



关注确定性中的弹性

——2010 年医药行业投资策略

投资要点:

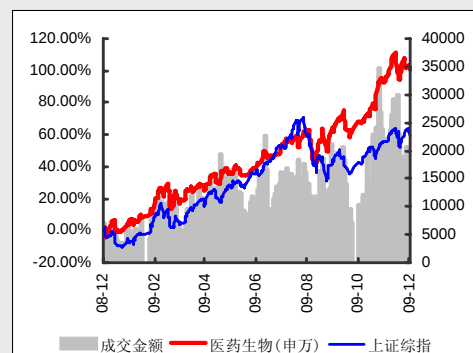
- 医药行业过去一年中,在新医改政策刺激下;老龄人口大幅增加;医保覆盖面逐步扩大,所释放的巨大刚性需求推动下,整体平稳发展,主营业务收入和利润同比增速虽然逐季小幅下降,但均保持15%以上的增速。
- 在证券市场上医药行业上半年逐步消化08年跌幅较少所带来的估值溢价,整个上半年涨幅在23个行业中排名倒数第三。下半年至今,在医改一系列配套政策的刺激和甲型流感疫情的双重驱动下,行业涨幅居前,整体上呈现前平后扬的走势。
- 我们预计2010年我国医药行业将实现销售收入9250亿元左右,同比增长24%,实现利润总额950亿元左右,同比增长29%。在证券市场上,相对于上证综指,将走出先平后扬的走势。医药板块将利用年初一段时间消化今年下半年以来不断上涨所带来的高溢价,下半年在确定业绩支持下再次提升溢价比例。
- 在投资策略上,我们认为可以把握三条主线进行医药板块的投资:(1)受益于医改政策的公司(2)估值溢价偏低、景气度回升的维生素行业中的某些公司(3)受益于甲流疫情发展的公司。
- 明年一季度我们给予医药行业“中性”的行业评级,明年全年我们给予“强于大势”的行业评级,并建议投资者可以重点关注:浙江医药(600216)、海正药业(600267)、康美药业(600518)这三家上市公司。

行业评级

强于大势(维持)

静态 PE (倍):	49
动态 PE (倍):	35

行业表现 (52 周)



(%)	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现	3.56%	44.16%	97.74%
相对表现	1.17%	27.14%	45.83%

重点公司投资评价及盈利预测

公司	评级	EPS		
		09E	10E	11E
浙江医药	推荐	2.52	3.10	3.76
海正药业	推荐	0.60	0.85	1.01
康美药业	推荐	0.31	0.50	0.60

田 垒、张 欣

行业研究员

电 话:

021-32229888*3507

邮 箱:

tianlei@ajzq.com

相关报告

《稳健,故能防守反击》——医药行业第四季度投资策略

2009.09.21

内容目录

一、09 年医药行业整体平稳发展.....	4
■ 医药行业主营业务收入和主营业务利润均实现 15%以上增长	4
■ 医药行业盈利能力不断提高	5
■ 在证券市场上，医药行业表现前平后扬	5
二、各子行业中，中成药行业发展最稳健、原料药行业弹性最大	6
■ 中成药行业主营收入稳健增长	6
■ 生物制药行业主营收入稳定增长，利润小幅下滑	8
■ 化学制剂行业利润增速明显放缓、估值偏高	9
■ 化学原料药行业弹性最大、估值偏低	10
三、三条主线把握 2010 年医药行业投资机会	11
■ 受益于医改政策的公司	11
■ 估值偏低、景气度回升的维生素子行业中的某些公司	14
■ 受益于甲流疫情发展的公司	17
四、2010 年度重点推荐的上市公司	19
■ 受益于VE景气度回升的浙江医药（600216）	19
■ 开始海外扩张的海正药业（600267）	20
■ 中药饮片行业的王者康美药业（600518）	20

图表目录

图表 1：09 年医药行业与各工业行业平均主营业务收入同比变化	4
图表 2：医药行业与各工业行业平均主营业务利润同比变化	4
图表 3：医药行业盈利能力变化	5
图表 4：2009 年 1-6 月各行业涨跌幅	6
图表 5：2009 年 7 月-12 月 4 日各行业涨跌幅	6
图表 6：近两年中成药行业主营业务收入和利润同比增长率	7
图表 7：近五年中成药行业估值溢价情况	7
图表 8：近两年生物制药行业主营业务收入和利润同比增长率	8
图表 9：近五年生物制药行业估值溢价情况	8
图表 10：近两年化学制剂药行业主营业务收入和利润同比增长率	9
图表 11：近五年化学制剂药行业估值溢价情况	10
图表 12：近两年化学原料药行业主营业务收入和利润同比增长率	10
图表 13：近五年化学原料药行业估值溢价情况	11
图表 14：2009 年公布的关于医药行业相关政策	11
图表 15：入围基本药物目录的独家品种及其价格变动幅度	12
图表 16：入围 09 医保目录的部分独家品种	13

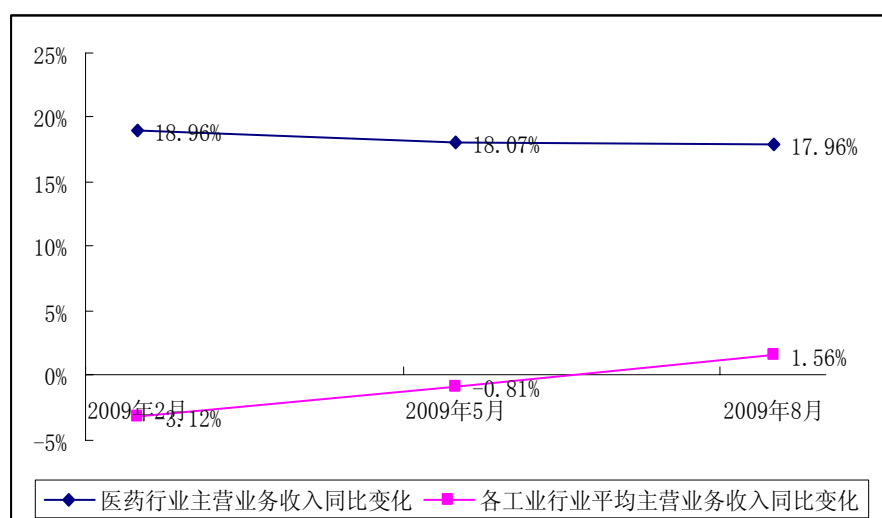
图表 17: 近两年VE价格走势	14
图表 18: 近两年VA价格走势	14
图表 19: 近两年VB2 价格走势	15
图表 20: 近两年VC价格走势	16
图表 21: 我国甲流感染人数 单位: 个	17
图表 22: 我国甲流重症病例和死亡病例 单位: 个	17
图表 23: 公司 09 年中期主营业务收入构成	19
图表 24: 公司 09 年中期自有产品主营业务收入构成	20
图表 25: 近两年中药饮片行业主营业务收入和利润同比增长率	21

一、 09年医药行业整体平稳发展

■ 医药行业主营业务收入和主营业务利润均实现15%以上增长

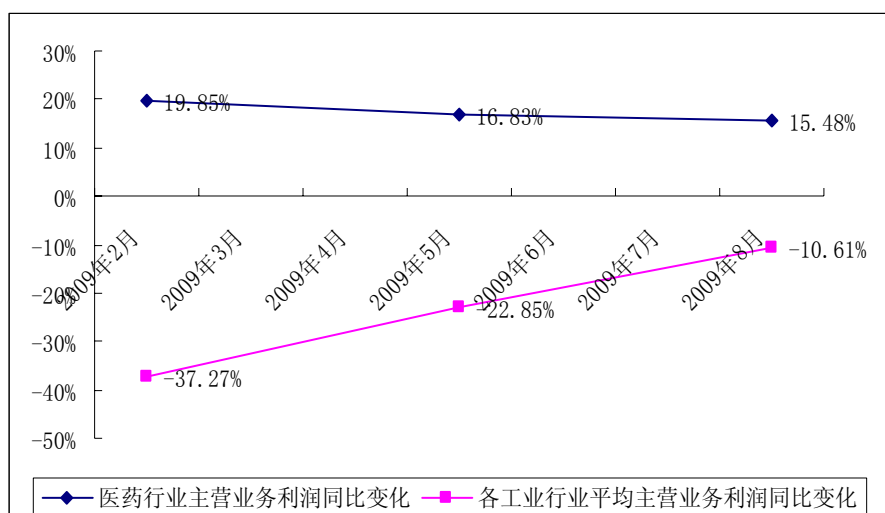
- 在全球性金融危机的影响下，我国各工业行业平均主营业务收入由08年11月同比24.11%的增长，快速跌至09年2月的-3.12%，主营业务利润更是跌至了-37.27%。在国家4万亿投资的拉动以及其它一系列扩张性财政政策和货币政策的刺激下，我国经济率先复苏，工业行业平均主营业务收入和主营业务利润在今年二月创下低点之后，逐季回升。尤其是主营业务收入，在8月公布的数据中，已经转正。
- 与此同时医药行业在过去的一年中，表现出了完全不同的盈利轨迹。在新医改政策的刺激下；在老龄化人口逐渐增多；医保覆盖面逐步扩大所释放的巨大刚性需求的推动下，医药行业在09年整体平稳发展，主营业务收入和主营业务利润同比增速虽然逐季小幅下降，但均保持在15%以上的增速。

图表1：09年医药行业与各工业行业平均主营业务收入同比变化



来源：爱建证券研究部整理

图表2：医药行业与各工业行业平均主营业务利润同比变化

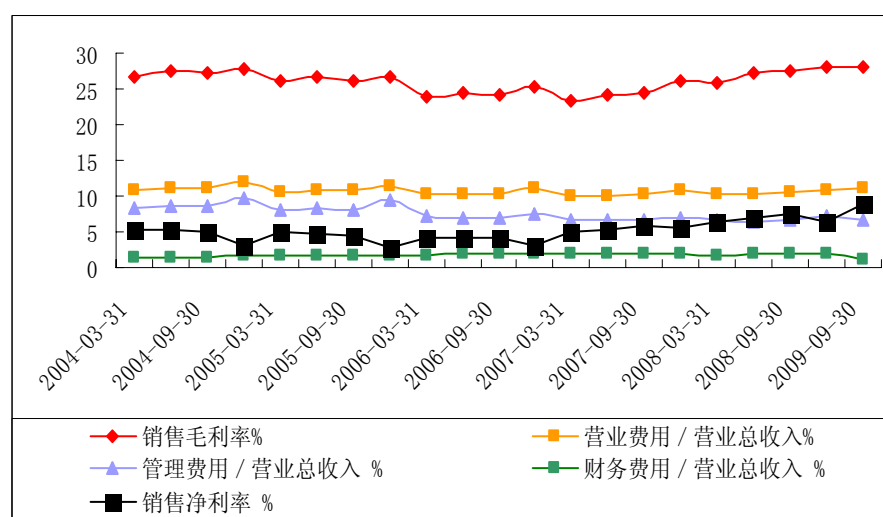


来源：爱建证券研究部整理

■ 医药行业盈利能力不断提高

- 尽管医药行业的主营业务收入和主营业务利润逐季微降，但行业整体的盈利能力正不断提高。从07年下半年开始销售毛利率稳中有升，管理费用率和营业费用率保持平稳而财务费用率在09年显著下降，最终导致了销售净利率由09年初的6.29%提高至九月末的8.91%。

图表3：医药行业盈利能力变化



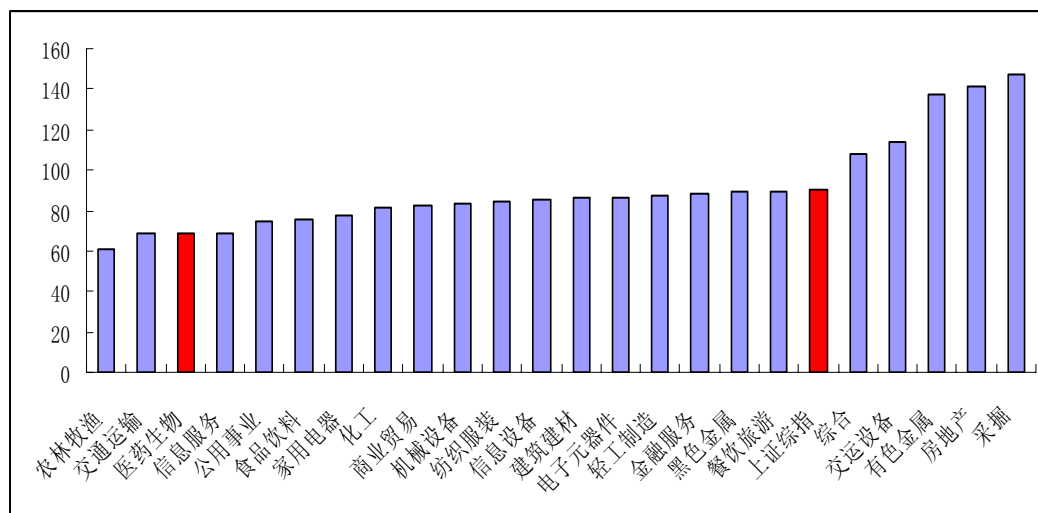
来源：爱建证券研究部整理

■ 在证券市场上，医药行业表现前平后扬

- 在资源类品种的带动下，09年中国证券市场一扫08年的颓势，以上证综指为例，年初至今涨幅已接近85%。尤其是采掘、有色、汽车、房地产等资源性或强复苏行业涨幅更是超过200%。

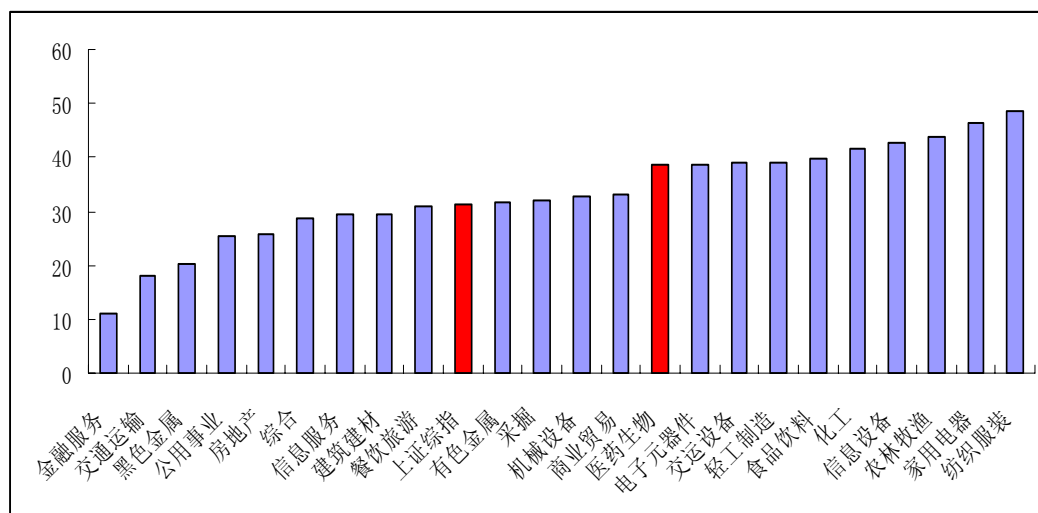
- 作为08年中国证券市场上的“抗跌英雄”——医药行业，09年上半年一直在消化08年跌幅较少所带来的相对于整个市场的高估值溢价，上半年其涨幅在23个行业中排名倒数第三。下半年至今，在医改一系列配套政策的刺激和甲型流感疫情发展的双重驱动下，涨幅居前。整体上医药行业在证券市场上呈现出前平后扬的走势。

图表4：2009年1-6月各行业涨跌幅



来源：爱建证券研究部整理

图表5：2009年7月-12月4日各行业涨跌幅



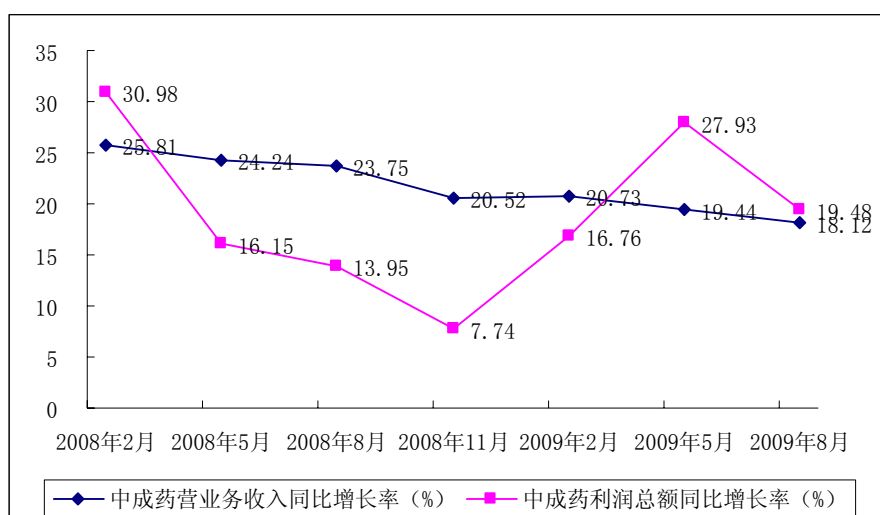
来源：爱建证券研究部整理

二、各子行业中，中成药行业发展最稳健、原料药行业弹性最大

■ 中成药行业主营收入稳健增长

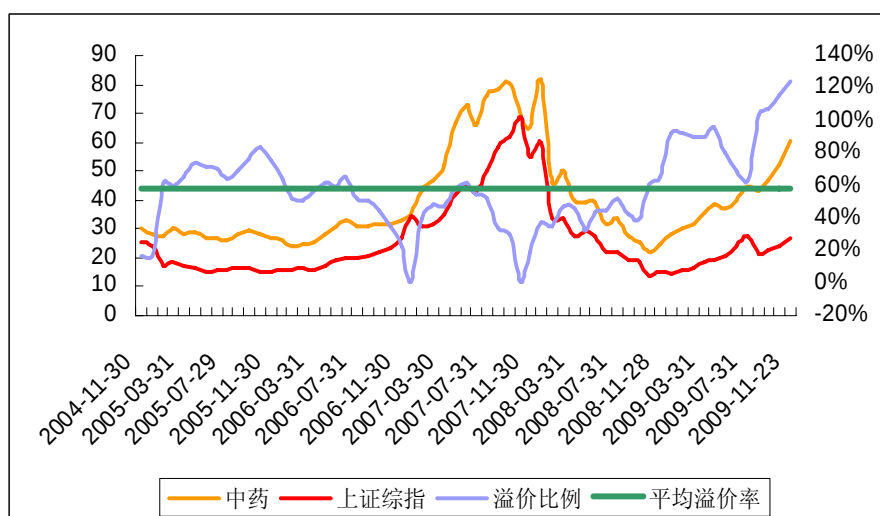
- 中成药子行业近两年在医药所有子行业中保持着最稳健的发展趋势，主营业务收入增长率维持在20%左右，利润增速虽然略有起伏，但平均利润增速也达到19%。该行业主营收入与利润增速保持着同步的趋势。
- 从近5年中成药行业估值表现看，目前其静态市盈率已达到60倍，相对于上证A股的溢价比率已创出了新高，达到124.19%，较近5年58%溢价均值看，目前该行业估值偏高，安全边际较低。
- 2010年中成药行业将进一步受益于国家基本药物制度推广，特别是那些入围《国家基本药物目录》且在第三终端覆盖率不高的独家品种。我们预计行业2010年主营业务收入增速将达到25%左右。继续看好：云南白药（000538）、天士力（600535）、马应龙（600993）、千金药业（600479）等。

图6：近两年中成药行业主营业务收入和利润同比增长率



来源：爱建证券研究部整理

图7：近五年中成药行业估值溢价情况

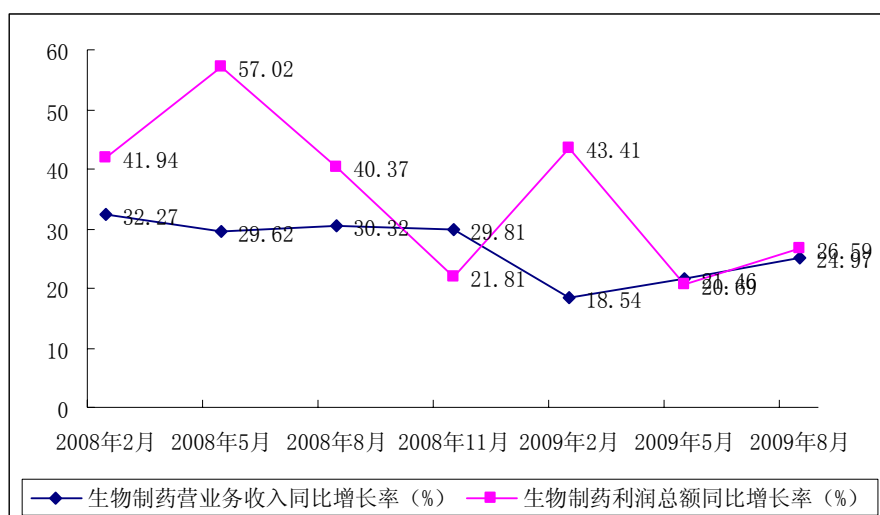


来源：爱建证券研究部整理

■ 生物制药行业主营收入稳定增长，利润小幅下滑

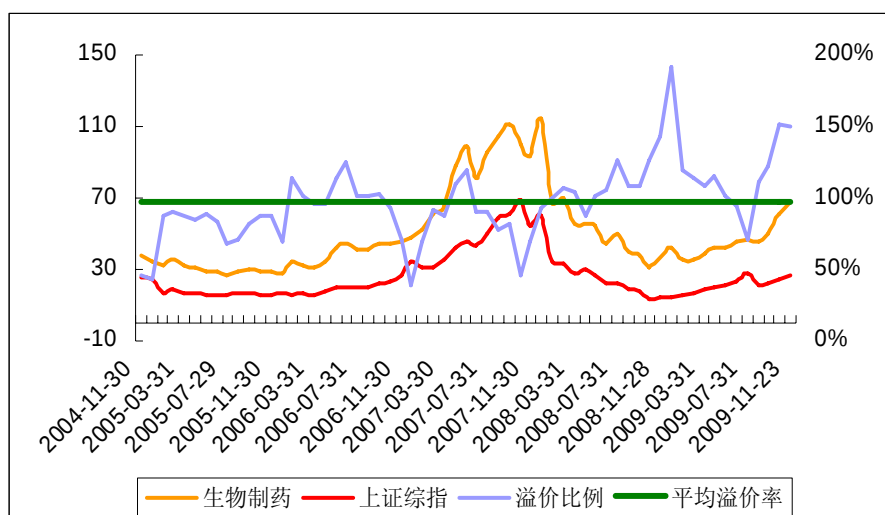
- 在生物技术的推动下，生物制药行业近 2 年保持高速发展。主营业务收入平均增速达到 26%，利润增速虽小幅下滑，但仍保持着 36% 的平均增速。由于该行业受专利保护的产品相对较多，产品价格控制力度较强，故我们认为行业利润增速将继续高于收入增速水平。
- 从近 5 年生物制药行业估值表现看，受甲流疫情刺激，目前其静态市盈率已达到 67 倍，相对于上证 A 股的溢价比率已达 150%，较近 5 年 97% 溢价均值看，该行业估值偏高，安全边际较低。
- 2010 年生物制药行业在甲流疫情的推动下和血制品提价的预期下，疫苗、诊断试剂、血制品等子行业将高速发展，我们预计行业年主营业务收入增速将达到 30% 左右。继续看好：科华生物（002022）、双鹭药业（002038）、华兰生物（002007）、上海莱士（002252）等。

图表8：近两年生物制药行业主营业务收入和利润同比增长率



来源：爱建证券研究部整理

图表9：近五年生物制药行业估值溢价情况

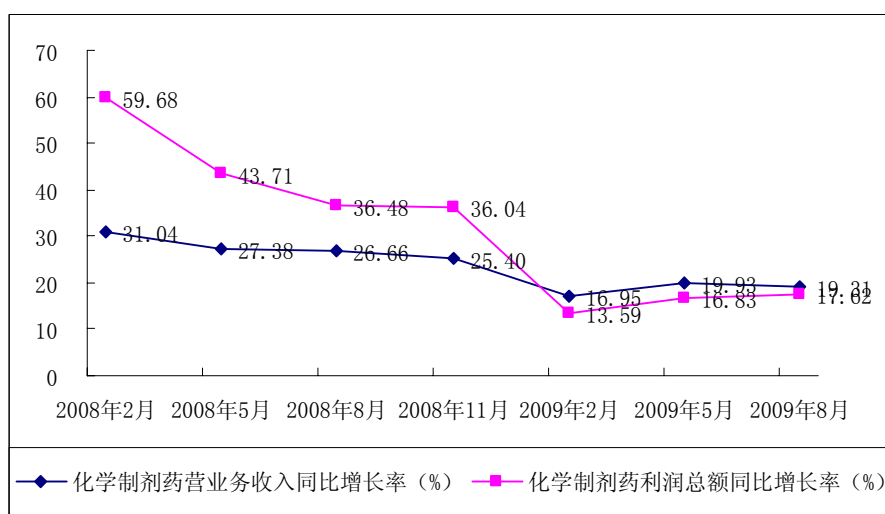


来源：爱建证券研究部整理

■ 化学制剂行业利润增速明显放缓、估值偏高

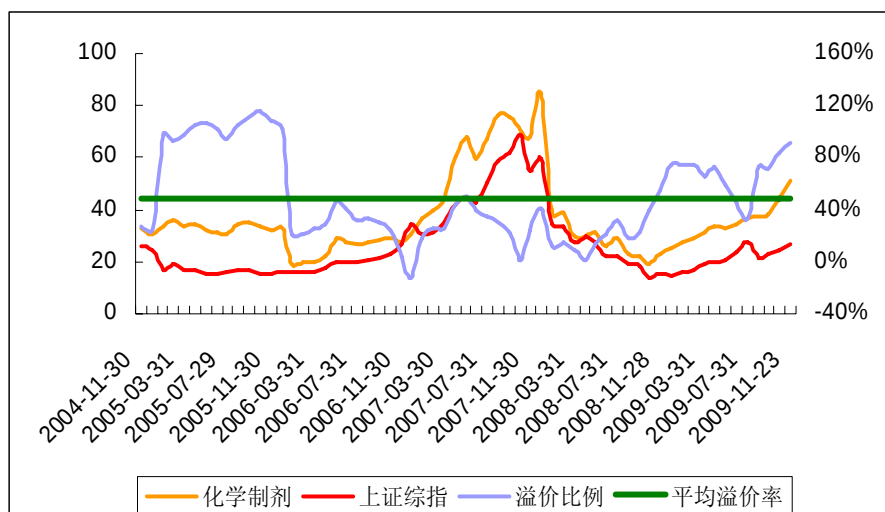
- 化学制剂行业主营业务收入和利润在近两年呈现出增速放缓的迹象，尤其是利润增速由2008年2月的60%降至2009年8月的17%。在普药放量、专科药入围《医保目录》比例扩大的刺激下，我们预计行业利润增速将触底反弹。
- 从近5年化学制剂药行业估值表现看，目前其静态市盈率已达51倍，相对于上证A股的溢价比率为91%，较近5年50%溢价均值看，目前该行业估值偏高，安全边际较低。
- 2010年化学制剂药行业在医改新政的推动下，专科药产品将高速发展。我们预计行业年主营业务收入增速将达到21%左右。继续看好：恒瑞医药（600276）、人福科技（600079）、哈药股份（600664）等。

图表 10：近两年化学制剂药行业主营业务收入和利润同比增长率



来源：爱建证券研究部整理

图表11：近五年化学制剂药行业估值溢价情况

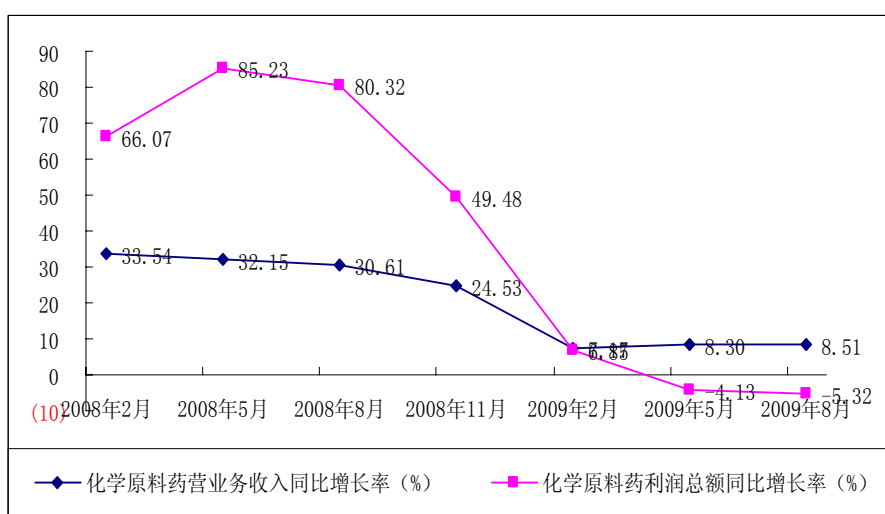


来源：爱建证券研究部整理

■ 化学原料药行业弹性最大、估值偏低

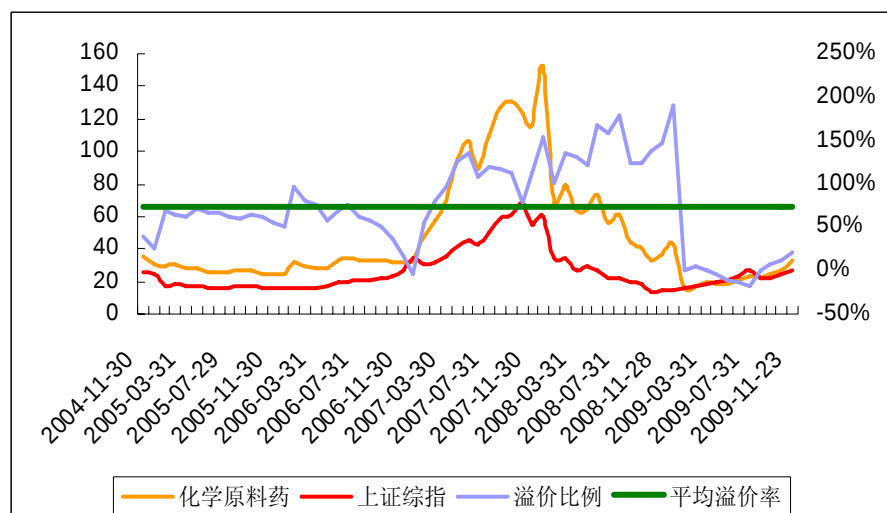
- 化学原料药行业受多重因素的影响，向来是医药行业各子行业中起伏最明显的子行业，近两年该行业的利润增速由巅峰时期的 85% 跌至谷底的 -5%。我们预计随着全球经济的复苏，2010 年行业利润增速将恢复至 20% 左右。
- 从近 5 年化学原料药行业估值表现看，目前其静态市盈率为 32 倍，相对于上证 A 股的溢价比率为 21%，较近 5 年 74% 溢价均值看，目前该行业估值明显偏低，具有较高的安全边际。
- 2010 年全球经济的进一步复苏，为化学原料药行业的发展打下了坚实的基础。我们预计行业年主营业务收入增速将达到 15% 左右。继续看好：浙江医药（600216）、新和成（002001）、海正药业（600267）、星湖科技（600866）等。

图表 12：近两年化学原料药行业主营业务收入和利润同比增长率



来源：爱建证券研究部整理

图表13：近五年化学原料药行业估值溢价情况



来源：爱建证券研究部整理

- 通过以上对医药行业几大子行业的分析，以及国家新医改确定的三年8500投资额度。我们预计2010年我国医药行业将实现销售收入9250亿元左右，同比增长24%，实现利润总额950亿元左右，同比增长29%。
- 我们预计2010年医药行业相对于上证综指，将走出先平后扬的走势。医药板块将利用年初的一段时间消化今年下半年以来不断上涨所带来的高估值溢价，下半年在确定的业绩增长下再次提升溢价比例。

三、 三条主线把握2010年医药行业投资机会

■ 受益于医改政策的公司

- 2009年是新医改启动之年，从医疗体制到基本药物，相关政策层出不穷。其中对制药企业影响较大的政策主要有《医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009—2011年）》、《基本药物制度》及其相关配套措施、《09版医保目录》。

图表14：2009年公布的关于医药行业相关政策

2009. 01	国务院原则通过《关于深化医药卫生体制改革的意见》，即新医改方案和实施方案。
2009. 04	《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》通过新华社发布。
2009. 04	《医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009—2011年）》发布，医改开始进入真正的实施阶段。

2009. 08	《关于建立国家基本药物制度的实施意见》、《国家基本药物目录管理办法（暂行）》和《国家基本药物目录（基层医疗卫生机构配备使用部分）》（2009 版）标志着国家基本药物制度的启动。
2009. 11	发改委《关于印发改革药品和医疗服务价格形成机制的意见的通知》
2009. 11	人力资源和社会保障部公布了《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》

来源：爱建证券研究部整理

- 近期基本药物相关配套措施不断出台。10月初发改委公布了基本药物指导零售价，此次价格调整共涉及2349个具体剂型规格品，与之前规定价格相比，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。此次降价力度低于我们的预期，尤其是某些独家品种，将更加明确的受益于基本药物制度的推广。
- 通过价格变化以及入围产品占公司工业收入比例看，我们认为马应龙（600993）、千金药业（600479）、天士力（600535）将最为受益与基本药物制度的推行。

图表15：入围基本药物目录的独家品种及其价格变动幅度

生产企业	产品名称	2008年销售额 (亿元)	占公司工业收入 比例 (%)	产品价格变化 幅度 (%)
千金药业	千金片（胶囊）	4.3	91	5
天士力	复方丹参滴丸	11.75	80	-5.5
马应龙	马应龙麝香痔疮膏	1.6	80	60
美罗药业	伤科接骨片	2.6	72	-1
金陵药业	脉络宁注射液	5.1	62	0
中恒集团	冻干用血栓通	2.0	57	7
云南白药	白药系列	11.4	54	—
中新药业	速效救心丸	3.9	29	0
广州药业	消渴丸	4.0	23	0
	华佗再造丸	1.7		-2
人福科技	芬太尼	1.1	14	—
三九医药	三九胃泰	1.7	11	-10
	正天丸	0.9		-10

来源：爱建证券研究部整理

- 人力资源和社会保障部于11月底公布的《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》（2009年版），此次公布的医保目录包括西药1140个、中成药987个，西药品种数目增加113个，中成药品种增加164个，总体扩容幅度较大。
- 我们认为有三类药品生产企业将从此次医保目录调整中受益较大：
 - （1）首次进入医保乙类目录的独家或生产批文较少的药品生产企业。

- (2) 由乙类目录产品升级为甲类目录产品的独家或生产批文较少的药品生产企业。
- (3) 目录范围内，适应症扩大的甲乙类独家或生产批文较少的药品生产企业。

图表16：入围09医保目录的部分独家品种

公司名称	产品名称	原医保状态	09 版医保状态
恒瑞医药	顺阿曲库铵	无	乙类
丰原药业	丙氨瑞林	无	乙类
恩华药业	齐拉西酮	1 省医保	乙类
广州药业	通便宁片	无	乙类
亚宝药业	小儿腹泻贴	无	乙类
亚宝药业	癫痫康胶囊	无	乙类
中新药业	清肺消炎丸	无	乙类
中新药业	胃肠安丸	—	乙类
中新药业	痔血丸	无	乙类
吉林敖东	孕康颗粒	无	乙类
白云山	丹红化瘀口服液	2 省医保	乙类
康恩贝	夏天无眼药水	无	乙类
三精制药	逐瘀通脉胶囊	—	乙类
三九医药	壮骨关节胶囊	—	乙类
九芝堂	丹膝颗粒	无	乙类
双鹤药业	复方杜仲健骨颗粒	无	乙类
桂林三金	三金颗粒	无	乙类
马应龙	麝香痔疮栓	—	乙类
马应龙	龙珠软膏	无	乙类
东阿阿胶	骨龙胶囊	无	乙类
康缘药业	热毒宁注射液	无	乙类
康缘药业	金振口服液	无	乙类
康缘药业	散结镇痛胶囊	19 省医保	乙类
千金药业	补血益母颗粒	4 省医保	乙类
人福科技	瑞芬太尼	18 省医保	乙类
天士力	芪参益气滴丸	19 省医保	乙类
天士力	穿心莲内酯滴丸	无	乙类
益佰制药	洛铂	1 省医保	乙类
中西药业	度洛西汀	无	乙类
恒瑞医药	碘佛醇	乙类	甲类
三九医药	三九胃泰颗粒	乙类	甲类
复星医药	仙灵骨葆胶囊	乙类	甲类
众生药业	复方血栓通胶囊	乙类	甲类
益佰制药	艾迪注射液	限肝癌、肺癌	限中晚期癌症
丽珠集团	参芪扶正注射液	限放化疗	不限

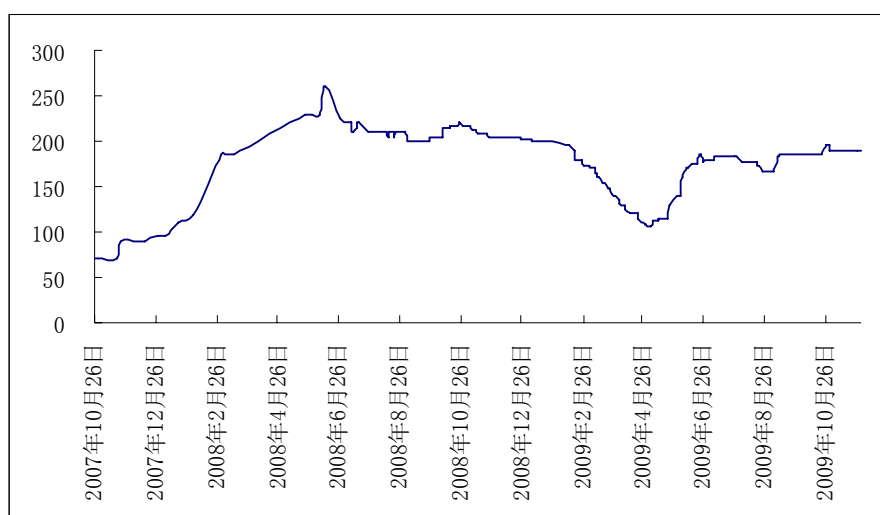
来源：爱建证券研究部整理

- 综上所述，我们认为恒瑞医药（600276）、人福科技（600079）、康缘药业（600557）这三家公司是新版医保目录最大受益公司。

■ 估值偏低、景气度回升的维生素行业中的部分公司

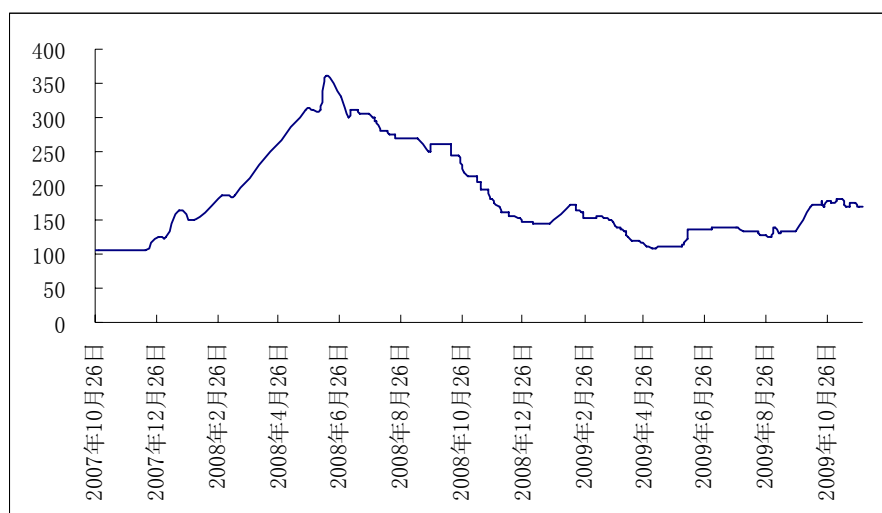
- 维生素是化学原料药行业的重要组成部分，化学原料药行业是医药各子行业中波动性最大的行业，其波动性主要是上游强周期的化工行业所传导，但由于其下游是刚性需求旺盛的医药行业和饲料行业，故当上游化工产品出现大涨，推高原料药成本时，大部分时候，原料药行业能将成本压力转嫁给下游行业。
- 由上文可知，目前化学原料药行业估值溢价率为21%，比近5年行业平均溢价率低53%，加之具有一定周期性的原料药行业景气度正随着世界经济的复苏而好转。故目前该行业安全边际较高，是较为稳妥的投资标的。

图表17：近两年VE价格走势



来源：爱建证券研究部整理

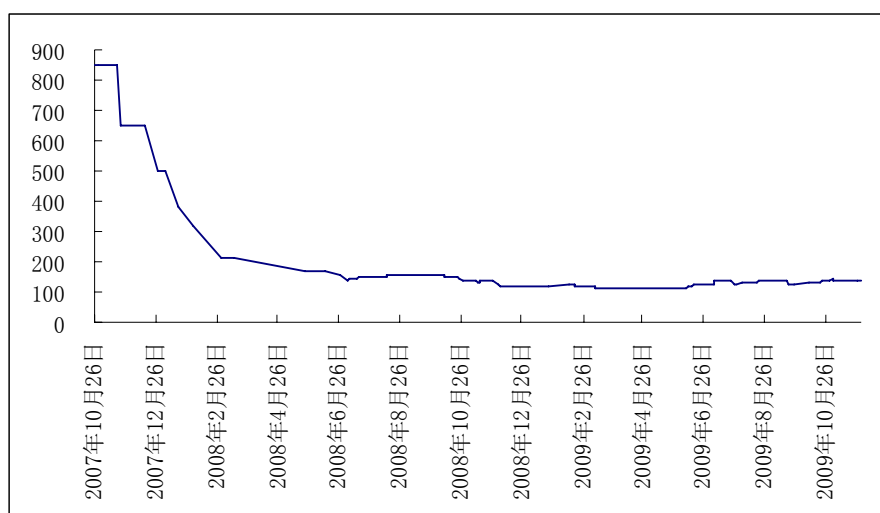
图表18：近两年VA价格走势



来源：爱建证券研究部整理

- VE至07年10月起开始涨价，价格由70元/公斤最高涨至08年6月的260元/公斤，在金融危机的影响下，VE价格和需求快速下跌至09年4月110元/公斤，在去库存结束，以及下游医药、饲料的刚性需求拉动下，VE价格有一定幅度反弹，目前价格稳定在190元/公斤左右。
- 由于VE目前已形成了帝斯曼、巴斯夫、新和成、浙江医药四大企业寡头垄断全球市场的局面，且市场进入门槛很高，短期不存在潜在进入者。四大企业对VE价格的控制渐有默契，且目前全球VE供需较为平衡，各大厂商产能扩张节奏良好。我们预计2010年VE均价将在215元左右。
- VA此轮价格涨跌的时间窗口较VE平均落后一个月左右，幅度与VE相似。作为市场规模第三大的维生素产品，目前世界上90%的产能由帝斯曼、巴斯夫、新和成、安迪苏控制，从世界范围看，该产品供略大于求。由于VA的进入门槛相对较高，市场又几近形成了寡头垄断，故VA生产企业往往利用停产检修来限产保价甚至提价。VA最近一次提价就是浙江医药宣布检修20天。从提价后的销量情况看，目前经销商对于170元/公斤的价格尚能接受，我们预计2010年VA价格将保持在220元/公斤左右，看好VE和VA生产企业新和成（002001）、浙江医药（600216）。

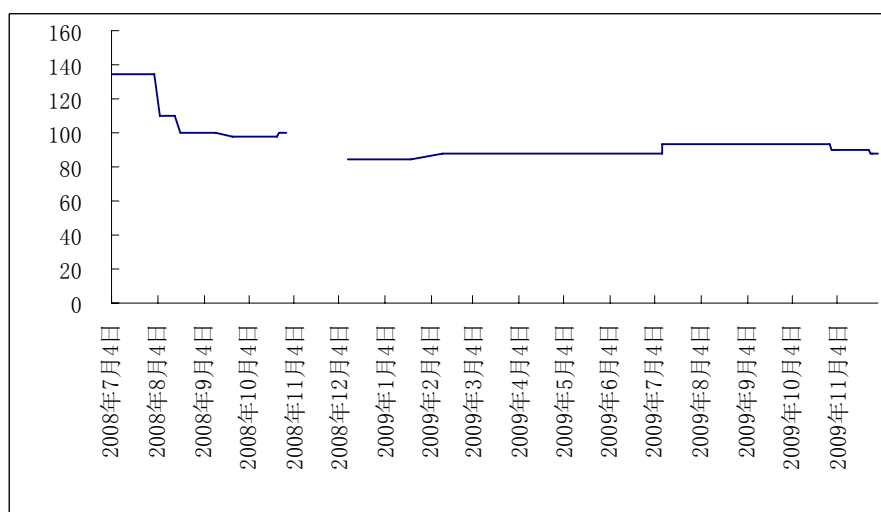
图表19：近两年VB2价格走势



来源：爱建证券研究部整理

- VB2属于小品种维生素，2007年以来价格跌幅巨大，由最高的接近900元/公斤跌至目前140元/公斤左右。不少企业由于成本压力选择停产，但由于该行业门槛较低，如果产品价格出现大涨，将有众多产能复工。且目前产品一直处于供大于求的局面。故我们认为2010年VB2价格将继续在低位徘徊，即使价格出现反弹，也只是短期行为。全球最大的生产厂家广济药业虽然具备一定成本优势，但由于对价格控制力度较弱，给与其中性评级。

图表20：近两年VC价格走势



来源：爱建证券研究部整理

- VC是几大维生素品种中，国内企业唯一有技术优势的品种，也是2008年以来价格表现最好的品种。在众多原料药产品大幅下跌的情况下，VC仅下跌30%。目前该产品市场集中度较高，产能主要集中在东北制药、华北制药、江山制药、帝斯曼四大企业中。随着小

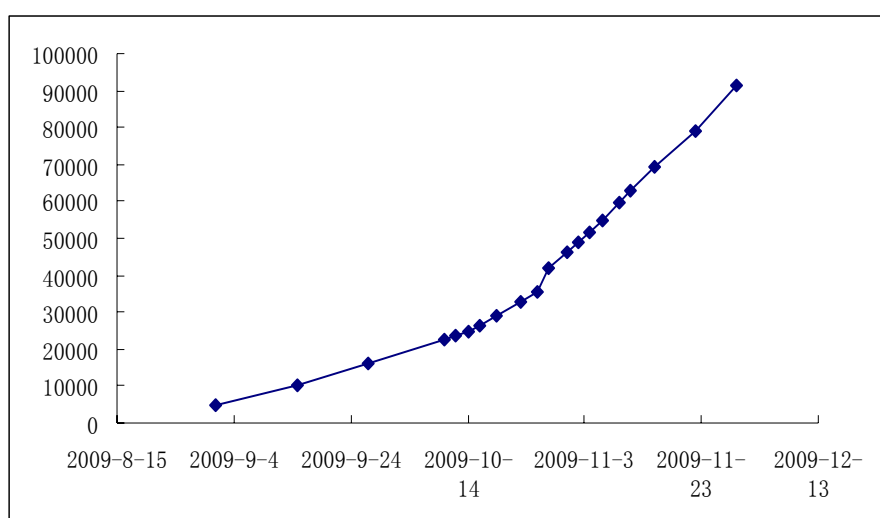
企业的逐步退出，以及国家抑制VC产能扩张政策的出台，目前整个市场供需基本平衡。我们预计2010年VC价格将维持在100元/公斤，继续看好东北制药（000597）。

■ 受益于甲流疫情发展的公司

- 甲型H1N1型流感今年4月首先爆发于墨西哥，由于当时人们对病毒的未知和感染人数的大幅增加，造成了当地一段时间的恐慌。流感病毒伴随着现代化的交通工具迅速的在世界范围传播蔓延。
- 近期南半球疫情趋缓，北半球疫情加剧。截至11月29日，世界卫生组织统计，全球出现甲流疫情的国家已达199个，累计报告甲流确诊病例接近七十万，死亡病例至少已达8768人（由于部分国家并未实行病例报告制度，故世界卫生组织估计甲流感染人数远超此数目）。在亚太地区：中国北部地区甲型H1N1病毒流感活动出现下降趋势，而中国南部、日本、印度西北部、尼泊尔、斯里兰卡和柬埔寨等地流感等呼吸道疾病病例数量呈上升趋势。

图表21：我国甲流感染人数

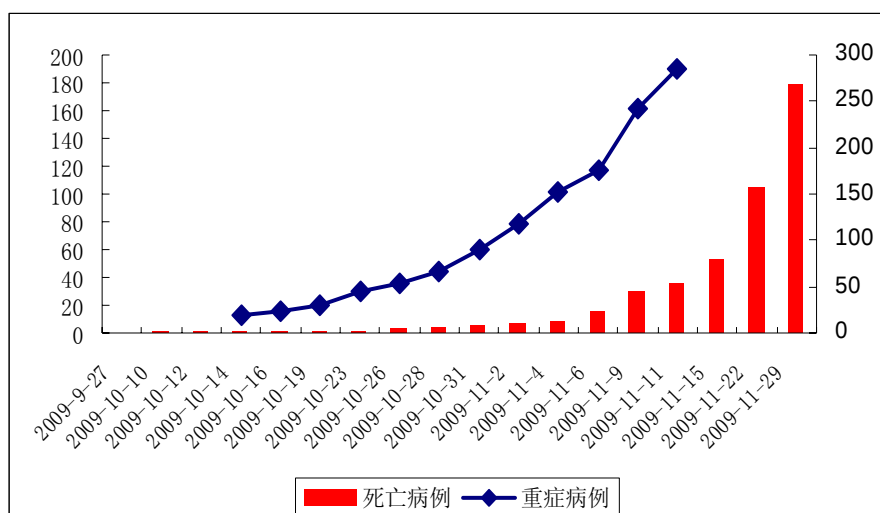
单位：个



来源：爱建证券研究部整理

图表22：我国甲流重症病例和死亡病例

单位：个



来源：爱建证券研究部整理

- 截至12月9日，我国已有3000万高危人群接种了甲流疫苗，但甲流易感人群基数大，整体医疗条件有限。在气温逐渐降低，病毒活力逐步增强的背景下，我们预计甲流重症患者和死亡病例将进一步增加，疫情将进一步加剧，且至少持续到2010年3月左右。
- 我们预计在未来4个月内，还将可能出现三个事件，驱动抗甲流医药股走出上扬行情：
 - (1) 重症和死亡病例在某段时期大幅增加：随着冬季的到来，气候条件更加适合甲流病毒的滋生和传播，且流行性感即即将进入高发期，在以上因素的共同作用下，今年冬季或明年春初重症和死亡病例在某段时期大幅增加将会是大概率事件。
 - (2) 我国宣布进入甲流全国紧急状态：如果疫情全面爆发，不排除政府会像美国等国家一样，宣布全国进入甲流紧急状态，以便更好的控制疫情。我们预计此事件发生概率 10%。
 - (3) 甲流病毒发生变异，产生致死率更高的新型流感病毒：目前甲型流感致死率为 0.5%左右，和季节性流感相当，目前不断有其他物种感染甲流病毒，而甲流病毒在这些物种上产生变异的可能性远高于人类。我们预计甲流病毒发生致死率更高的变异的概率在 5%左右。
- 我们认为甲流疫情在我国尚未出现减缓迹象，且目前处于加速爆发期。从估值和甲流疫情受益程度两个角度考虑，建议投资者在未来4个月内可以继续关注以下几类抗甲流相关个股：
 - (1) 甲流疫苗生产企业：华兰生物（002007）、天坛生物（600161）。
 - (2) 甲流诊断试剂生产企业：科华生物（002022）、复星医药（600196）。
 - (3) 防治甲流药物生产企业：康缘药业（600557）上海医药（600849）、海正药业（600267）、康美药业（600518）、同仁堂（600085）等。

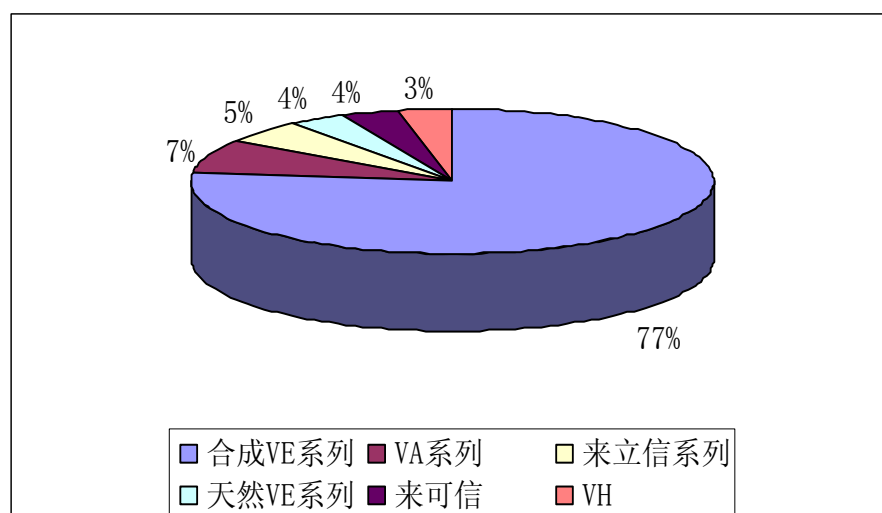
四、2010年度重点推荐的上市公司

- 依据上述三条主线，我们综合公司基本面情况、未来发展空间以及目前股价所对应的安全边际角度，选取了浙江医药（600216）、康美药业（600518）、海正药业（600267）作为2010年重点推荐的上市公司，具体分析如下。

■ 受益于VE景气度回升的浙江医药（600216）

- 公司业务分为化学原料药和化学制剂药两大块，其中原料药主要以合成VE、天然VE、VA、VH四大品种为主；化学制剂药主要以来立信、来可信两大品种为主。其中合成VE是其最重要的收入来源，占全部业务收入的77%。

图表23：公司09年中期主营业务收入构成



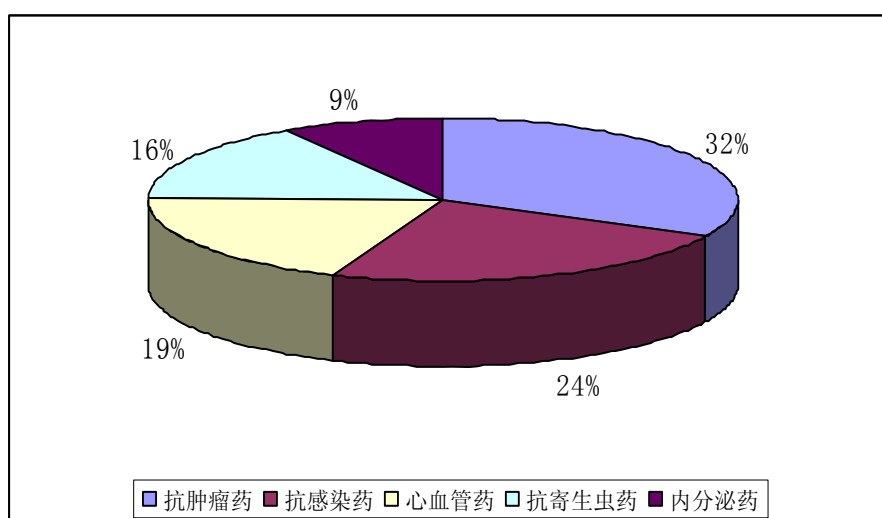
来源：爱建证券研究部整理

- 从海关统计数据看，10月份VE出口均价环比下跌4.5%，但出口量环比大幅上升28%，且11月中旬巴斯夫在北美地区继续上调VE价格10%，说明下游需求复苏愈加明确。我们预计2010年VE将延续09年下半年来的复苏势头，并进入新的景气长周期。且由于今年一季度受全球金融危机的影响，造成的低基数，预计明年一季度同比将出现250%以上的增速。
- 公司制剂业务近来也取得了长足的进步，预计未来将有治疗糖尿病药物：米格列醇、伏格列波糖、治疗肿瘤药物：甲磺酸普唑替尼新品种陆续上市，逐步提高制剂药在公司中的地位。
- 我们预计公司09—11年每股收益将分别为：2.52元、3.10元和3.76元。目前股价31.98元，对于2010年动态PE仅为10.3倍，价值严重低估，给予“推荐”的投资评级。

■ 开始海外扩张的海正药业（600267）

- 公司业务主要为自有制剂类药品生产、销售和外包原料药业务两大块，其中自有产品分为5大细分项目，其中占比最高的是抗肿瘤项目，占09年中期自有产品收入32%；增速最快的为内分泌药，09年同比平均增速达到74%。

图表24：公司09年中期自有产品主营业务收入构成



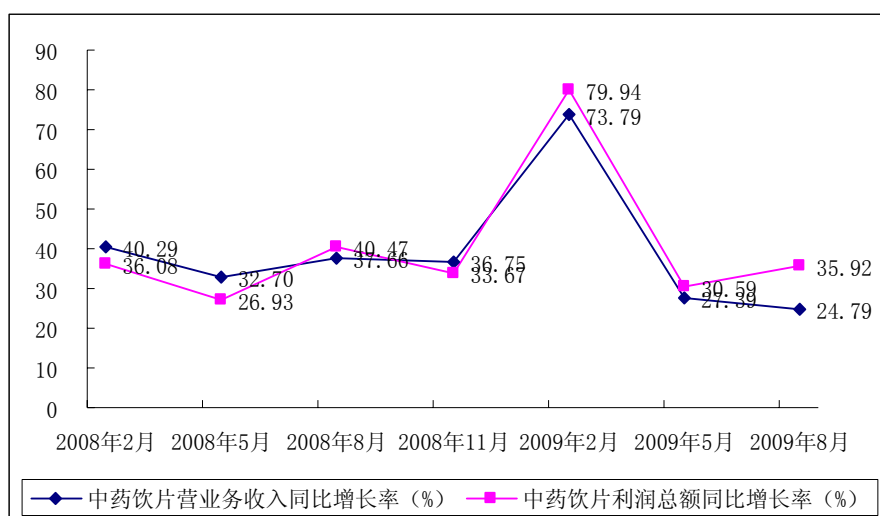
来源：爱建证券研究部整理

- 公司近期开始积极开拓海外市场，11月初公司与先灵葆雅签订了有效期5年的《总包生产协议》，获得英特威授权生产兽用预混剂产品。11月末公司又在美国投资150万美元设立专门从事新药工艺研发、技术合作及转让的子公司，为公司进一步拓展海外市场打下了坚实基础。公司特色原料药研发能力和生产技术实力在国内前茅，必将继续分享国外巨型制药公司药品定制业务，同时我们看好其制剂出口在未来的表现。
- 公司曾于10月末收到工信部收储治疗甲流特效药“达菲”的中间体环氧化物20吨指令，随着疫情加剧，不排除公司继续得到达菲中间体大额订单。
- 我们预计公司09—11年每股收益将分别为：0.6元、0.85元和1.01元。目前股价22.30元，对于2010年动态PE为26倍，价值低估，给予“推荐”的投资评级。

■ 中药饮片行业的王者康美药业（600518）

- 中药饮片行业近两年步入了良性发展轨道，主营业务收入和利润增长维持在较高水平并保持着同步性。在新医改政策和甲流疫情的双重驱动下，我们认为中药饮片行业2010年还将继续保持30%左右的高速增长。公司作为该行业的龙头充分分享行业高景气所带来的收益，07、08年公司净利润增长率分别为78.80%和64.74%。

图表25：近两年中药饮片行业主营业务收入和利润同比增长率



来源：爱建证券研究部整理

- 作为中药饮片行业的龙头企业，其生产的规范程度、生产规模和营销模式的创新度，大幅领先于其他饮片生产企业。目前广东本省占其饮片业务70%以上，公司计划自筹9亿元扩增中药饮片产能，将饮片业务向全国拓展，未来公司发展空间巨大。
- 甲流疫情的持续爆发，导致疫苗供应不足，而达菲等等化学药品价格高昂，使得具有抗病毒功能的中成药销售超预期，这种超预期必将传导至其上游产业中药材，预计今明两年公司中药材贸易业务将超预期增长。
- 我们预计公司09—11年每股收益将分别为：0.31元、0.50元和0.6元。目前股价10.62元，对于2010年动态PE为21倍，价值低估，给予“推荐”的投资评级。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。