + 13 \text{ 亿} \times 20 \text{ 元} = 650 \text{ 亿元}$ 。诊断试剂和生物疫苗产业将直接获益。疫苗类上市公司因前期甲型 H1N1 流感疫情，短期涨幅较大；我们重点推荐甲流中同样反映灵敏、但估值较合理的诊断试剂行业中的龙头公司科华生物。在国家医改、“十一五”发展规划、以及国家即将推行血液制品的强制核酸检测等大的政策背景支持下，将给诊断试剂行业带

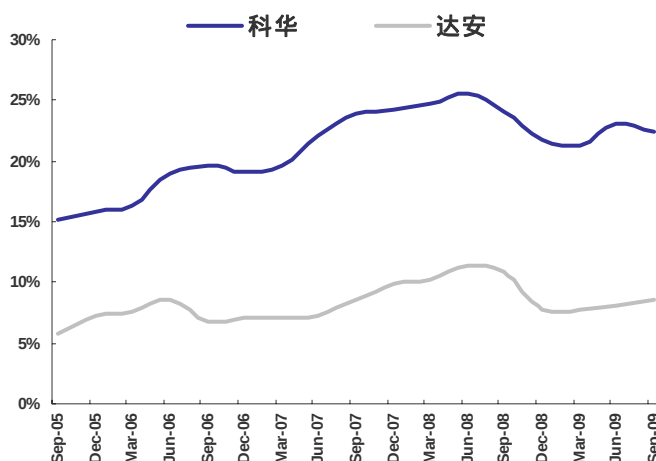
来巨大的增量，我们预期未来几年科华生物作为行业龙头公司将快速成长。

图 35 未来五年中国诊断试剂行业情况



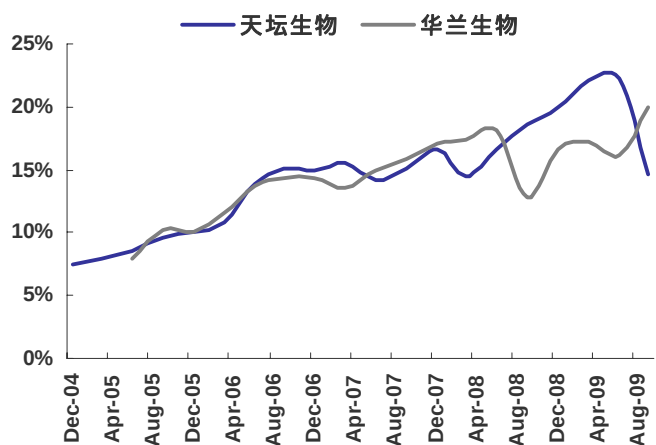
数据来源：Kalorama information，安信证券研究中心

图 36 中国主要诊断试剂公司 ROE



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 37 中国主要生物疫苗公司 ROE



资料来源：wind、安信证券研究中心

2.6. 医疗器械：受益于基层卫生医疗服务体系规划

新医改中医疗器械行业也必将扩容。2009 年 7 月，卫生部召开医疗器械集中采购发布会表示，卫生部汇同发改委启动了健全基层卫生医疗服务体系规划，到 2011 年，计划总投资 1,000 亿元。预期未来几年中低端医疗设备的需求将在国家政策刺激下加速释放，国内医疗器械企业将凭借价格和成本优势仍保持快速成长。

3. 原料药未来仍存投资机会

3.1. 环保新政有利于行业集中度提升

中国原料药行业从依赖进口发展到全球第一大原料药出口国，巨大的跃变与全球原料药产业转移有关，同时与国家政策支持分不开。国家无论从税收、产业结构调整、外商企业投资政策等各方面，均支持民族工业、鼓励创新。然而，国家发展经济过程中，誓卫绿色环境的决心也日益彰显。继 2008 年《制药业环保新标准》出台以来，2009 年 9 月出台的《国家环境保护标准》旨在指导和规范制药建设项目对环境影响的评价。环保再次重拳出击，过程和事后管理延伸到立项建设期管理，先治污再建厂是原料药行业日后监管的重心。在这样的政策环境下，原料药厂的环保成本将加大，行业进入壁垒将提高，有利于行业集中度的进一步提升。

表 9 近几年中国原料药行业政策汇总

国家部委	相 关 政 策	政 策 描 述	发布时间	对 行 业 的 影 响
税务局	《调整出口退税政策》	维生素 A、维生素 E 出口退税率由 13% 调高为 17%。而维生素 C 和 B 族为 13%，青霉素为 15%	Sep-06	重点鼓励脂溶性维生素技术创新、提高行业盈利水平
农业部	《饲料业“十一五”发展规划》	大力发展饲料添加剂工业，提升饲料工业水平，继续拓展饲料添加剂工业生产领域，重点扶持氨基酸、维生素工业。	Nov-06	刺激下游需求，促进维生素行业发展
国务院	《外商投资产业指导目录（2007 年修订）》	限制外商在医药方面的投资的目录包括：维生素 B1、维生素 B2、维生素 C、维生素 E、多种维生素制剂和口服钙剂生产。	Dec-07	减少外企在中国建厂，外企调整产品策略，转产复合多维、食品添加剂。中国企业扩大了生存空间。
环保部	《制药业环保新标准》	首个针对制药业制订的环保标准，严格程度超过美国	Aug-08	环保成本增高，提高产业进入壁垒和行业集中度
工信部	《产业结构调整指导目录 2008 年本》（征求意见稿）	鼓励关键中间体开发生产，原料药清洁生产工艺开发，限制青霉素、维生素 C 原料项目	Nov-08	鼓励创新、环保，限制低水平的重复建设
环保部	《国家环境保护标准-环境影响评价技术导则 制药建设项目》（征求意见稿）	指导和规范制药建设项目环境影响评价工作	Sep-09	制药业先治污后发展是趋势

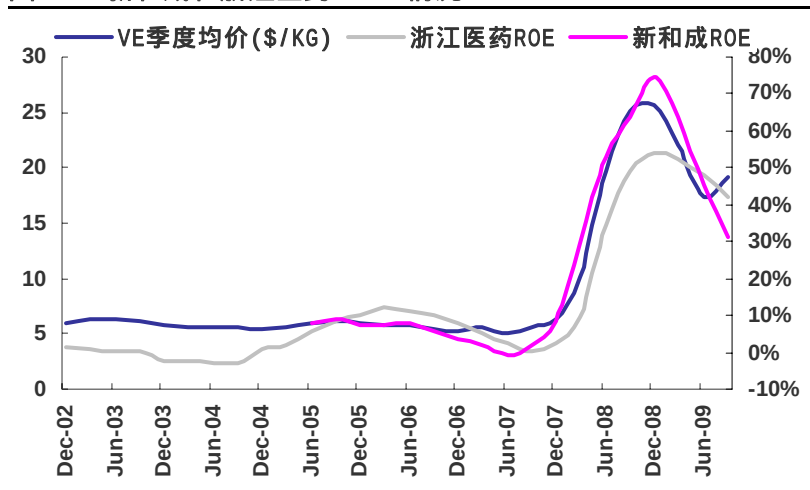
数据来源：万方数据，博亚和讯，中国海关律师网，安信证券研究中心

3.2. 大宗原料药：寡头垄断、技术创新是关键

原料药分为大宗原料药和特色原料药，分类或源于对印度制药业产业链的发展研究：印度制药产业经历了“20 世纪 80 年代大宗原料药出口，90 年代发展特色原料药，90 年代末向下游整合非专利制剂药，现阶段进入独立知识产权的新药研发”这一产业变迁过程，被业内称之为“印度模式”，其核心是产品升级和产业链升级。青霉素工业盐、维生素均属于大宗原料药。“特色原料药”是相对于大宗原料药而言，具有高附加值的原料药，如专利即将过期或者刚刚过期的，并且在世界范围内有重磅级销售水平的原料药。

大宗原料药中脂溶性维生素、尤其是维生素 E 的产能集中度最高，呈寡头垄断的竞争格局。而且受合成工艺技术难度高、关键中间体难获得、环保投入大等因素影响，未来产能扩增较难；而下游饲料工业发展则带动需求刚性稳定增长。因此维生素 E 近年将持续供应偏紧、成为企业的现金牛业务，同时国内维生素 E 龙头浙江医药、新和成技术领先，通过产品创新、产业升级，将不断培育新的利润增长点，未来企业盈利能力有可能进一步回升。

图 38 新和成和浙江医药 ROE 情况

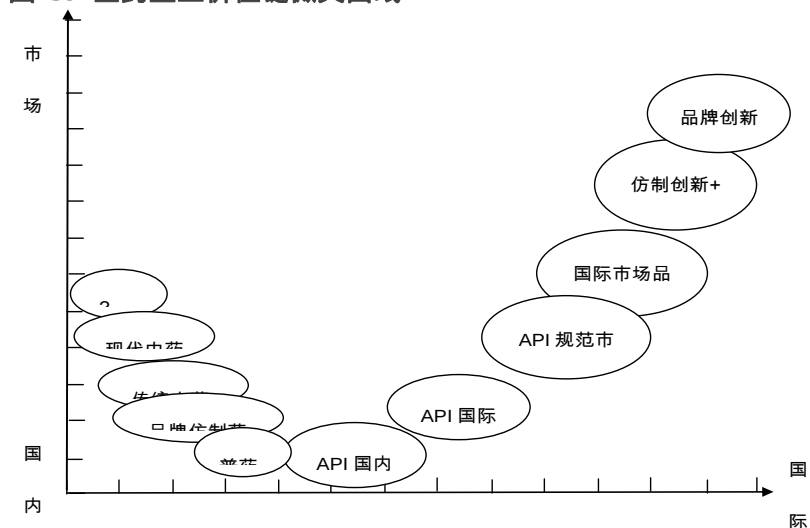


数据来源：健康网、wind、安信证券研究中心

3.3. 特色原料药：分享国际仿制药快速成长

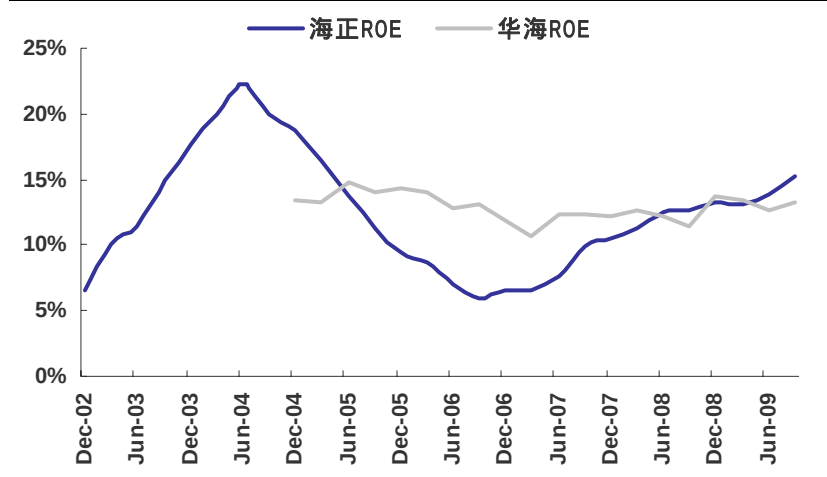
国内特色原料药旗舰企业是华海药业和海正药业，两个企业多年来已掌握一定的避专利工艺技术，在规范市场有一定的药品国际认证的经验。未来几年，业界普遍认为：仿制药全球的黄金期即将到来，主要原因有三方面：一是经济不景气、各国政府公共卫生支出压力大，政策方面均越发重视非专利药；二是未来 5 年将将有年销售额达到史无前例的 1,370 亿美元的专利药失去保护，范围涉及到溃疡、降压、调脂、抗菌、抗肿瘤等需求巨大的市场；三是专利药企业对仿制药企缺乏足够的重视。企业情报机构 Cutting Edge Information 公司调研情况显示：只有 34% 的专利药公司在品牌药推出早期会考虑与仿制药竞争并做出规划。我们预期，未来两年，两企业将逐步成为规范市场的国际原料药 (API) 企业，分享国际仿制药的快速增长；同时产业升级、向制剂转型也是两企业未来平滑原料药价格波动影响、保持稳定增长的最佳途径。

图 39 医药工业价值链微笑曲线



数据来源：安信证券研究中心

图 40 海正药业和华海药业 ROE 情况



数据来源：wind、安信证券研究中心

4. 新医改加速行业并购重组

除了从行业角度上进行了梳理和细分以外；从投资风格角度上，我们未来将重点关注重组股。据 Thomson Reuters 公司统计，2009 年上半年全球并购总额 9,420 亿美元，同比降低了 40%，创下 5 年新低。但医药类并购十分活跃，成为经济低迷期企业并购的亮点。大的国际并购包括美国辉瑞并购惠氏，罗氏并购基因泰克；国内并购有国药和中生集团、上药集团、上实集团并购重组。未来，在医改大的政策变革中，工、商企业通过并购重组，获得产品、品牌、技术、渠道等情况将更加普遍，未来规模化、专业化企业并存将是行业发展趋势。明年并购方面我们重点关注的是现代制药、华邦制药、上药集团和广药集团重组。

表 10 2009 年全球市场医药并购情况

年代	收购方(国别)	被收购方(国别)	交易金额	交易方式
2009 年	辉瑞公司(美国)	惠氏公司(美国)	680(亿美元)	收购
2009 年	罗氏公司(瑞士)	基因泰克(美国)	468(亿美元)	收购
2009 年	默克公司(美国)	先灵葆雅(美国)	411(亿美元)	收购
2009 年	雅培(美国)	眼力健(美国)	28(亿美元)	收购
2009 年	罗氏公司(瑞士)	Innovatis(德国)	1500(万欧元)	收购
2009 年	葛兰素史克(英国)	Stiefel 实验室(美国)	36(亿美元)	收购
2009 年	百时美施贵宝(美国)	Medarex(英国)	24(亿美元)	收购
2009 年	赛诺菲安万特(法国)	Meril	40(亿美元)	收购
年代	收购方	被收购方	交易金额	交易方式
2009 年	上海医药	上实医药、中西药业	95(亿元人民币)	换股吸收合并
2009 年	华邦制药	北京颖泰公司	评估价未确定	换股吸收合并
2009 年	仁和药业	江西航天泰力士药业	0.18(亿人民币)	收购
2009 年	仁和药业	药都仁和	2.19(亿元人民币)	收购
2009 年	仁和药业	康美医药保健品公司	3.96(亿元人民币)	收购
2009 年	现代制药	医工股份	0.53(亿人民币)	收购
2009 年	天坛生物	成都蓉生等资产	6.3(亿人民币)	定向增发、现金购买资产
2009 年	现代制药大股东医工院	现代制剂中心	0.78(亿人民币)	医工院受让制剂中心持现代制药的 1000 万股股权

数据来源：南方医药经济研究所、安信证券研究中心

5. 重点公司盈利预测及投资评级

证券代码	公司名称	现价(元)	每股收益(元)			市盈率(X)			目标价 (元)	投资评级
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E		
600216.SH	浙江医药	33.81	2.16	2.40	2.80	16	14	12	42	增持-A
002001.SZ	新和成	48.88	4.02	2.92	3.46	12	17	14	51.0	增持-A
002038.SZ	双鹭药业	48.49	0.87	1.12	1.46	56	43	33	54.8	增持-A
600276.SH	恒瑞医药	49.99	0.82	1.09	1.30	61	46	38	52	增持-A
600380.SH	健康元	10.80	(0.02)	0.40	0.50	--	27	22	12.6	增持-A
002022.SZ	科华生物	22.41	0.53	0.52	0.68	42	43	33	23.8	增持-A
000513.SZ	丽珠集团	40.20	0.18	1.48	1.64	223	27	25	49.2	买入-A
002004.SZ	华邦制药	41.16	0.67	0.92	1.19	61	45	35	41.7	增持-A
000963.SZ	华东医药	18.84	0.39	0.60	0.75	48	31	25	22.5	增持-A
600420.SH	现代制药	14.56	0.19	0.33	0.45	77	44	32	18	增持-A
600062.SH	双鹤药业	23.96	0.82	0.88	1.04	29	27	23	26.4	增持-A
600064.SH	哈药股份	19.41	0.69	0.75	0.86	28	26	23	21.0	增持-A
600594.SH	益佰制药	18.39	0.42	0.55	0.74	44	33	25	22.2	增持-A
600750.SH	江中药业	24.61	0.44	0.54	0.65	56	46	38	26	增持-A
600535.SH	天士力	24.51	0.52	0.64	0.76	47	38	32	26.6	增持-A
000919.SZ	金陵药业	14.30	0.16	0.41	0.45	89	35	32	15.75	增持-A
000423.SZ	东阿阿胶	23.40	0.55	0.54	0.65	43	43	36	26	增持-A

数据来源：wind、安信证券研究中心，时间为 09 年 12 月 3 日。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

南方

021-68765206

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

李瑾

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

lijin@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

张勤

021-68763879

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034