

2009 年 12 月 18 日

医药行业

看好

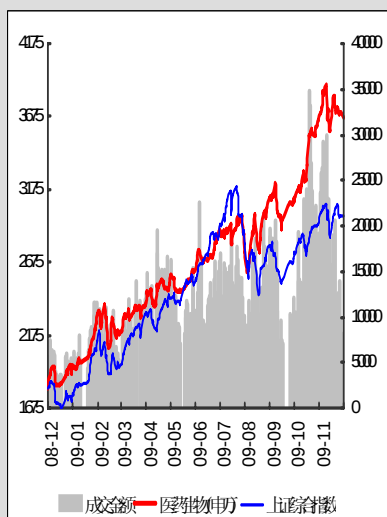
医药行业研究员

李伟志

010-88086830-676

liwz@rxzq.com.cn

医药行业与上证指数走势对比图



其它相关报告:

2009. 9. 7 抗肿瘤行业深度
研究 - 大类别、大
目录、大发展

2009. 5 生物制药行业系列
报告一、二、三

2010 年医药行业投资策略

-- 蜕变 中国医药行业的黄金 10 年启航

投资要点

- **北美地区继续保持强势地位、新兴市场发展迅猛。**从近几年的药品销售情况来看，全球药品销售 2008 年合计为 7732 亿美元，同比增长 15%，过去 7 年复合增长率 16%，增长平稳，其中北美地区药品销售额 3118 亿美元，同比增长 2%，增速下滑明显；而欧盟地区在瑞士、德国等医药巨头的带领下发展较为迅速，2008 年实现 2475 亿美元的收入，同比增长 20%；而亚非澳等新兴市场在中国和印度等国家的带动下持续提升，并在 2007 年首次超过日本成为第三大药品销售区域，2008 年达到 908 亿美元的收入，同比增长 46%，我们认为亚非澳地区这种快速增长势头还会持续下去，未来有望与北美和欧盟共同形成三足鼎力的局面。
- **医改政策促使中国医药行业开始新的旅程。**目前我国的医药行业发展情形非常类似于 1980 - 2000 年美国 and 欧洲医药行业的黄金成长时期，政府积极推行医疗体制改革，鼓励创新并提供资金，而今年的 2009 年国务院颁布的扶持中药产业政策、生物医药产业政策等等就非常类似当时的美欧，前期发改委正在联合有关部门编制生物产业发展‘十二五’规划，促进生物产业集群化和国际化发展。我们预计未来医药企业将会强者恒强，细分领域的小型医药企业快速发展，优质大中型企业巨头会陆续诞生，行业集中度不断提升。IMS 数据显示 2009 年中国医药市场将成为世界第 7 大市场，预计在 2020 年市场容量超过 2,000 亿美元，成为仅次于美国的全球第 2 大市场，所以我们认为中国医药行业新一轮 10 年的快速发展将从今天开始。
- **投资策略。**从市场需求来看，预计未来三年基本药物将会推广到全国各个农村，城市大中小型医疗卫生机构，而未来三年药品需求量增长可能在 15% - 20% 之间，而药品市场是由基本药物、医保目录药物和非医保目录药物构成，基本药物目录的药物增长可能会达到 30% 以上，医保目录药物 20% - 30%，而非医保目录药物会低于 10%，这样进入基本药物目录和医保目录的医药生产企业会借此契机得到快速发展的机会，重点关注进入目录的独家产品生产企业；此外建议关注原料药子行业小品种维生素的价格变化，例如广济药业的 VB2 和鑫富药业的 VB5；生物制药的龙头企业双鹭药业和通化东宝 2010 年可能会是公司新一轮业绩提升的拐点；2010 年资产重组和央企整合仍然是市场热点之一。

目录

1、全球医药行业回顾和展望	3
1.1 世界制药业发展历程－原始药、创新药、仿制药三步走	3
1.2 世界制药业区域分析－北美地区继续保持强势地位、新兴市场发展迅猛	4
1.3 世界制药业发展类别分析－生物技术带动抗肿瘤药物快速发展	5
1.4 世界制药业未来发展方向－创新药与仿制药共同发展	7
2、我国医药行业回顾和展望	8
2.1 2009 年医药行业市场回顾－主题概念性投资引领全年医药行业的走势	8
2.2 2005－2009 年医药业绩回顾－行业增速整体放缓，中药和生物制药子行业增速加快	10
2.3 估值讨论－估值处于合理区间	14
2.4 我国医药行业未来展望－新一轮 10 年的快速发展将从今天开始	15
3、2010 年医药行业投资策略	16
3.1 原料药子行业开始复苏－建议关注小品种的原料药企业	16
3.2 中药子行业业绩增长可能会超预期－建议关注进入目录的独家产品企业	17
3.3 生物制药子行业增长可能会加快－建议关注龙头企业	20
3.4 资产重组可能会造就新的医药黑马	20
4、重点公司推荐	21
4.1 紫鑫药业（002118）	21
4.2 鑫富药业（002019）	21

1、全球医药行业回顾和展望

1.1 世界制药业发展历程 - 原始药、创新药、仿制药三步走

第一阶段：1800 - 1930 年，原始药物：天然药物提取与合成化学的发展，合成化学和药理学的应用，发现阿司匹林、扑热息痛；一批医药企业开始从药房发展成为药品生产商，例如德国先灵、瑞士罗氏、美国礼来等等，这个时期主要以植物提取为主。

第二阶段：1930 - 1960 年，创新药物起步：新药研究转为天然物质修饰和新化合物的合成，但是新药研究的不完善导致死亡率攀升，各个国家开始重视药品监管并颁布相关法律法规，例如英国在 1956 年颁布《药品法》对相关新药进行管理、测试并制定生产标准。

第三阶段：1960 - 1980 年，创新药物快速发展：在 1970 - 1980 年这 10 年间众多专科创新药物出现，各国医药行业法规不断出台并逐步完善。但是由于仿制药的研究时间与创新药相差较小，所以过期的专科创新药物没有仿制药的竞争，国际仿制药物几乎可以用空白来形容。

第四阶段：1980 - 2000 年，生物制药与仿制药迅猛发展：全球医药行业最繁荣的时期，由于 1980 年美国国会颁布法案，生物医药技术公司可以申请专利，并鼓励早期处于研发阶段的生物技术企业上市融资，生物制药快速发展。此外，1984 年美国（Hatch-Waxman Act）的颁发为仿制药公司对专利品牌药竞争提供了法律依据并给予仿制药更好的上市机会。

第五阶段：2000 - 至今，专利创新药数量减少，仿制药销量快速上升：市场竞争非常激烈，2007 年美国 100 个生物药品专利到期，跨国药企新药上市数量减少，大规模并购层出不穷，仿制药的快速上量导致各国政府和药企降低药费，全球医药行业开始进入平稳发展时期。

资料来源：WHO 日信证券

1.2 世界制药业区域分析 - 北美地区继续保持强势地位、新兴市场发展迅猛

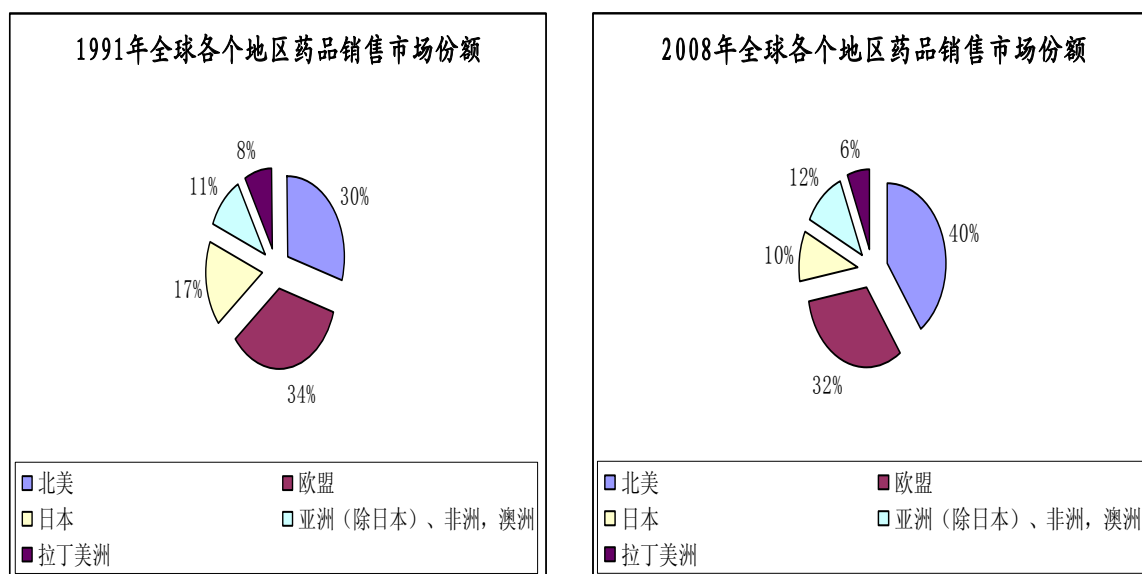
从过去 20 年的市场份额来看，世界上各个地区药品销售市场发生了较大的变革，从地区药品销售市场份额来看，1991 年到 2008 年 20 年间北美和欧盟两大区域在全球市场的份额迅速提升（64% 到 72%），但是两大区域有分化情况，北美市场在美国这个全球顶尖医药市场的带动下市场份额大幅度增加（30% 到 40%），而欧盟地区市场份额有小幅下降（34% 到 32%），除此之外，日本在全球地区的药品销售市场份额也在下降（17% 到 10%）。

从近几年的药品销售情况来看，全球药品销售 2008 年合计为 7732 亿美元，同比增长 15%，过去 7 年复合增长率 16%，增长平稳，其中北美地区药品销售额 3118 亿美元，同比增长 2%，增速下滑明显；而欧盟地区在瑞士、德国等医药巨头的带领下发展较为迅速，2008 年实现 2475 亿美元的收入，同比增长 20%；而亚非澳等新兴市场在中国和印度等国家的带动下持续提升，并在 2007 年首次超过日本成为第三大药品销售区域，2008 年达到 908 亿美元的收入，同比增长 46%，我们认为亚非澳地区这种快速增长势头还会持续下去，未来有望与北美和欧盟共同形成三足鼎力的局面。

2002 - 2008 年全球各地区药品销售情况（亿美元）

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
北美	2036	2295	2480	2657	2901	3045	3118
增长率		13%	8%	7%	9%	5%	2%
欧盟	906	1154	1440	1695	1856	2062	2475
增长率		27%	25%	18%	9%	11%	20%
日本	469	524	580	603	640	585	766
增长率		12%	11%	4%	6%	-9%	31%
亚（除日本）非和澳	316	373	400	464	560	622	908
增长率		18%	7%	16%	21%	11%	46%
拉丁美洲	165	174	190	240	336	396	465
增长率		5%	9%	26%	40%	18%	17%
合计	3892	4520	5090	5659	6293	6710	7732
增长率		16%	13%	11%	11%	7%	15%

数据来源：IMS Health 日信证券



数据来源：IMS Health 日信证券

1.3 世界制药业发展类别分析 - 生物技术带动抗肿瘤药物快速发展

IMS 数据显示，2008 年全球抗肿瘤药物销售额达到 482 亿美元，同比大幅度增长 15.5%，销售额在处方药所有类别中连续两年排名第一，过去 5 年年均增长率达到 25%，其增长率在前 10 位用药类别中最高，目前来看抗肿瘤药物市场的集中度还是较高的，10 家大型制药公司的销售额已经占到抗肿瘤药市场 75% 的份额。但是随着其它公司的不断进入，其市场集中度有可能分散。根据 IMS 的预测，2009 年全球医药市场将以 4.5% - 5.5% 的速度增长，整体规模在 8200 亿美元。其中肿瘤治疗药增长率为 15% - 16%，HIV 治疗药 13% - 14%，生物药品 11% - 12%。而其它类别的药物相对应的通用名处方药由于多个畅销药物专利到期销售额大的药品较少，因而增长率仅有 2% - 3%。

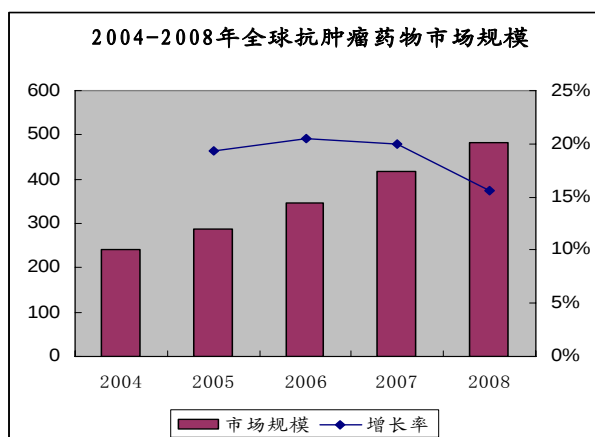
2008 年全球批准上市的新分子实体 22 个和新生物药品 5 个，共 27 个，其中有多数抗肿瘤药。目前针对癌症全世界共有近 2000 个分子正处于研究阶段，很多公司希望能够发现新型治疗方式来攻克这一病症，而已在临床使用的抗肿瘤药物还将增加 230 多个新适应症。

此外，生物制药继续保持快速发展，其中的子领域单克隆抗体是近年来复合增长率最大的一类抗体药物，1999 年全球单克隆抗体药物的市场销售额只有 12 亿美元，2002 年已经达到 40 亿美元，2004 年全球销售额大约在 103 亿美元，其中 8 种销售额最大的单克隆抗体药

物销售额达到 101 亿美元，其年均增长率超过 150%。据美国 FDA 预计，2010 年单克隆抗体全球销售额将达到 260 亿美元，单克隆抗体药物在未来 10 年内将会成为全球生物医药领域发展的主旋律，随着已上市品种的不断增长以及新品种的上市，单克隆抗体药物市场将会迅速攀升。

2004-2008 年全球处方药市场分类别用药销售排名情况 (亿美元)

治疗类别	2004	2005	2006	2007	2008
抗肿瘤药	242	289	348	417	482
增长率		19.4%	20.4%	19.8%	15.6%
降血脂药	307	328	353	338	338
增长率		6.8%	7.6%	-4.2%	0.0%
呼吸系统药物	195	223	249	289	313
增长率		14.4%	11.7%	16.1%	8.3%
抗糖尿病药	168	188	213	243	273
增长率		11.9%	13.3%	14.1%	12.3%
质子泵抑制剂	220	232	242	258	265
增长率		5.5%	4.3%	6.6%	2.7%
血管紧张素 II 拮抗剂	121	144	165	194	229
增长率		19.0%	14.6%	17.6%	18.0%
抗精神病药	147	164	182	208	229
增长率		11.6%	11.0%	14.3%	10.1%
抗抑郁药	206	199	207	198	203
增长率		-3.4%	4.0%	-4.3%	2.5%
抗癫痫药	116	118	131	153	169
增长率		1.7%	11.0%	16.8%	10.5%
自身免疫剂	67	88	107	133	159
增长率		31.3%	21.6%	24.3%	19.5%



数据来源：南方医药经济研究所 日信证券

1.4 世界制药业未来发展方向 - 创新药与仿制药共同发展

从过去 10 年来看，专利创新药物数量在减少，而仿制药销量快速上升，医药行业市场竞争非常激烈，主要原因是以美国为首的发达国家鼓励国民使用非专利药，2007 年非专利药物的处方量占总处方量的 67.3%，而在 10 年以前这一数字是低于 50% 的，此外 2007 年美国药监局只批准了 14 个创新药物，而处方量销售排名美国前 10 大药企的 1、2、5、6 都是一些非专利医药企业。可以说仿制药企借此机会获得了长足的发展，但是我们认为未来全球创新药和仿制药将会均衡发展，只有鼓励企业不断研发出新的药物，医药行业及仿制药才能获得继续发展的机会，否则行业将会抄袭成风，停滞不前，大量药企会等待其它创新药企专利保护的到期来获得发展。

此外，未来医药行业的并购重组尤其是跨国并购将会继续增多，规模也会越来越大，在 2006 年安进公司并购 Abgenix 时的交易金额只有 22 亿美元，而在 2009 年瑞士罗氏制药并购基因泰克的交易金额高达 468 亿美元，4 年的时间交易金额增幅超过 20 倍；持续的高研发投入将会催生更多的新药上市，以美国为例，过去三年研发投入一直保持在 300 亿美元以上，占收入比高达 37% - 38%，而生物药类别在研药物超过 500 个，正是这种持续不断的高投入促生了大量新药的出现，最终推动了医药行业持续稳定的增长。

年份	收购方	被收购方	交易金额
2009	罗氏公司	基因泰克	468 亿美元
2009	罗氏公司	Innovatis	1500 万欧元
2008	武田制药	Millennium	88 亿美元
2008	Teva 制药	Barr	74.6 亿美元
2007	基因泰克	Tanox	9.19 亿美元
2007	葛兰素史克	Domantis	4.54 亿美元
2006	安进	Abgenix	22 亿美元

资料来源：南方医药经济研究所 日信证券

2006 - 2008 年美国医药行业研发投入情况

亿美元	2006	2007	2008
销售额	784	848	924
增长率		8%	9%
研发投入	299	318	343
增长率		6%	8%
研发占收入比	38%	38%	37%

数据来源：南方医药经济研究所 日信证券

2、我国医药行业回顾和展望

2.1 2009 年医药行业市场回顾 - 主题概念性投资引领全年医药行业的走势

从 2009 年医药行业整体走势来看,申万医药行业指数涨幅为 100%,跑赢上证指数 27 个百分点,尤其是在下半年整体市场走势低迷的情况下成为唯一的一个市场亮点。而从全年来看,其指数涨幅在所有申万 23 个行业中排名第 15 位,处于中下游水平。主要原因为医药生物是非周期性行业,其行业波动性远远低于有色金属和房地产等周期性行业,我们可以看到在 08 年上证指数跌幅高达 65%的情况下,医药行业指数只跌了 45%,跑赢上证指数 20 个百分点,而目前其指数已经超过 2007 年的最高水平,如果从 3 年更长的时间跨度来看,医药行业是远远跑赢大盘的。

从医药板块个股涨跌幅来看,整个 2009 年全年都是以主题性概念投资为主,其中涨幅前 20 名的公司中的 10 家公司涉及资产置换/重组等题材,3 家涉及在 4 月下旬全球爆发的甲型 H1N1 流感病毒概念,4 家涉及小盘医药炒作概念股,而这些公司大都是 08 年股价跌幅较大,流通盘较小的个股,业绩和估值无从谈起,远远超过理性的投资范围。只有三家公司的涨幅是由于基本面改善而有业绩支持的公司(中恒集团、人福科技和武汉健民)。而从行业跌幅后 20 名的公司来看,除了 5 家业绩和基本面较差的公司外,其余 15 家公司都是可以被称为白马股的优质医药公司,这种奇怪的现象一直体现在全年医药股的走势中,我们的解释是这些公司其实在 2008 年市场大幅度下跌时跌幅都很小,例如双鹭药业和通化东宝 08 年医药板块涨幅前两位的公司,所以资金需要流动并转入跌幅较大的医药公司以及周期性行业公司,所以这些白马股全年表现都较差,未来他们是需要新的政策及事件来提升业绩和估值。

2009 年年初到 12 月 9 日申万行业指数排名情况

板块名称	涨跌幅排名
有色金属	190%
交运设备	187%
采掘	174%
家用电器	147%
房地产	141%
电子元器件	137%
综合	136%
餐饮旅游	132%

纺织服装	121%
轻工制造	120%
信息设备	117%
商业贸易	107%
食品饮料	106%
机械设备	106%
医药生物	100%
化工	100%
金融服务	95%
黑色金属	94%
农林牧渔	92%
交通运输	77%
上证指数	73%
建筑建材	70%
信息服务	69%
公用事业	53%

数据来源: Wind 日信证券

2009 年医药行业涨幅前 20 名公司

证券代码	证券简称	2009.1.5	2009.12.9	区间涨跌幅排名
000078.SZ	海王生物	3.25	19.14	488.9%
600252.SH	中恒集团	5.24	27.45	423.5%
002166.SZ	莱茵生物	10.03	42.01	318.8%
600568.SH	中珠控股	4.98	20.03	302.2%
600421.SH	*ST 国药	2.61	9.55	265.9%
600223.SH	ST 鲁置业	3.80	13.64	258.9%
002016.SZ	世荣兆业	4.09	13.69	234.7%
600866.SH	星湖科技	3.70	12.30	232.4%
600297.SH	美罗药业	3.10	9.70	212.9%
600079.SH	人福科技	4.58	14.28	212.0%
000788.SZ	西南合成	5.02	15.18	202.4%
600466.SH	迪康药业	3.73	11.20	200.3%
600976.SH	武汉健民	4.85	14.56	199.9%
002004.SZ	华邦制药	13.15	38.98	196.3%
600773.SH	*ST 雅砻	3.12	9.22	195.5%
600222.SH	太龙药业	3.55	10.49	195.5%
600538.SH	北海国发	3.01	8.65	187.4%
002219.SZ	独一味	9.47	26.96	184.7%
000607.SZ	华立药业	2.82	7.93	181.2%

数据来源: Wind 日信证券

2009 年医药行业涨幅后 20 名公司				
证券代码	证券简称	2009.1.5	2009.12.9	区间涨跌幅排名
600085.SH	同仁堂	12.66	20.39	61.0%
000028.SZ	一致药业	16.94	27.20	60.5%
000545.SZ	吉林制药	6.60	10.40	57.6%
000538.SZ	云南白药	33.83	53.09	56.9%
600664.SH	哈药股份	11.51	18.05	56.8%
600529.SH	山东药玻	9.70	15.19	56.6%
600276.SH	恒瑞医药	31.92	49.04	53.6%
600267.SH	海正药业	14.85	22.30	50.2%
600557.SH	康缘药业	14.20	21.20	49.3%
600488.SH	天药股份	5.92	8.83	49.2%
000790.SZ	华神集团	6.35	9.46	49.0%
000999.SZ	三九医药	14.43	21.12	46.3%
002118.SZ	紫鑫药业	13.94	19.40	39.1%
002252.SZ	上海莱士	24.53	33.40	36.2%
600556.SH	*ST 北生	3.06	4.09	33.7%
002022.SZ	科华生物	17.02	22.06	29.6%
002038.SZ	双鹭药业	35.78	46.00	28.6%
600829.SH	三精制药	15.62	19.79	26.7%
600062.SH	双鹤药业	20.27	22.97	13.3%
600867.SH	通化东宝	11.35	12.80	12.8%

数据来源: Wind 日信证券

2.2 2005 - 2009 年医药行业业绩回顾-行业增速整体放缓，中药和生物制药子行业增速加快

由于 2009 年上市公司年度报告未出，这里我们假设用医药行业上市公司的三季度报告数据乘以 4/3 来作为 2009 年的参考标的。剔除掉 st 公司，2009 年医药行业上市公司整体实现营业收入和净利润分别为 2331 亿元和 168 亿元，同比增长 11.73% 和 22.6%。从过去 5 年来看，医药行业收入增长一直保持在 12% 以上，整体运行情况平稳，而从净利润增长来看，在经历了 2007 年超过 70% 的利润增长之后，2008 年和 2009 受到金融危机的影响，增速下滑明显，2009 年行业上市公司净利润增长在 23% 左右。

从各个子行业的运行情况来看,原料药行业 20 家上市公司 2009 年共实现 356 亿元的收入,同比增长 6.15%,净利润 28 亿元,同比下降 26%,增速下滑趋势非常明显;收入增长放缓和净利润下降的原因为原料药子行业属于医药行业中的周期性行业,我们国家大多数原料药企业的产品都是出口,所以供需变化对公司产品价格影响较大,而 2008-2009 年爆发的全球金融危机导致下游需求大幅度萎缩,再加上上游化工产品的价格上涨,所以导致 2009 年子行业毛利率的下滑(同比下降接近两个百分点)最终影响了行业的净利润。但是随着明年全球经济的逐步复苏,我们认为下游养殖业需求将会增加,今年四季度已经出现这种迹象,从而可能推动原料药行业新一轮的上涨周期。

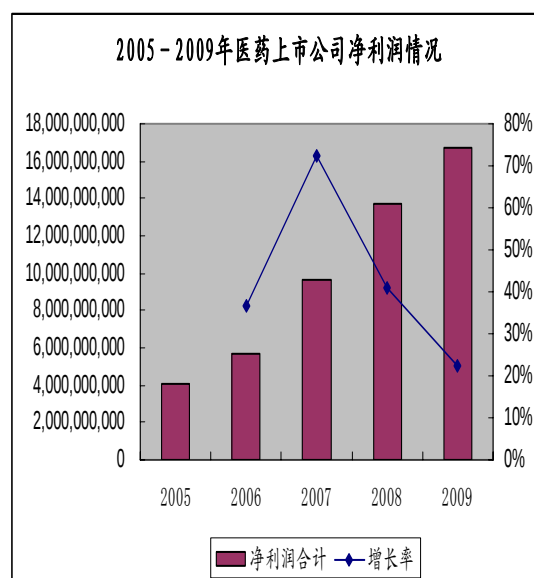
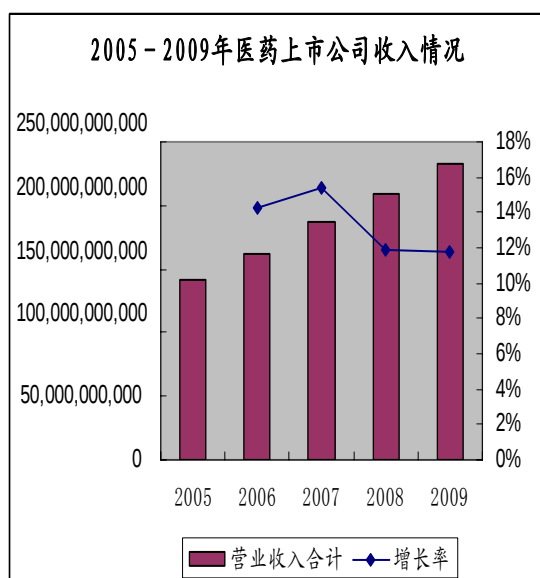
化学制剂子行业 20 家上市公司 2009 年共实现营业收入和净利润分别为 369 亿和 36 亿元,同比增长 8.8%和 25.12%,收入和利润增速有一定下滑;净利润增长超过收入增长原因为期间费用率的大幅度下降,2008 年子行业期间费用率高达 35%,而 2009 年同比下降了 5 个百分点,毛利率这 5 年变化不大,基本保持在 41%-42%之间。

中药子行业在所有子行业中上市公司最多,2009 年 43 家公司共实现营业收入和净利润 705 亿和 66 亿元,同比增长 14%和 46%;从过去 5 年来看,其收入和利润波动较大,这主要是由于例如金陵药业、马应龙等企业一直在进行证券投资,所以二级市场的大幅度波动造成业绩波动较大,而一些主流传统中药企业的利润增长率一直都比较平稳,保持在 25%左右。此外中药行业这 5 年毛利率一直在提升,已经从 05 年的 42%左右提升到 09 年的接近 46%的毛利率水平,盈利能力一直在增强。

生物制品 21 家上市公司 2009 年共实现营业收入和净利润 231 亿和 18 亿元,同比增长 5%和 54%;生物制药行业可以说是未来中国医药行业所有子行业中成长潜力最大的子行业,也是中国政府重点扶持的 4 大新兴行业之一(其余为新能源、新材料和信息技术行业),但是由于上市公司基本面参差不齐,所以造成这 5 年子行业业绩波动较大,但从未来来看,随着更多的优质中小生物医药企业的上市,这个蛋糕会越来越大,行业增速和盈利能力也会逐步加强。

医药商业和医疗器械各为 8 家企业,其中医药商业企业 2009 年实现收入和净利润分别为 616 亿和 9 亿元,同比增长 18%和 35%;利润增长超过收入增长原因一是期间费用率的下降(9%到 8%),二是其中一些企业进行证券投资,投资收益波动造成的影响。医药商业企业不同于其它医药子行业,毛利率一直都比较低,这几年一直在 11%-13%的区间波动,

近几年有下降趋势，未来医药商业子行业会形成一些商业巨头，充分分享子行业的成长，例如国药股份和一致药业。医疗器械子行业近几年增速比较快，2009 年净利润达到 8.9 亿元，同比增长 41%，一是由于子行业净利润基数较低，二是由于毛利率的提升（36%到 40%），不可否认医疗器械子行业未来面对外资器械巨头的竞争压力还是很大的，由于技术和规模等较强的行业壁垒，我们国家的医疗器械公司只能在一些细分领域寻求突破。



数据来源：Wind 日信证券

医药行业细分子行业	上市公司数量（家）
原料药	20
化学制剂	20
中药	43
生物制品	21
医药商业	8
医疗器械	8

2005-2009 年原料药子行业上市公司业绩情况

	2005	2006	2007	2008	2009
营业收入	19,992,956,554	22,542,020,686	27,478,268,619	33,569,873,584	35,633,531,459
增长率		12.75%	21.90%	22.17%	6.15%
净利润	444,994,050	510,358,491	1,293,310,169	3,747,984,185	2,778,505,163
增长率		14.69%	153.41%	189.80%	-25.87%
毛利率	26.84%	26.29%	29.04%	32.21%	30.50%
期间费用率	24.74%	21.44%	18.06%	20.12%	19.51%

2005-2009 年化学制剂子行业上市公司业绩情况

	2005	2006	2007	2008	2009
营业收入	25,334,398,579	27,566,138,022	29,458,479,943	33,870,549,321	36,851,797,461
增长率		8.81%	6.86%	14.98%	8.80%
净利润	1,144,302,038	1,453,750,753	2,095,277,771	2,865,099,600	3,584,727,469
增长率		27.04%	44.13%	36.74%	25.12%
毛利率	41.08%	41.94%	41.17%	41.00%	41.30%
期间费用率	34.14%	32.50%	32.01%	35.15%	30.33%

2005-2009 年中药子行业上市公司业绩情况

	2005	2006	2007	2008	2009
营业收入	49,553,758,198	54,450,308,666	62,631,531,239	61,916,042,524	70,468,710,596
增长率		9.88%	15.03%	-1.14%	13.81%
净利润	2,377,556,329	2,241,381,129	4,347,206,906	4,554,909,755	6,644,804,451
增长率		-5.73%	93.95%	4.78%	45.88%
毛利率	42.11%	40.76%	42.95%	44.19%	45.86%
期间费用率	34.54%	34.14%	31.11%	32.17%	31.35%

2005-2009 年生物制品子行业上市公司业绩情况

	2005	2006	2007	2008	2009
营业收入	15,231,884,148	17,104,430,703	19,913,816,101	22,045,104,411	23,057,585,386
增长率		12.29%	16.42%	10.70%	4.59%
净利润	-337,571,607	792,648,137	960,722,003	1,189,581,676	1,835,375,712
增长率		334.81%	21.20%	23.82%	54.29%
毛利率	34.47%	36.41%	39.55%	43.38%	43.81%
期间费用率	26.30%	24.32%	24.47%	29.09%	27.74%

2005-2009 年医药商业子行业上市公司业绩情况

	2005	2006	2007	2008	2009
营业收入	28,628,413,888	36,729,178,601	43,549,548,336	52,274,112,481	61,624,036,404
增长率		28.30%	18.57%	20.03%	17.89%
净利润	257,198,066	274,387,625	591,373,731	683,365,896	928,290,228
增长率		6.68%	115.52%	15.56%	35.47%
毛利率	13.06%	12.03%	12.44%	11.59%	11.36%
期间费用率	11.90%	9.87%	9.64%	9.17%	8.45%

2005-2009 年医疗器械子行业上市公司业绩情况

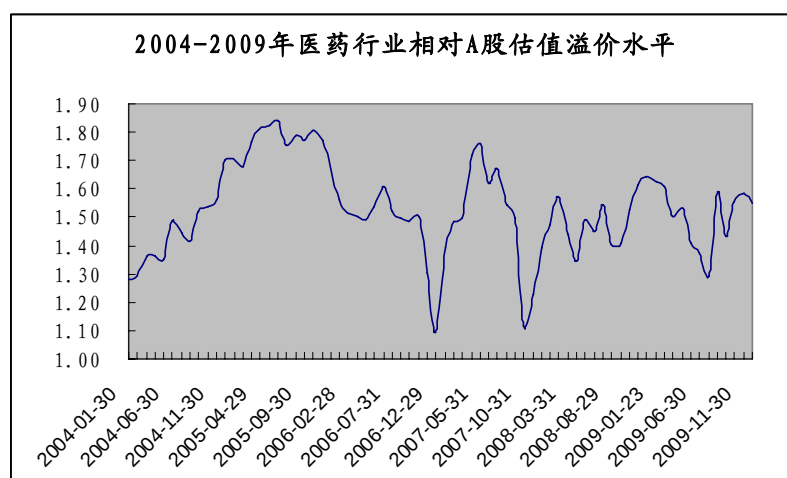
	2005	2006	2007	2008	2009
营业收入	2,692,767,480	3,195,814,276	3,457,528,814	4,989,002,129	5,505,891,908
增长率		18.68%	8.19%	44.29%	10.36%
净利润	233,846,933	354,978,754	401,867,387	626,907,398	885,380,995
增长率		51.80%	13.21%	56.00%	41.23%
毛利率	31.96%	40.36%	36.06%	36.79%	40.12%
期间费用率	22.32%	24.44%	37.68%	21.34%	21.25%

数据来源: Wind 日信证券

2.3 估值讨论 - 估值处于合理区间

目前医药行业 2010 年和 2011 年动态 PE 分别为 35 倍和 30 倍,从历史对比来看,2007 年达到过最高 43 倍 PE 水平,而 2004 年最低为 24 倍的 PE 水平。此外,从医药行业相对于 A 股估值溢价水平来看,历史最高为 1.84 倍,历史最低为 1.11 倍,那么 1.45 到 1.6 倍都是合理的区间,而目前这个倍数为 1.55 倍,所以综合以上两个方面的考虑,目前医药行业估值处于合理区间。

从国际市场来看,1995-2005 年这 10 年是全球医药行业发展最快的时期,尤其是美国,这段时期美国医药行业的重点公司估值最高达到过 50 倍的动态 PE 水平。而我们国家在今年陆续推出了新一期的基本药物目录、医保目录以及将要公布的扩展版药物目录等政策文件,明年基层市场药品需求的快速放量可能会使医药企业有超过预期的业绩增长,这样来看目前的估值水平是完全有行业基本面支持的。



数据来源: Wind 日信证券

2.4 我国医药行业未来展望 - 新一轮 10 年的快速发展将从今天开始

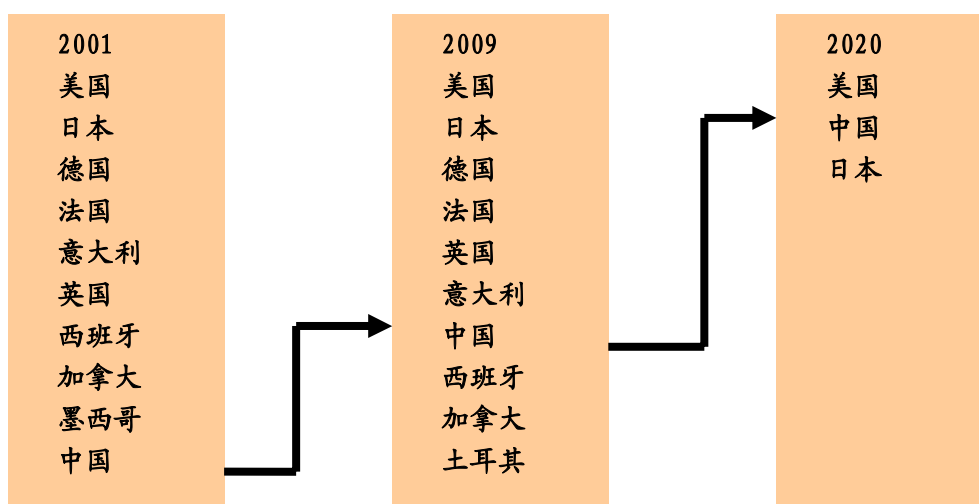
从未来两年成长性来看,医药行业 2010 年和 2011 年上市公司业绩增长为 30% 和 24%。其中原料药和中药的增长超过整体行业平均水平,化学制药和生物制药基本与整体行业持平,医药商业和医疗器械低于整体行业水平。如果我们从未来更长的时间跨度来看,中国作为新兴发展中国家的代表,未来经济仍处于持续高速发展阶段,相关的社会保障和福利水平也随之提高,而目前的医药行业发展情形非常类似于 1980-2000 年美国 and 欧洲医药行业的黄金成长时期,政府积极推行医疗体制改革,鼓励创新并提供资金,2009 年国务院颁布的扶持中药产业政策、生物医药产业政策等等就是证明,而目前发改委正在联合有关部门编制生物产业发展‘十二五’规划,促进生物产业集群化和国际化发展。未来医药企业将会强者恒强,细分领域的小型医药企业快速发展,优质大中型企业巨头会陆续诞生,行业集中度不断提升。

根据 IMS Health 最新的数据分析,以中国医药市场为例 2001 年的增长率为 17.4%,而同期世界医药市场的增长率为 8.0%,到了 2009 年其市场增长率已经达到 23%,而世界同期只有 6.5% 左右,中国是世界范围内增长最快的地区市场之一。2009 年将成为世界第 7 大市场,预计在 2020 年市场容量超过 2,000 亿美元,成为仅次于美国的全球第 2 大市场。所以我们认为中国医药行业新一轮 10 年的快速发展将从今天开始。

细分子行业	2010 年成长性	2011 年成长性	2010 年估值	2011 年估值
原料药	42%	29%	27	20
化学制剂	31%	23%	38	30
中药	34%	30%	35	29
生物制药	32%	22%	39	33
医药商业	23%	19%	35	28
医疗器械	22%	18%	44	36
医药行业平均	30%	24%	35	29

数据来源: Wind 日信证券

2001 - 2020 年中国在全球医药行业市场地位变化情况



资料来源：IMS 日信证券

3、2010 年医药行业投资策略

3.1 原料药子行业开始复苏 - 建议关注小品种的原料药企业

我们国家的原料药企业产品大部分以出口为主，出口占公司收入比超过 65%，2008 年到 2009 年上半年由于全球金融危机的影响，国外的下游需求订单大幅度萎缩造成原料药企业的产品价格剧烈下降，相关公司业绩受到了极大的影响，这也是 2009 年原料药行业净利润同比下降超过 25% 的原因（所有医药行业子行业 2009 年唯一一个净利润同比下降的行业）。从 2009 年二季度以后，各个国家出台的经济刺激政策开始发挥作用，下游的食品饲料及养殖业开始复苏，外围订单逐步增加，相关大品种的维生素产品相继提价，例如浙江医药的主打产品 VE 在 6 月份以后连续两次提价，而新和成的 VA 产品也在 9 月底进行主动性的提价策略，可以说大品种的维生素产品价格已经脱离底部区域，开始新一轮的上涨周期。我们认为投资者应该在 2010 年重点关注小品种的维生素产品价格变化，例如鑫富药业的 D-泛酸钙（VB5）和广济药业的核黄素（VB2），两家公司的产品价格目前处于历史最底部。（D-泛酸钙 52 元/公斤、核黄素 140 元/公斤左右）我们预计明年随着全球经济的进一步复苏，下游食品饲料及养殖业需求将会持续提升，VB2/VB5 将有上涨的预期，关注鑫富药业和广济药业

的阶段性交易机会（请投资者关注本人后续的原料药之维生素研究报告，报告会涉及到原料药三个大品种和两个小品种的研究分析）。

3.2 中药子行业业绩增长可能会超预期－建议关注进入目录的独家产品企业

中药产业作为我们国家一个独特的医药子行业，上层部门还是非常重视的。其中2009年5月7日国务院发布了《关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》，《意见》中指出各级政府要逐步加大投入，落实政府对中医医疗机构的倾斜政策，积极发展以社区卫生服务站为基础的中医药服务。我们认为《意见》将会充分完善我国中医药产业发展的保障措施，对我国中医药产业的中长期发展有积极的推动作用。

此外，国庆之后我们国家发布了基本药物目录价格指导文件，而这次公布的药品价格与现行政府规定的零售指导价比，约有45%的品种价格作了适当下调，平均降价12%左右；约有49%的品种价格未作调整，继续按现行价格执行。整体上来看降价幅度低于预期，其中以独家产品身份进入国家基本药物目录的药品价格降幅则低于整体平均降幅水平，例如云南白药的酞、膏、胶囊和气雾剂与现行最高零售价一致，中新药业的速效救心丸、金陵药业的脉络宁注射液、广州药业的消渴丸、中恒集团的注射用血栓通（冻干）和人福科技的芬太尼注射液都没有降价；而广州药业的华佗再造丸和美罗药业的伤科接骨片降幅都在1%－2%，降价幅度较小。此外，天士力、千金药业和马应龙的独家产品降价幅度在5%左右，也低于行业平均水平。总体来看，进入基本药物目录的独家产品生产企业价格利空风险基本排除，产品价格基本不变，而未来产品销量随着基本药物制度的深入开展而将有着大幅度提升的空间，从而大大增厚该类公司毛利润及净利润水平。

从市场需求来看，国家药监局预计未来三年基本药物推广到全国各个农村，城市大中小型医疗卫生机构，而未来三年药品需求量增长可能在15%－20%之间，而药品市场是由基本药物、医保目录药物和非医保目录药物构成，基本药物目录的药物增长可能会达到30%以上，医保目录药物20%－30%，而非医保目录药物会低于10%，这样进入基本药物目录和医保目录的医药生产企业会借此契机得到快速发展的机会，尤其是进入目录的独家产品生产企业。

而进入目录的独家产品占公司收入比较高的公司有千金药业、中恒集团、东阿阿胶、益佰制药和桂林三金；此外，未来两年成长性高于中药行业平均水平且估值低于行业平均水平的公司包括中恒集团、云南白药、康美药业、紫鑫药业和武汉健民。我们建议投资者对以上公司给予重点关注，业绩增长超预期的可能性较大。

新一期国家基本药物目录和医保目录独家中药产品收入情况

上市公司	独家产品	08 年产品收入	目录产品占公司总收入比
云南白药	云南白药（胶囊、膏、町、气雾剂）	9 亿	16%
三九医药	正天丸（胶囊）、三九胃泰颗粒	2.35 亿	6%
中新药业	速效救心丸、乌鸡白凤片	4 亿	17%
千金药业	妇科千金片（胶囊）	4.3 亿	53%
金陵药业	脉络宁注射液	5.1 亿	29%
马应龙	麝香痔疮膏	1.3 亿	16%
中恒集团	注射用血栓通（冻干）	2.4 亿	39%
天士力	复方丹参滴丸、养血清脑颗粒和水林佳	12.5 亿	36%
美罗药业	伤科接骨片	不祥但低于 1 亿	低于 10%
太龙药业	双黄连合剂	不祥但低于 1 亿	低于 15%
东阿阿胶	复方阿胶浆	6.8 亿	40%
壹佰制药	艾迪注射液和克咳胶囊	5.2 亿	45%
丽珠集团	参芪扶正注射液	2 亿	10%
紫鑫药业	四妙丸	0.48 亿	21%
康缘药业	热毒宁注射液和桂枝扶苓胶囊	4 亿	35%
桂林三金	三金片（胶囊）	4 亿	40%
武汉建民	健脾生血颗粒	不祥但低于 1 亿	低于 12%

数据来源：日信证券

新一期国家基本药物目录独家产品企业产品国家最高零售指导价变化情况

	独家产品	规格	变化幅度
云南白药	云南白药町	60ml	0%
	云南白药膏	10cm*14cm	0%
	云南白药胶囊	0.25g*32 粒	0%
	云南白药气雾剂	50g/60g	0%
三九医药	正天胶囊	0.45g*24 粒	-4.70%
	三九胃泰颗粒	2.5g（无糖）	-2.90%
广州药业	消渴丸	30g	0%
	华佗再造丸	80g	-1.90%
中新药业	速效救心丸	40mg*100 丸	0%
千金药业	妇科千金胶囊	0.4g*24 粒	-5%
金陵药业	脉络宁注射液	10ml	0%
马应龙	麝香痔疮膏	10g	-5.10%
中恒集团	注射用血栓通（冻干）	0.15g	0%
天士力	复方丹参滴丸	25mg*100 粒	-4.90%
美罗药业	伤科接骨片	24 片（薄膜衣）	-1%
太龙药业	双黄连合剂	100ml	-11.10%

数据来源：日信证券

中药公司	2010 年成长性	2011 年成长性	2010 年估值	2011 年估值
太龙药业	122%	58%	49	31
中恒集团	75%	36%	32	23
西南药业	48%	4%	23	22
白云山 A	46%	22%	50	41
迪康药业	40%	17%	67	57
沃华医药	38%	22%	45	37
亚宝药业	37%	26%	28	22
云南白药	35%	29%	34	27
康美药业	35%	30%	28	21
紫鑫药业	35%	23%	27	24
武汉健民	34%	31%	28	21
仁和药业	34%	15%	28	24
益佰制药	31%	30%	24	19
红日药业	31%	30%	47	36
千金药业	29%	26%	35	28
东阿阿胶	26%	31%	34	26
康缘药业	26%	23%	31	25
三九医药	26%	22%	25	20
天士力	25%	25%	28	22
江中药业	23%	16%	37	32
广州药业	22%	23%	43	35
马应龙	22%	20%	39	32
奇正藏药	20%	10%	54	49
北陆药业	20%	21%	64	53
三精制药	20%	18%	21	18
桂林三金	20%	17%	33	28
康恩贝	18%	31%	32	25
中新药业	25%	20%	24	20
同仁堂	20%	14%	29	26
哈药股份	22%	13%	21	18
片仔癀	30%	15%	37	32
金陵药业	20%	14%	26	23
丽珠集团	22%	21%	27	22
新华制药	13%	7%	37	35
九芝堂	21%	19%	24	20
健康元	7%	28%	23	18
中药行业情况	34%	30%	35	29

数据来源：日信证券

3.3 生物制药子行业增长可能会加快 - 建议关注龙头企业

生物制药子行业属于新兴的医药行业，也是我们国家被提升到战略层面考虑的行业。尤其是单克隆抗体、疫苗更是在这两年发展迅猛。但是由于我们国家这个行业还处于萌芽期，建议参阅本人 2009 年撰写的生物制药行业的三个系列报告，三个报告有对生物制药详细的分析和阐述，所以可以选择投资的上市公司标的较少，我们建议投资者关注其中的两家龙头企业双鹭药业和通化东宝，两家公司是 2008 年医药行业的明星股，在 2009 年经过了一年的整理期后，随着双鹭药业的主打产品注射用复合复酶（贝科能）和通化东宝的重组人胰岛素进入此次医保目录，未来有望进入新一轮的业绩快速发展时期。

3.4 资产重组可能会造就新的医药黑马

资产重组一直都是市场关注的热点，2009 年已经给了我们及其深刻的印象，例如上实系的重组，中珠控股（以前的 st 潜药）、st 鲁置业和 st 国药等等都是 2009 年涨幅排名前 20 的公司。我们认为在 2010 年资产重组和央企整合仍然是市场热点之一，下面的表格是其中可能涉及到的上市公司。

2010 年可能涉及到的资产重组上市公司	
央企整合	天坛生物、国药股份、一致药业、现代制药和 st 天方（通用技术集团）
太极系重组	太极集团、西南药业和桐君阁
华立系重组	华立药业、武汉健民和昆明制药
广药系	广州药业和白云山
北药集团	双鹤药业和万东医疗
哈药集团	哈药股份和三精制药
华鲁集团	新华制药和鲁抗医药
华药集团	华北制药
其它类型	st 东盛（资产置换）、西南合成（方正集团）和三九医药（华润集团）

资料来源：日信证券

4、重点公司推荐

4.1 紫鑫药业（002118）

紫鑫药业主要从事中成药的研发、生产、销售和中药材种植业务，以治疗心脑血管、消化系统疾病和骨伤类中成药等领域见长，其主要产品有活血通脉片、麝香接骨胶囊、醒脑再造胶囊、复方益肝灵片、补肾安神口服液、四妙丸、肾复康胶囊等。

其中四妙丸目前是公司销量最大的品种，也是公司计划重点培育的品种。2009年预计单品收入会超过5000万元，这几年四妙丸毛利率一直保持在80%以上，四妙丸主治清热利湿，用于湿热下注，筋骨疼痛以及风湿通风等。此产品疗效较好，之前由于产能限制，销量上不去，不过目前车间改造的募投项目已经完成，产能问题已经得到解决。

此外补肾安神口服液是公司主要的OTC品种，主要用于补肾，宁心，安神，并对于失眠健忘，头晕耳鸣、心悸怔忡、腰膝酸软等症有作用。该产品的主要特色是补肾和安神能够同时作用，是该类产品细分市场内的国内独家品种。今年单品收入有望达到2500万元，预计未来3年此产品收入增长率在30%以上。而活血通脉片和醒脑再造胶囊将为公司业绩的增长起到锦上添花的作用。公司一直在进行营销改革而2010年可能是转折年，预计2010年和2011年未来两年公司每股收益有望达到0.65元和0.8元，动态PE只有28倍和23倍，给予公司“增持”的投资评级。（我们会在后续发布关于公司的深度研究报告，请投资者给予重点关注）

4.2 鑫富药业（002019）

公司2009年前三季度实现营业收入和净利润分别为2.9亿和3203万元，同比下降27.5%和53.6%。主营业务收入的下降直接导致了公司毛利率的下降，公司毛利率只有30%左右，同比下降超过10个百分点，主要原因为公司主打产品D-泛酸钙和D-泛醇价格大幅度下降造成的，两大产品在2009年价格都低于6万元/吨，D-泛酸钙大约只有4.5万/吨，同比下降43%，D-泛醇不到6万元/吨，同比下降超过20%。目前产品价格已经达到历史最低点，继续下降的概率非常小（二季度公司产品销量持续回升），明年恢复性上升的可能性较大。

从产能来看，公司09年D-泛酸钙和D-泛醇产能分别达到7000吨和2000吨，这几年一直都

在扩产，产能已经排名全球第一，市场占有率超过30%，规模优势非常明显。而从销量来看，公司今年产品销量的恢复性增长突出，D-泛酸钙2009年半年时已经超过3000吨，预计全年相对于07年高位时候的销量还有增长，产品全年销量同比增长35%。

此外公司 09 年的增发项目聚丁二酸丁二醇酯（简称 PBS）想象空间较大，它是目前众多生物降解材料中综合性能佳、发展前景被广泛看好的全生物降解合成高分子，在市场方面，海外市场新型降解材料应用非常广泛，预计未来几年全球可降解材料的产业规模将达到整个塑料制品市场份额的 10%左右，形成数百万吨的市场规模，市场潜力超过 50 亿美元；同时，我国对全生物降解新材料的需求巨大，在我国包装行业、农林业、日用品行业、医疗卫生行业都有应用。公司此次增发项目建设周期为 2 年，分两期建设，第一期建设年产 3000 吨 PBS 生产装置，并开发出注塑级、挤出级、吹塑级 PBS 系列产品。在第一期年产 3000 吨，产品成功推向市场后，迅速将规模扩大至年产 2 万吨。预计 PBS 规模达到 2 万吨以后，公司此产品年均净利润将超过 7 千万元，成为公司续 VB5 后的第二大利润贡献点。

我们对于 2010 年公司的主打产品 D-泛酸钙价格进行了敏感性分析，如果公司期间费用率与 2009 年保持持平，那么在 VB5 价格为 8 万元/吨和销量 6000 吨的时候，公司 2010 年每股收益为 0.59 元，2010 年和 2011 年动态 PE 为 28 倍和 22 倍，给予公司“增持”的投资评级。（具体参见我们在 12 月 7 日对公司的调研报告）

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 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。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、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。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。