

医药生物

防御特性依旧、个股精彩纷呈

2010 年度医药生物策略报告

投资要点

1、2010 年医药行业销售收入及利润将继续保持较高水平增长。三项保险制度覆盖率增加和报销额度增加使医疗需求进一步得到释放，基本药物制度的实施加快医疗需求的释放，医疗卫生支出占 GDP 比例有较大上升空间。

2、疾病因素促使重点子行业更快速度发展。人口老年化和经济发展使心血管疾病、糖尿病、肿瘤和神经精神类疾病发病率大幅增加，促使相关子行业更快速度发展。

3、基本药物独家品种潜力巨大。国家出台的基本药物指导价表明基本药物独家品种不存在大的降价压力，同时由于基本药物使用的广泛性和强制性，我们认为具有突出行业地位和品牌优势的基本药物独家品种未来存在较大的增长潜力。我们认为双鹤药业、马应龙、中新药业、三九医药等公司由于基本药物制度的实施而存在超预期增长的可能性。

4、医药商业集中度提高有利龙头企业。两票制的实施和基本药物集中采购、指定供应的政策将使大批中小医药商业企业被迫退出，医药商业集中度提高将加速。长期看好具有全国配送能力的国药控股、国药股份、南区商业龙头企业一致药业持续发展能力。

5、重组题材可能是 2010 年较为亮丽的一道风景线。医药工业将向规模优势和特色优势发展。普药及仿制药规模优势、子行业龙头地位优势、小企业特色药优势（包括原料药）。央企包括国药、华润和通用都在不断通过吸收合并的方式增强规模优势、地方企业中上药完成上药、上实、中西药业合并。因此，我们认为 2010 年我国将仍然存在医药行业资产重组或整合的案例。其中广药集团对广州药业和白云山的整合、太极集团系整合值得期待。

6、原料药价格有继续上涨可能。由于需求上涨和产业结构相对稳定等原因，我们认为 2010 年部分原料药价格存在上行的可能。看好 VA、VE、盐酸林可霉素、呈味核苷酸等原料药价格上涨带来的投资机会。我们看好新和成、浙江医药、星湖科技、天方药业 2010 年由于存在原料药价格上涨的可能带来的投资机会。

7、投资建议：标配医药股。

长线配置：行业优势明显，长期发展确定。代表公司为云南白药、恒瑞医药、华兰生物、双鹤药业。我们同时认为重庆啤酒由于治疗性乙肝疫苗成功的可能性较大，值得长线配置。

中线配置：业绩持续改善，题材逐步兑现。代表公司为海南海药、星湖科技。

密切关注：重组题材、原料药价格变动带来的投资机会。

研究员：高利

联系人：廖万国

Tel: 0755-82027735

Email: liaowanguo@hczq.com

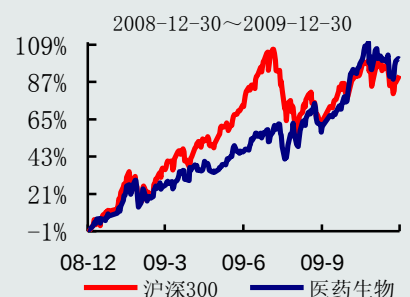
行业评级

行业评级:	推荐
评级变动:	首次评级

推荐公司及评级

公司名称及代码	评级
马应龙 (600993SH)	强烈推荐
海南海药 (000566SZ)	强烈推荐
星湖科技 (600866SH)	强烈推荐
重庆啤酒 (600132)	强烈推荐
云南白药 (000538SZ)	推荐
太极集团 (600129SH)	强烈推荐

行业表现对比图 (近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

正文目录

一、2009 年医药行业增长趋势符合预期.....	4
1、医药工业企业主营业务收入和利润增长远超过我国工业企业平均水平	4
2、我国医药工业企业营业质量持续改善	4
二、我国医药行业 2010 年可望继续保持 15%至 20%的增长.....	6
1、我国医疗卫生费用支出存在较大的增长潜力	6
2、医疗保险制度健全和筹资额度增加带动医药行业增长	7
3、基本药物制度逐步实施将大幅度释放基层医疗需求	9
三、疾病因素促使重点子行业更快速发展.....	10
1、经济增长和人口老年化使心脑血管病和糖尿病发病率大幅增加	10
2、高血压和糖尿病医疗需求需要得到进一步释放	11
3、恶性肿瘤发病率大幅增加有利于抗肿瘤药龙头企业的业绩增长	11
四、基本药物独家品种潜力巨大.....	12
1、基本药物独家品种降价压力较小	12
2、基本药物独家品种市场潜力巨大	12
3、基本药物政策落实延后不影响长期趋势.....	12
五、医药商业集中度提高有利龙头企业.....	14
六、原料药价格有望维持目前水平或继续上行.....	15
1、VC 需求增长、价格有望维持现有水平	15
2、VE 四大巨头联手维稳，价格保持高位.....	16
3、VA：去库存化接近完结，需求导致价格上涨.....	16
4、核黄素(VB2)：产能过剩，价格上行存在压力	17
七、投资建议：	18
1、行业评级：标配医药股	18
2、估值比较.....	18
3、投资策略:价值与题材并重，长、中、短线结合	19
4、重点公司列表.....	20

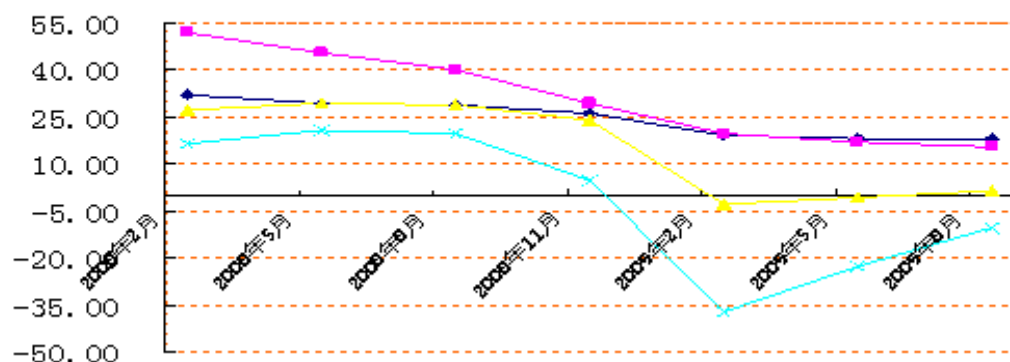
图表目录

图表 1 我国 2009 年 8 月工业全行业及医药工业企业累计收入和利润增长率.....	4
图表 2 我国医药制造业主营业务收入及利润总额增长率.....	4
图表 3 我国医药制造业经营指标情况	5
图表 4 医药行业分行业主营业务收入及利润	5
图表 5 医药行业分行业销售利润率	5
图表 6 部分国家医疗卫生费用支出占 GDP 百分比.....	6
图表 7 我国近年卫生总费用及占 GDP 百分比	6
图表 8 我国历年政府支出卫生费用占总卫生费用支出的百分比.....	7
图表 9 部分国家财政卫生支出占总财政支出百分比.....	7
图表 10 新农合医疗费用及药品消费预测	8
图表 11 城镇居民基本医疗保险制度医疗支出和药品消费支出预测.....	8
图表 12 城镇职工医疗保险医疗费用及药品消费支出预测.....	8
图表 13 医疗保障形式两周就诊率（千分比）	9
图表 14 我国历年城乡居民人均医疗保健支出（元）	9
图表 15 2008 年政府办医疗机构药品支出	10
图表 16 2008 年我国城镇居民两周患病率及未就诊率（抽样调查结果）	10
图表 17 我国历年 65 岁以上人口占比情况	10
图表 18 我国心血管、糖尿病等主要疾病患病率及增长率.....	11
图表 19 我国 2008 年高血压及糖尿病患病率及就治疗情况.....	11
图表 20 至 2009 年 9 月我国各治疗领域用药排名	12
图表 21 基本药物独家品种列表	13
图表 22 广州市部分药店和医院销售基本药物独家品种价格调查（2009 年 10 月 8 号） ...	13
图表 23 部分基本药物独家品种毛利率	14
图表 24 2008 年排名前 20 名医药流通企业及销售收入（商业）	14
图表 25 我国前三大医药流通企业销售合计占比情况.....	15
图表 26 我国 VC 出口量价情况.....	15
图表 27 我国 VE 出口量价情况.....	16
图表 28 我国 VA 出口量价情况.....	17
图表 29 我国 VB2 出口量价情况.....	17
图表 30 至 2009 年 12 月 25 日医药生物估值及相对沪深 300 溢价情况.....	18
图表 31 自 2003 年 3 月至 2009 年 10 月医药生物估值及相对沪深 300 溢价变动.....	19
图表 32 重点公司推荐列表	20

1、医药工业企业主营业务收入和利润增长远超过我国工业企业平均水平。至 2009 年 8 月我国医药制造业累计主营业务收入、主营业务利润分别为 5484 亿元和 529 亿元，同比增长 17.96%和 15.48%。同期我国工业企业主营业务收入增长 1.56%，利润总额下降 10.61%。

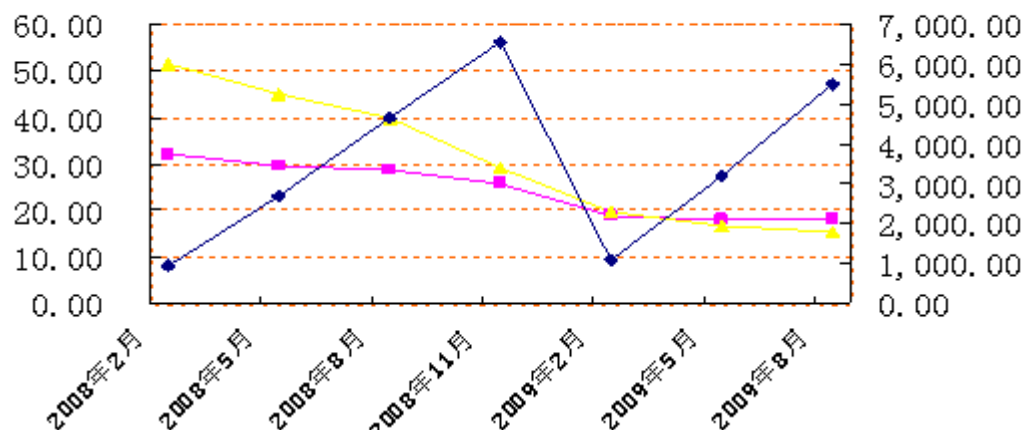
分行业看至 2009 年 8 月，除化学原料药由于价格下降原因销售收入累计同比增长 8.51%和利润同比下降 5.32%外，化学药品制剂销售收入和利润同比 19.31%和 17.62%，中成药主营业务收入和利润总额同比增长 18.12%和 19.48，中药饮片分别为 24.79%和 35.92%，生物生化制剂分别为 24.97%和 26.59%，卫生材料及医药用品行业分别为 29.66%和 39.17%为增长最快的子行业。

◆ 医药制造业主营业务收入累计同比 ■ 医药制造业利润总额累计同比
▲ 工业企业主营业务收入累计同比 ✕ 工业企业利润总额累计同比



资料来源: WIND

—■— 医药制造业主营业务收入累计同比% —▲— 医药制造业利润总额累计同比%
—◆— 医药制造业主营业务收入累计



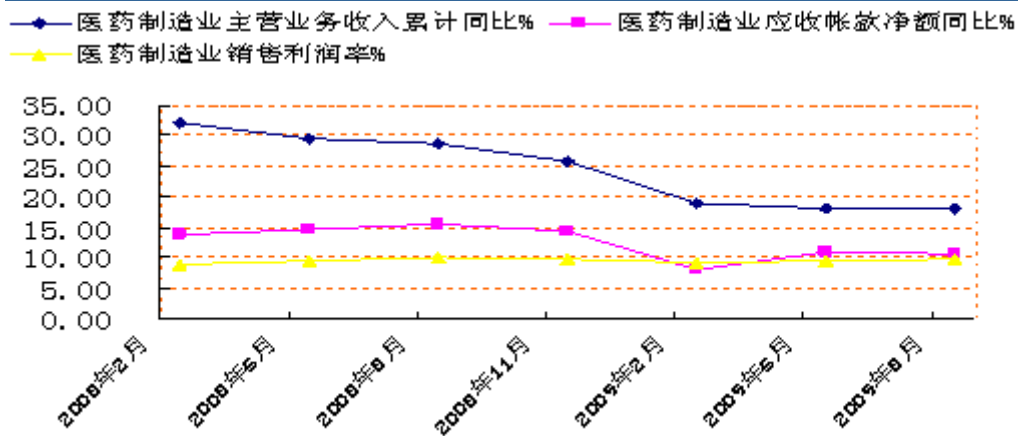
资料来源: WIND

2、我国医药工业企业营业质量持续改善。至 2009 年 8 月我国医药工业企业应收账款净额同比增加 10.53%，低于收入增长 7.43%，说明回款能力增强。销售利润率持续改善，至 8 月为 9.66% 高于 2009 年 2 月的 9.22% 和 5 月的 9.6%，与去年同期相比略有下降 0.24%。分行业看至 2009 年 8 月除中成药应收账款净额增长略高于销售收入增长外，其他子行业应收账款净额增长率均低于销售收入增长率。化学药品制剂销售利润率为 10.65%，同比有所下降。销售利润率增长较快的子行业分别为中药饮片、生物生化制剂及中成药，其中生物生化制剂销

敬请阅读正文之后的免责声明

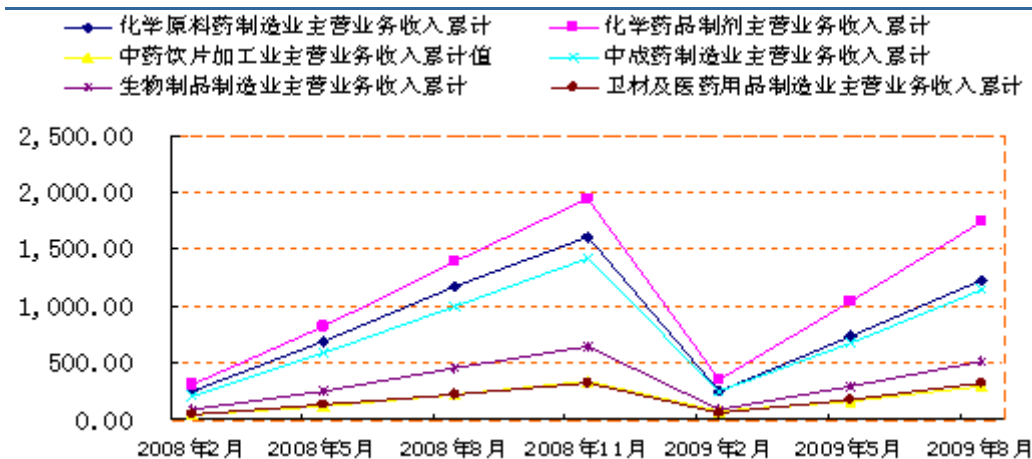
售利润率达到 13.18%，为全行业最高水平，卫材及医药用品基本持平。

图表 3 我国医药制造业经营指标情况



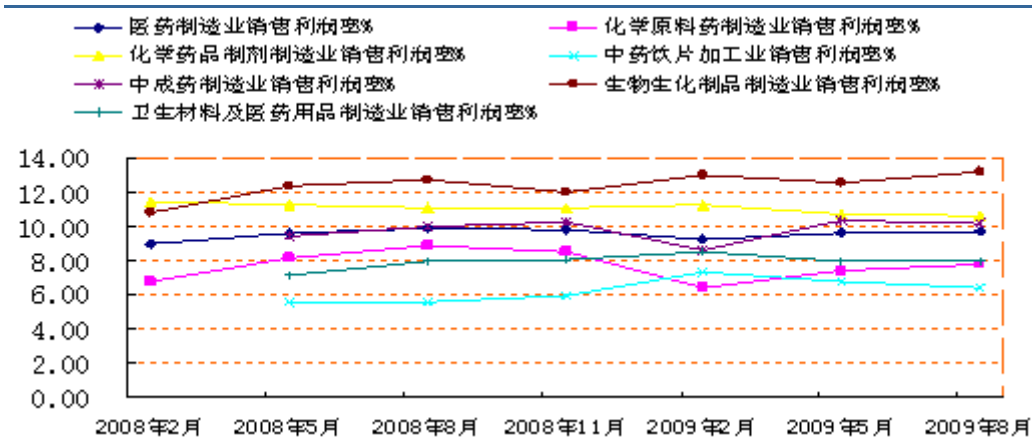
资料来源: WIND

图表 4 医药行业分行业主营业务收入及利润



资料来源: WIND

图表 5 医药行业分行业销售利润率



资料来源: WIND

二、我国医药行业 2010 年可望继续保持 15%至 20%的增长

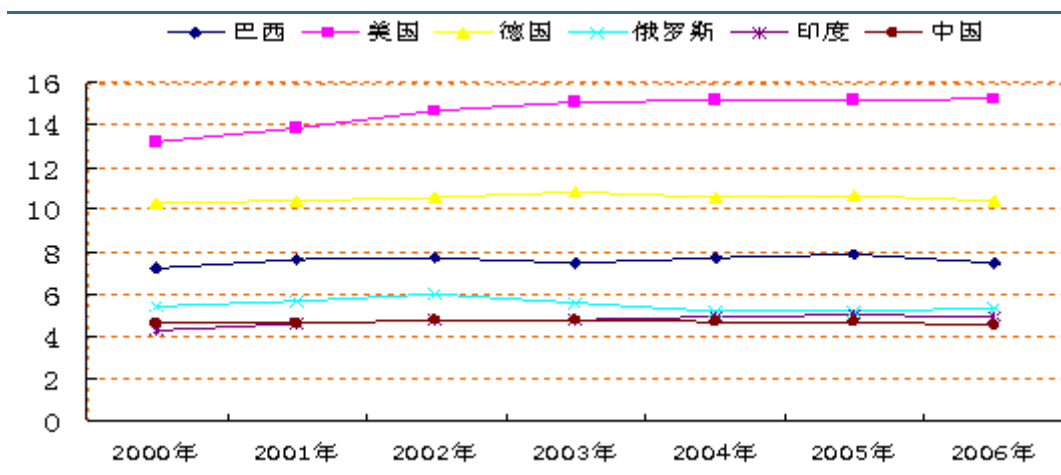
1、我国医疗卫生费用支出存在较大的增长潜力。我国卫生总费用虽然呈现逐年增长态势，2008 年达到 13216 亿元，但我国卫生总费用支出占 GDP 百分比一直徘徊在 5%以内，远低于美国、德国和巴西，俄罗斯和印度也在 5%以上。

政府卫生总费用支出占财政支出比例多年来徘徊在 1%以内，与大多数发达国家和发展中国家相比处于较低的位置。巴西、美国、德国、俄罗斯和印度今年来呈逐年上升态势，其中美国、德国和俄罗斯占比超过 11%。

虽然我国政府卫生支出占卫生总费用比例近年来有所提高，2007 年达到 45%，但和发达国家及部分发展中国家相比依然处于较低水平。

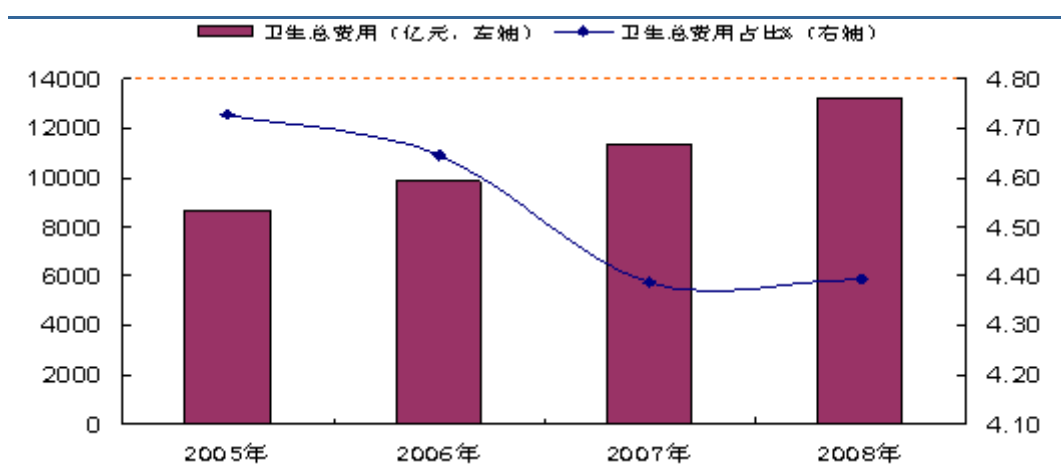
因此，我国医疗卫生总费用仍然存在较大的增长空间。这种增长来自于政府投入增加和卫生费用支出占 GDP 比例上升潜力。以 2008 年 30 万亿的 GDP 计算，如果卫生总费用占 GDP 比重上升 1%，则卫生费用支出增加 3000 亿元，会相应带动药品消费增加 1000 亿元左右。

图表 6 部分国家医疗卫生费用支出占 GDP 百分比



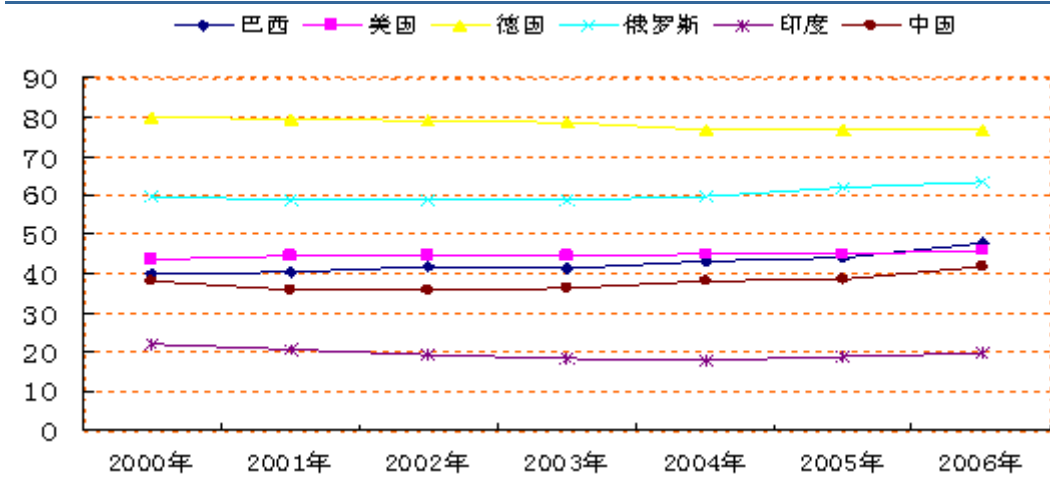
资料来源: WHO

图表 7 我国近年卫生总费用及占 GDP 百分比



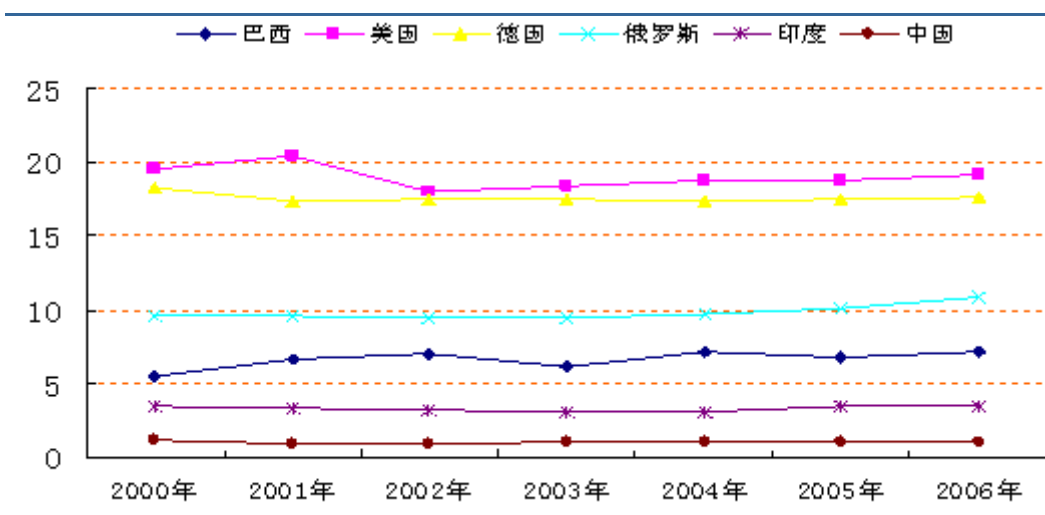
资料来源: 卫生部

图表 8 我国历年政府支出卫生费用占总卫生费用支出的百分比



资料来源: WHO

图表 9 部分国家财政卫生支出占总财政支出百分比



资料来源: WHO

2、医疗保险制度健全和筹资额度增加带动医药行业增长

全民基本医疗保险制度建设和完善已成为国策之一，至 2010 年三项医疗保险覆盖率将会超过 90%。卫生部 2008 年抽样调查结果表明有城镇职工医疗保险、公费医疗、城镇居民医疗保险和新农合医疗保险的人口两周患病就诊率远高于没有或其他形式的医疗保险两周患病就诊率。

2010 年医疗保险制度健全可以带动新增药品消费支出增长 16%左右。以 2010 年实现城镇居民和新农合补助标准为每人 120 元，初步测算由于三项医疗保险覆盖率的增加，2010 年新增药品消费支出将增加近 800 亿元，按 2009 年 5000 亿元左右的药品消费计算，因医疗保险制度健全带来的药品消费增长在 16%左右。其中城镇居民医疗保险和新农合覆盖率及医保筹资额度的增加是农村人口和城镇居民药品消费增长率大大高于城镇职工医保药品消费增长率。

图表 10 新农合医疗费用及药品消费预测

年份	参加新农合人数 (亿人)	参合率 (%)	人均费用 元	当年基金支出 (亿元)	医疗总费用 (亿元)	药品费用 (亿元)	新增药品费用 (亿元)	药品消费增长率 (%)
2004	0.8	75	50	26	48	22		
2005	1.8	76	50	62	112	51	29	134.17
2006	4.1	81	50	156	283	127	77	152.32
2007	7.3	86	80	347	630	284	156	122.47
2008	7.6	90	90	580	1054	474	191	67.29
2009	8.3	98	125	877	1594	717	243	51.16
2010	8.3	98	150	1052	1913	861	143	20.00

注：1 新农合 2008 年个人出资 10 元至 20 元、各级政府补助 70 至 80 元；2009 年个人出资 20 元至 25 元，政府补助 100 元左右；2010 年个人出资 30 元，政府补助 120 元。2 基金留存 15%，平均报销比例 55%，药品消费占医疗费用 45%。

资料来源：卫生部，华创证券

图表 11 城镇居民基本医疗保险制度医疗支出和药品消费支出预测

年份	人口数 万	参保人数 万	参保率%	人均费用 元	基金收入 亿元	基金支出 亿元	总医疗费用 亿元	药品费用 亿元	新增药品费用 亿元	药品消费增长率 %
2007	26577	4291	16.15	150.00	64.37	54.71	99.47	59.68		
2008	27980	11192	40.00	150.00	167.88	142.70	259.45	155.67	95.99	160.83
2009	29457	23566	80.00	220.00	518.45	440.68	801.24	480.75	325.07	208.82
2010	31013	31013	98.00	300.00	930.39	790.83	1437.87	862.72	381.97	79.45

注：1 城镇居民医疗保险2008年个人出资额100元左右，政府补助不少于50元；2009年个人出资额120元左右，政府补助100元左右；2010年个人出资额180元左右，政府补助120元。2 基金留存15%，平均报销比例55%，药品支出占比60%。

资料来源：卫生部，华创证券

图表 12 城镇职工医疗保险医疗费用及药品消费支出预测

年份	参保人数 万	参保率 %	人均费用 元	基金收入 亿元	基金支出 亿元	总医疗费用 亿元	药品费用 亿元	新增药品费用 亿元	药品消费增长率 %
2007	18020	61.45	1229	2214	1552	1940	873		
2008	24300	80.00	1406	3416	2439	3049	1372	499	57.17
2009	31462	100.00	1476	4644	3316	4145	1865	493	35.95
2010	32589	100.00	1624	5291	3778	4722	2125	260	13.94
	职工人数 万	增长率 %	平均工资 元	增长率	人均费用 元				
2005	27331	3.23	18364	14.6					
2006	28310	3.58	21001	14.4	1110.05				

注：1，设2009年工资增长率5%，2010年10%。2 基金支出按2007年和2006年平均71.2%计算，报销比例80%，药品费用45%。

资料来源：卫生部，华创证券

图表 13 医疗保障形式两周就诊率（千分比）

	合计	城市				农村				
		小计	大	中	小	小计	一类	二类	三类	四类
城镇职工										
医疗保险	145.7	145.2	186.1	87.3	138.0	150.8	124.0	185.9	177.3	136.4
公费医疗	187.3	190.3	246.4	163.4	73.9	176.6	38.8	126.0	347.8	0.0
城镇居民										
医疗保险	104.7	103.7	115.3	100.2	99.5	111.5	106.5	144.9	109.1	147.1
新型农村										
合作医疗	155.0	202.0	50.0	107.8	211.0	153.2	119.5	172.0	178.0	111.4
其他社会										
医疗保险	81.1	73.1	65.7	71.0	92.8	102.9	79.1	132.1	140.0	58.8
无社会医										
疗保险	107.8	82.5	70.1	76.9	93.9	141.7	98.5	160.7	162.5	92.0

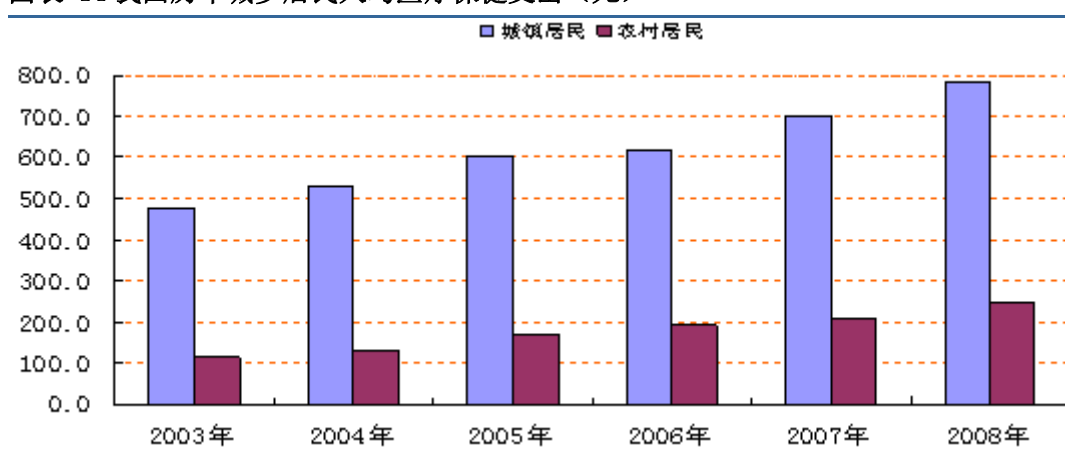
资料来源：卫生部统计年鉴

3、基本药物制度逐步实施将大幅度释放基层医疗需求

2008年卫生部调查统计表明我国城乡居民两周患病未就诊率高达37.6%，农村人口两周患病未就诊率要高于城市人口。农村人口人均医疗保健支出只有城镇居民1/3，在政府办医疗机构药品支出中，乡镇卫生院药品支出只占所有政府办医疗机构药品支出额的10%，与乡镇卫生院面对的近70%的乡镇人口及农村人口完全不成比例。

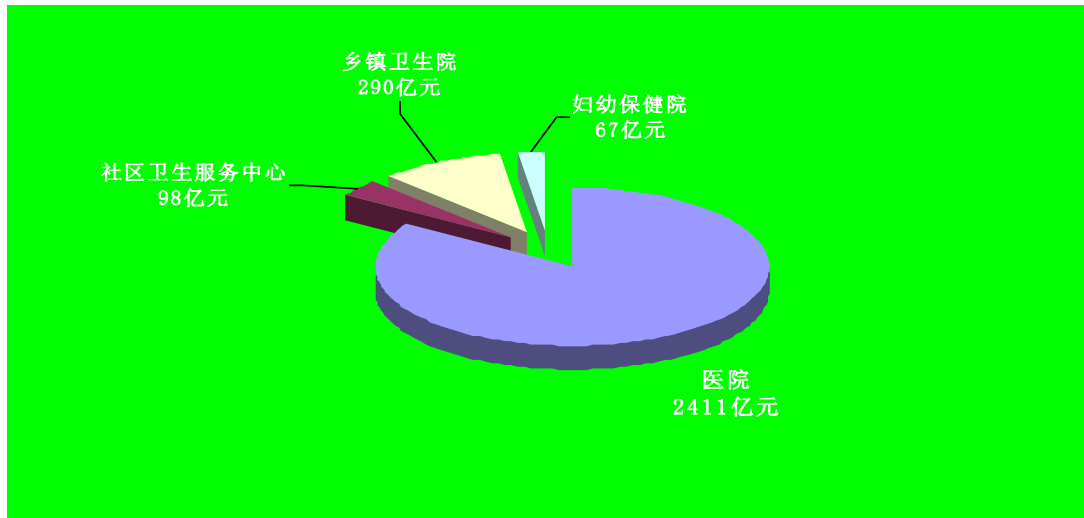
基本药物目录的制定和公布是实施医改政策的最重要的环节。基本药物将被国家举办的基层医院强制使用，并会实现政府定价、集中采购、0差价销售及基本药物报销比例大幅度提高的政策。这与以前的基本药物（2004年版甲类目录）意义有很大的区别，主要在于目前的基本药物的使用会有强制性、排他性。这将有利于基本药物的大范围使用，有利于降低看病用药费用，有利于基层医疗市场的进一步扩容，有利于基层医疗需求得到进一步释放。

图表 14 我国历年城乡居民人均医疗保健支出（元）



资料来源：卫生部统计年鉴

图表 15 2008 年政府办医疗机构药品支出



资料来源：卫生部统计年鉴

图表 16 2008 年我国城镇居民两周患病率及未就诊率（抽样调查结果）

指标名称	两周患病率(‰)	两周患病未就诊比例 (%)
合计	149.8	37.6
城市	187.2	37.3
农村	137.1	37.8

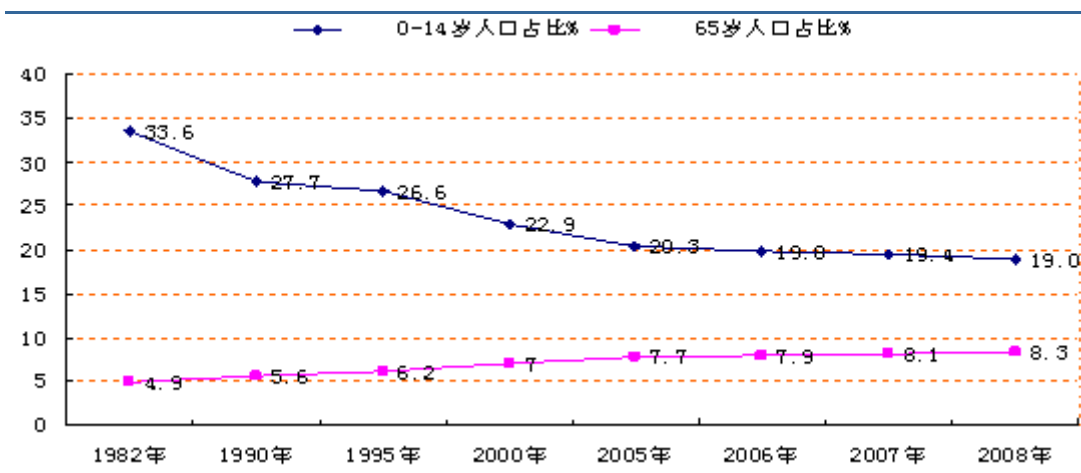
资料来源：卫生部统计年鉴

三、疾病因素促使重点子行业更快速发展

1、经济增长和人口老龄化使心脑血管病和糖尿病发病率大幅增加。

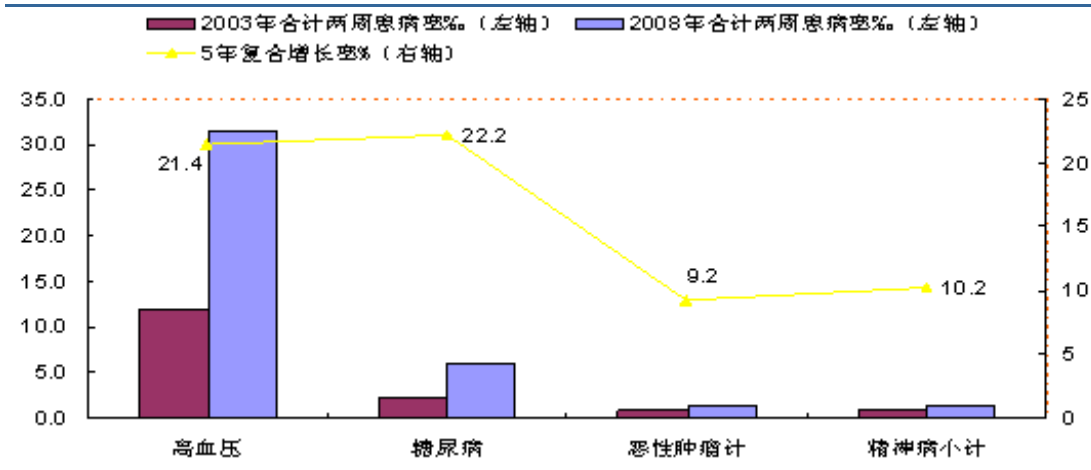
由于我国的人口政策和生活条件改善使得我国的老年人口占总人口的比例逐年上升，而 0-14 岁人口占比逐年下降。2008 年我国 65 岁以上人口占比为 8.3%，较 2000 年上升了 1.3%，按此速度再过 10 年我国将进入老龄化国家。于此同时我国的心血管病和糖尿病发病率逐年上升，按两周发病率计算，自 2003 年至 2008 年我国的高血压和糖尿病两周发病率 5 年复合增长率分别达到 21.4% 和 22.2%。我国 2008 年高血压人口已接近 2 亿，而糖尿病人口超过 7000 万人，均处于世界第一位。

图表 17 我国历年 65 岁以上人口占比情况



资料来源：卫生部统计年鉴

图表 18 我国心血管、糖尿病等主要疾病患病率及增长率



病种	城市两周患病率‰		农村两周患病率‰		2003 年合计两周患病率‰(左轴)	2008 年合计两周患病率‰(左轴)	5 年复合增长率%(右轴)
	2003 年	2008 年	2003 年	2008 年			
高血压	21.9	60.8	8.4	20.9	11.9	31.4	21.4
糖尿病	6.3	15.5	0.8	2.6	2.2	6.0	22.2
恶性肿瘤计	1.3	2.2	0.8	1.1	0.9	1.4	9.2
精神病小计	0.9	1.7	0.8	1.2	0.8	1.3	10.2

资料来源：卫生部统计年鉴

2、高血压和糖尿病医疗需求需要得到进一步释放

有超过 1.2 亿高血压病人和 6000 万糖尿病病人未得到治疗，而这部分病人大部分分布在农村和城市低收入人群。基本医疗保险的广覆盖会使其中大部分人得到基本治疗，因此生产降压药和降糖药普药的龙头企业会得到更大的发展，因为龙头企业通过规模效应降低了生产成本，虽然药品的价格低，但仍然可以保持较高的毛利率水平。比如双鹤药业的降压 0 号，每天费用只有中高端降压药的 1/6 左右，但毛利率却达到 84%。

我们长期看好双鹤药业、中新药业、天士力等在心血管和糖尿病领域具有拳头产品和品牌产品的发展趋势，同时双鹤药业的降压 0 号、中新药业的速效救心丸、天士力的复方丹参滴丸均为基本药物独家品种，且均为品牌药物和具有良好的市场基础。

图表 19 我国 2008 年高血压及糖尿病患病率及就诊疗情况

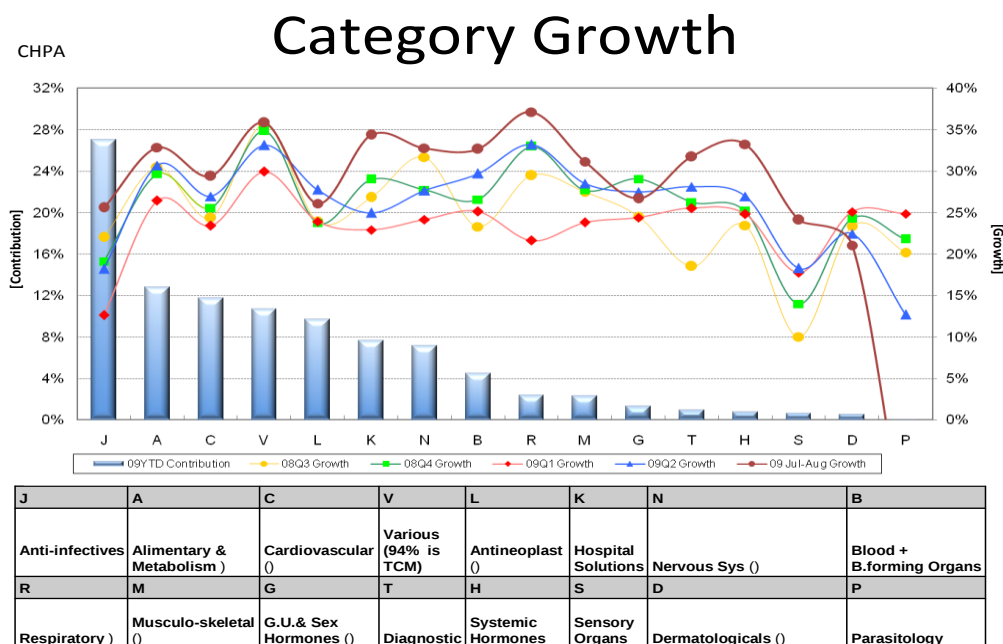
病种	总人口发病率	患者人数	治疗率	控制率	未获治疗患者数	需要加强治疗患者数
高血压	14%	1.6 亿	24.40%	7%	1.2 亿	0.363 亿
糖尿病	6%	0.7 亿	15%	5%	0.6 亿	0.099 亿

资料来源：中华医学会

3、恶性肿瘤发病率大幅增加有利于抗肿瘤药龙头企业的业绩增长。

由于环境恶化和人口老年化，我国恶性肿瘤的发病率增加仅次于糖尿病和高血压之后。至 2009 年 9 月我国药品医院采购量前 5 位的药品大类依次为抗感染药、营养和代谢类药品、心血管药、中药和抗肿瘤药。我们长期看好抗肿瘤药龙头企业恒瑞医药。

图表 20 至 2009 年 9 月我国各治疗领域用药排名



资料来源: IMS

四、基本药物独家品种潜力巨大

1、基本药物独家品种降价压力较小。相对于非独家品种基本药物存在生产厂家众多、竞争激励从而面临省市招标较大幅度降价压力，基本药物独家品种则由于品牌的唯一性、已经具有较广泛的市场认知度、临床使用的排他性等诸多优势决定了厂家在招标时具有一定的议价能力和市场选择能力，因此基本药物独家品种的降价压力基本较小。此次国家出台的最新版基本药物指导价格也说明这一现象，许多独家品种的价格没有降低，少数品种还存在涨价的空间。

2、基本药物独家品种市场潜力巨大。基本药物将被国家举办的基层医院强制使用，并会实现政府定价、集中采购、0 差价销售及基本药物报销比例大幅度提高的政策。这与以前的基本药物（2004 年版甲类目录）意义有很大的区别，主要在于目前的基本药物的使用会有强制性、排他性。这有利于基本药物的大范围使用，有利于降低看病用药费用，有利于基层医疗市场的进一步扩容，有利于基层医疗需求得到进一步释放。由于独家品种疗效确切、品牌知名度高和唯一性，其招标成功的可能性大大高于非独家品种。基本药物独家品种将巨大市场潜力转化为销售增长的途径包括现有市场使用量的增长、进入空白市场和自然增长。由于降价压力较小，而市场潜力巨大，可以预见其销售的增长和由于营销费用的降低带来的利益将远大于可能存在的降价而导致的利益损失。

3、基本药物政策落实延后不影响长期趋势。基本药物制度开始建立之初，确立了分步实施的思路。2009 年的年度目标是在 30%政府举办的基层医疗卫生机构建立该项制度。2010 年完成 60%的目标，2011 年在所有基层医疗机构建立基本药物制度，2012 年在县级以上医疗机构全面推行。但由于具体配套文件出台较晚或没有出台影响了基本药物制度的落实，但我们认为基本药物制度实施的延后不改变基本药物制度这一基本国策。

目前已经有江苏、黑龙江、安徽、浙江、陕西、河北等省份下发了具体实施方案，我们认为敬请阅读正文之后的免责声明

2009 年一季度全国大部分地区将出台实施基本药物制度的具体方案。

我们长期看好处于行业领先地位的基本药物独家品种企业的发展趋势，代表上市公司为双鹤药业、中新药业、天士力、马应龙、千金药业等。

图表 21 基本药物独家品种列表

功能	药品名称	生产企业
益气养阴	消渴丸	广州中一
活血祛瘀	血栓通注射液、注射用血栓通（冻干）	冻干（中恒集团）
理气活血	复方丹参片（胶囊、颗粒、滴丸）	天士力（滴丸）
滋阴活血	脉络宁注射液	金陵药业
活血化瘀	速效救心丸	中新药业
	三九胃泰颗粒	三九
祛风化瘀	正天丸（胶囊）	三九
祛风通络	华佗再造丸	广州奇星（广州药业）
清热消肿	马应龙麝香痔疮膏	马应龙
清热除湿	妇科千金片（胶囊）	株洲千金药业
	伤科接骨片	大连美罗
	云南白药（胶囊、膏、酊、气雾剂）	云南白药
降压	复方利血平氨苯蝶啶	双鹤药业
	地奥心血康胶囊	成都地奥
化瘀通脉	通心络胶囊	石家庄以岭药业

资料来源：健康网

图表 22 广州市部分药店和医院销售基本药物独家品种价格调查（2009 年 10 月 8 号）

品名	规格	零售价格（元）	最新国家指导价（元）
千金片	72 片薄衣	13.5~13.9	14.7
马应龙痔疮膏	10g	5.5~5.7	9.3
复方丹参滴丸	27mg*150 丸	19~26.3	25
速效救心丸	40mg*120 粒	17.5~23.8	23.6
降压 0 号	10 片	8.5~10	10
消渴丸	120 丸（30g）	17~18	17

资料来源：华创证券研究所

图表 23 部分基本药物独家品种毛利率

品名	生产企业	毛利率%
千金片	千金药业	74
马应龙痔疮膏	马应龙药业	76.4
复方丹参滴丸	天士力	72
速效救心丸	中新药业	67
降压 0 号	双鹤药业	84
消渴丸	广州药业	65

资料来源：公司公告

五、医药商业集中度提高有利龙头企业

医药商业集中度不断提高。2008 年度入围的 500 家医药商业企业年销售总额达到 4024 亿元（重复的数据已删除），占全国销售总额的 85.64%。销售规模 5000 万元以上的医药商业企业有 491 家，年销售总额达 3998 亿元（重复的数据已删除），占全国销售总额的 85.08%。销售前 5 强的省市依次为广东、上海、北京、浙江和江苏。

2008 年度医药流通百强企业销售总额达 3162 亿元，占同期全国销售总额的 67.29%左右。中国最大的 3 家医药商业企业占医药市场销售的比重在逐年提升，2008 年销售总额达到 943.75 亿元，占同期医药商业市场销售总额的 20.09%，比 2007 年提高了 0.86 个百分点。前 20 强医药商业企业销售总额达到 2025 亿元，占同期全国销售总额的 43%，利润总额占比已经达到 63%，平均利润率达到 1.58%。其中，国药控股股份有限公司销售规模增幅达 23.71%；北京医药股份有限公司增幅达 22.07%；国药集团药业股份有限公司（国药控股股份有限公司控股子公司）增幅达 24.29%；乐仁堂医药股份有限公司增幅达 21.14%；哈药集团医药有限公司增幅达 33.05%；云南省医药公司增幅达 35.80%；浙江英特药业有限责任公司增幅达 23.98%；湖北九州通集团有限公司增幅达 19.64%，均高于行业发展速度。

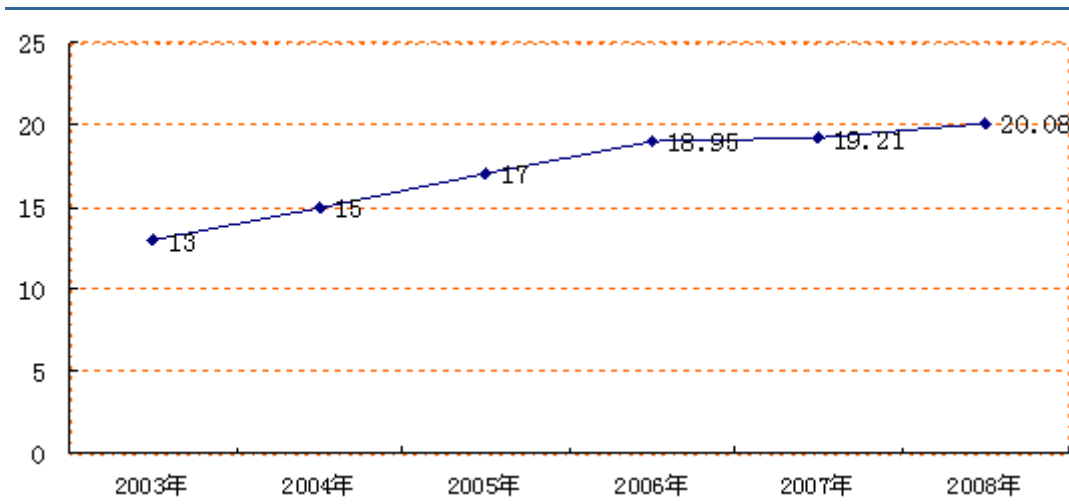
长期看好具有全国配送能力的国药控股、国药股份、南区商业龙头企业一致药业持续发展能力，持续关注南京医药由于持续扩张战略实施及药房委托业务可能带来的高毛利存在较大的业绩改善的可能性。

图表 24 2008 年排名前 20 名医药流通企业及销售收入（商业）

排名	企业名称	排名	企业名称
1	国药控股有限公司	11	哈药集团医药股份有限公司
2	上海医药有限公司	12	华东医药集团股份有限公司
3	九州通集团医药股份有限公司	13	云南省医药股份有限
4	南京医药股份有限公司	14	浙江英特药业有限责任公司
5	广州医药有限公司	15	乐仁堂医药集团股份有限 责任公司
6	安徽华源医药股份有限公司	16	北京科苑信海医药经营有 限公司
7	北京医药股份有限公司	17	河北东盛英华集团
8	重庆医药股份有限公司	18	山东海王银河医药有限公司
9	重庆桐君阁股份有限公司	19	天津医药集团太平医药有 限公司
10	四川科伦医药贸易有限公司	20	天士力医药营销有限公司

资料来源：中国医药信息网

图表 25 我国前三大医药流通企业销售合计占比情况



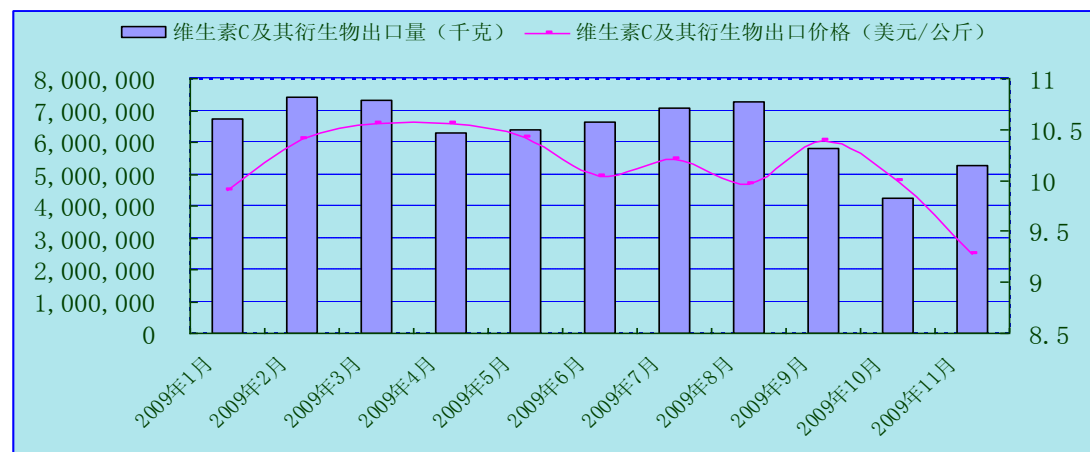
资料来源：中国医药信息网

六、原料药价格有望维持目前水平或继续上行

我国已成为世界的大宗原料药生产基地，其中最主要的维生素类原料药 70%左右用于饲料添加剂，其他用于医药和保健品，70%以上用于出口。

1、VC 需求增长、价格有望维持现有水平。VC 基本为中国 4 大原料药厂家生产，包括石药集团、江山制药、华北制药和东北制药产能在 10 万吨左右。今年以来 VC 出口价格基本维持在 10.5 美元/公斤左右，但出口量自 3 月后稳步上升。虽然我国政府有意压制 VC 产能扩张，但 VC 国内产能继续扩张将仍然不可避免。淄博华龙的 VC 产能为 1.5 万吨，并且有扩产至万吨的计划、上海迪赛诺与江苏森达生物合作投产 VC，5000 吨生产能力将于明年年初投产。而国外 VC 生产商的产能为 2.5 万吨，主要为高端产品。全球维生素 C 的年需求量大约为 12 万吨，如果各方维持现有产能，VC 市场供略大于求，价格上行存在压力。但预计明年由于经济好转因素，饲料行业可能会好转，VC 需求将有所增长，因此 2010 年 VC 价格可望维持目前水平。公司方面我们看好东北制药受益 VC 价格坚挺和需求增长带来的业绩增长。

图表 26 我国 VC 出口量价情况



资料来源：CEIC

2、VE 四大巨头联手维稳，价格保持高位

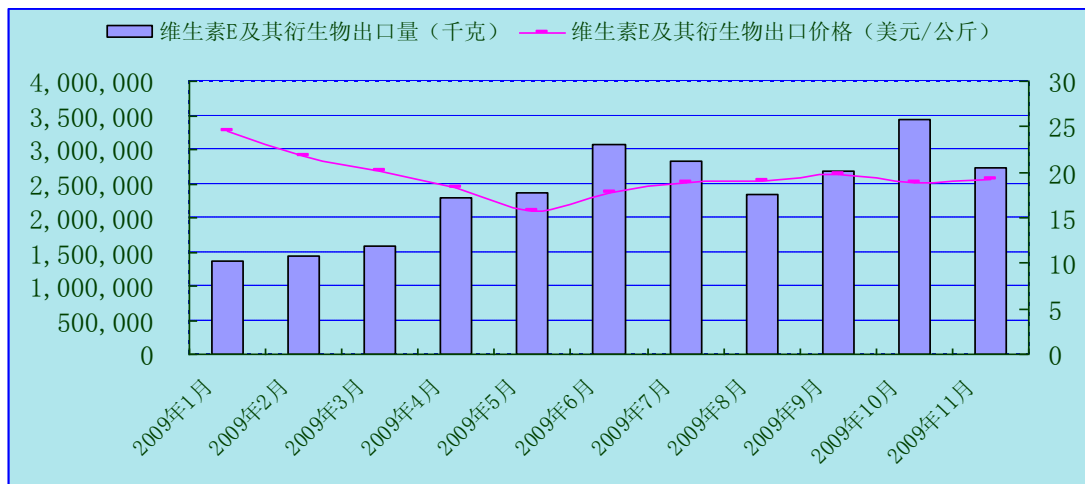
维生素 E 在人体内作用广泛，具有良好的抗氧化性及抗不孕功效，能促进细胞合成，又名生育酚。维生素 E 在动物营养及健康中的作用十分明显，维生素 E 能增强动物免疫力、应激能力、抗氧化能力、繁殖能力，是饲料中不可或缺的营养物质。

2009 年由于受金融危机及去库存作用的影响，美国及欧洲 27 国的 VE 出口量同比出现较大幅度下跌。我们认为维生素的需求毕竟是较为刚性，随着去库存化过程的完结，出口量会恢复到前六年平均 2 万吨左右水平。由于国内企业掌握核心技术，扩大自身产能，中国的 VE 占美国总进口量的占比逐渐增大，从 1996 年的 1.5% 增加到 2009 上半年的 49.6%。2000-2008 年欧洲 VE 进口量一直保持增长势头，说明需求还是十分旺盛。至 11 月 VE 月全出口量维持在 3000 吨左右，价格维持在 19 美元/公斤，呈稳中有涨趋势。

维生素 E 的国内价格经过今年初的一轮暴跌后，6 月起又逐渐反弹到 185 元，逼近去年最高价格水平 225 元。而 VE 出口量也从今年年初的谷底开始回升，现在已经恢复到往年正常水平。VE 供求关系基本平衡，且生产能力被新和成、浙江医药、BASF、DSM 所垄断。去年的金融危机导致 VE 市场大幅波动，四大厂家采取轮流停产减产保价措施：新和成 6 月下旬至 8 月中旬停产 VE，DSM 于 5 月停产检修，在 4 月下旬曾发布公告，将新订单的报价提高 10%。这些措施最终取得一定成效，稳定 VE 市场。至 12 月 17 日 VE（饲料级）报价稳定在 180 元/公斤。

我们预计由于需求上涨及产业结构相对稳定，VE 价格有望进一步上涨。建议关注龙头企业新和成和浙江医药在 2010 年受益 VE 需求和价格上涨带来的业绩持续上涨的投资机会。

图表 27 我国 VE 出口量价情况



资料来源：CEIC

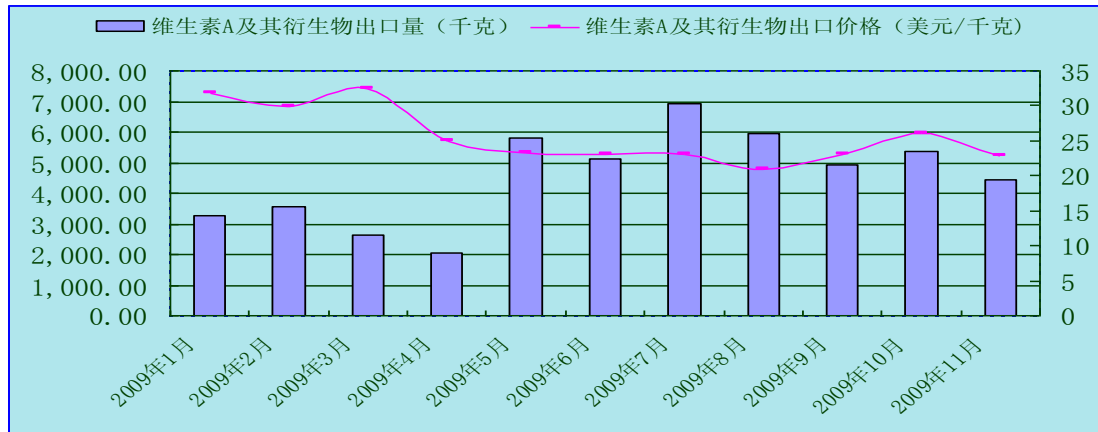
3、VA：去库存化接近完结，需求导致价格上涨。

维生素 A 具有多种生理功能，其具有生物活性的分子形式是视黄醛、视黄醇和视黄酸。VA 在视力、上皮组织及骨骼的发育和胎儿的生长发育过程中能起到至关重要的作用。

由于受到去年金融危机的影响，饲料需求减少和 2007 年 2008 年代理商备货过度等原因，VA 出口量从 2008 年 9 月急剧下滑到既往月均出口量 300 吨左右的 1/3~1/4，至 2009 年 4 月开始逐步恢复至 250 吨左右。VA 的国内价格从 08 年 6、7 月份的 320 元一路下跌至今年最低 106 元，跌幅可谓是非常巨大。2009 年国内外生产厂家相继宣布停产检修，例如 DSM 敬请阅读正文之后的免责声明

在 4 月停产，新和成 5 月下旬至 8 月下旬停产 VA。但是在此期间 VA 价格未像 VE 一样出现大幅反弹，一直在低位徘徊。全球 VA 市场基本由 DSM、BASF、安迪苏和国内的新和成主导，四大厂家产能约占总产能的 90%。9 月初各大厂家纷纷停止报价，28 日 VA 的国内价格突然大幅上调元，吹响 VA 反弹的号角。至 10 月 13 日国内 VA 实际成交价为 170 元/公斤，至 12 月 15 日报价为 160 元/公斤，出口价格维持在 23 美元/公斤左右。我们认为 2010 年由于饲料行业恢复会导致 VA 需求增长，VA 价格有继续上涨可能或维持在 170 元/公斤左右。看好新和成受益 VA 价格增长带来的利润增长。

图表 28 我国 VA 出口量价情况



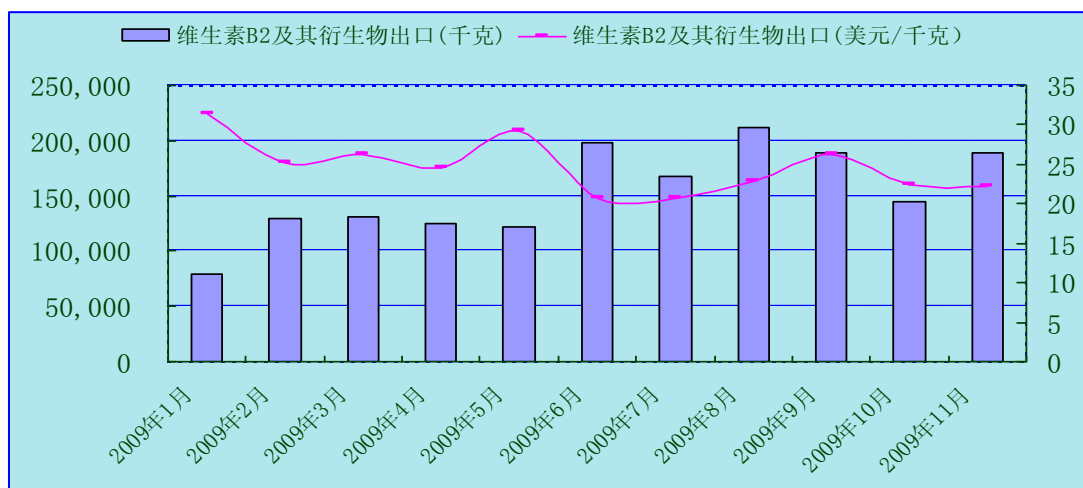
资料来源: CEIC

4、核黄素(VB2)：产能过剩，价格上行存在压力

核黄素多数作为饲料添加剂，占比为 75%，也可用于医药及食品领域，全球需求 6000 吨左右。核黄素能参与糖、蛋白质、脂肪的代谢，是维持正常生命活动的重要物质。核黄素在年受到国外生产企业罢工影响出现一轮飙升，随后价格逐渐回落。09 年以来，核黄素的价格一直在 125 元左右整理，未出现较大波动。核黄素的出口量在去年年底出现一定幅度萎缩，09 年 6、7 月已基本恢复到正常水平，出口均价则持续走低。

现在核黄素主要生产厂家为广济药业、DSM、BSAF、上海迪赛诺等厂家，今年 7 月初 BSAF 宣布停产 VB2，核黄素价格随即出现一波小幅上涨。但由于未来潜在产能已经远大于实际需求，所以我们认为核黄素虽然已经达到底部区域，但是要出现大幅上涨可能性也不大。

图表 29 我国 VB2 出口量价情况



资料来源: CEIC

七、投资建议：

1、行业评级：标配医药股

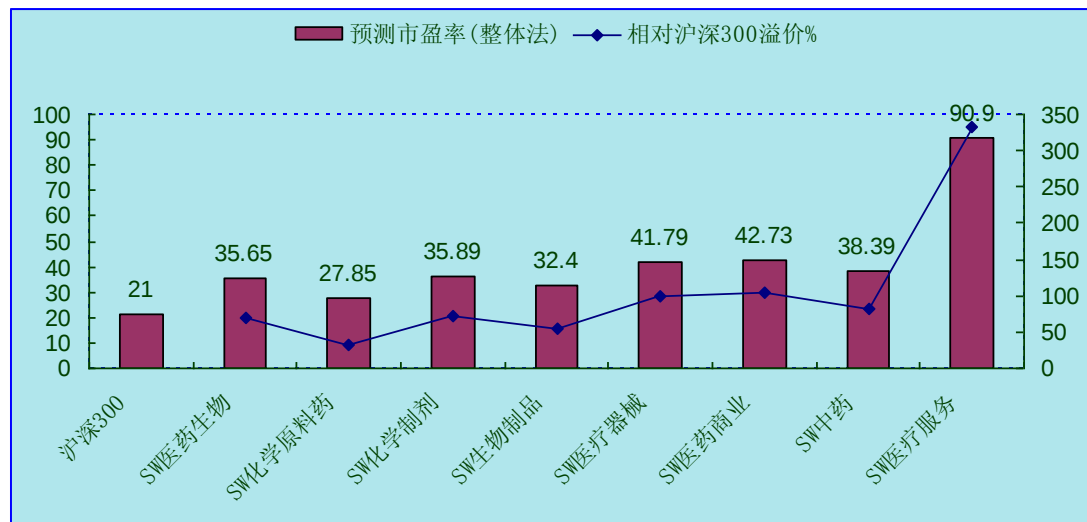
虽然 2010 年经济形势有可能好于今年，从而存在较多的投资机会。但由于医疗体制改革措施逐步落实而带来的医疗市场扩容增加，和由于人口因素及疾病谱的变化带来的内生性医疗需求的增加保证了 2010 年医药市场的增长。预计 2010 年医药工业会有 15%至 20%的收入增长和 20%左右的利润增长，因此标配医药股仍然是可行的选择。

2、估值比较

至 12 月 25 日医药生物动态 PE 为 35.65 倍，相对沪深 300 溢价 70%。统计历史数据自 2003 年之今表明，医药生物相对沪深 300 溢价水平在 70%左右（TTM 估值）。这除了与医药生物属于刚性需求有关，更与我国医疗市场快速发展有密切联系。随着我国医疗体制改革措施的逐步落实和国民健康意识的逐步提高，我们认为我国医药行业在未来的 10 年均会处于相对高速发展时期，行业增长速度可望保持在 10%以上的年平均增长率。因此，我们认为医药生物板块相对溢价水平还有提升空间，至少处于 70%左右的历史平均水平是合理的

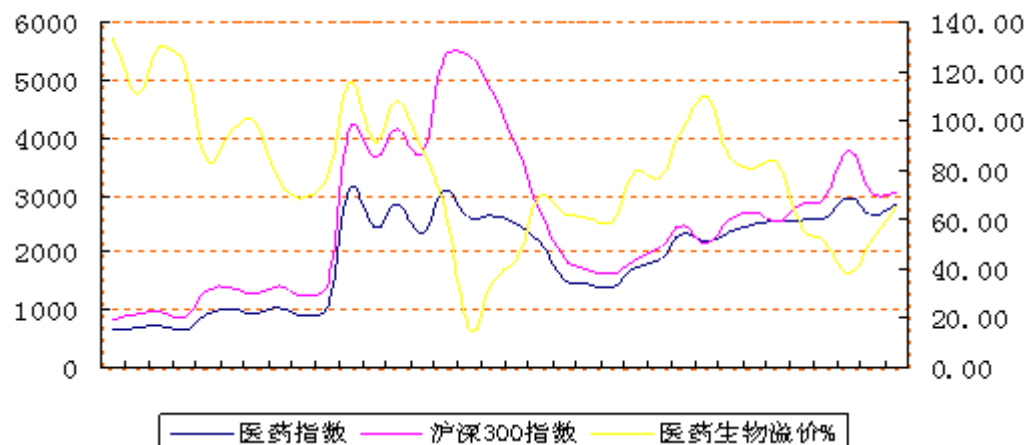
相对于美国和欧洲市场，中国的医药生物行业估值高出 73%。但与中国医药市场 15%以上的增长不同的是，欧美医疗市场增长率只有 1.4%至 4.4%之间。且几大以研发为主导的巨型国际性公司新药的跟进速度越来越赶不上专利药品的过期速度，而一旦专利药品保护期到期，仿制药的出现就会大大降低原研药品的价格，这必将严重影响这些制药企业的未来盈利水平。因此，中国目前的医药生物相对高估值应该是合理的。

图表 30 至 2009 年 12 月 25 日医药生物估值及相对沪深 300 溢价情况



资料来源：WIND，华创证券研究所

图表 31 自 2003 年 3 月至 2009 年 10 月医药生物估值及相对沪深 300 溢价变动



资料来源: WIND, 华创证券研究所

3、投资策略:价值与题材并重,长、中、短线结合

3.1 长线配置: 行业地位确立、管理和营销理念相对领先、长期发展趋势相对确定、业绩增长相对确定企业。除了白马型上市公司云南白药、恒瑞医药、科华生物、华兰生物、双鹤药业、国药股份、一致药业外,我们建议配置具有行业突出地位的中药独家品种上市公司,比如马应龙药业和中新药业。重庆啤酒因为具有成功上市历史上最有效治疗慢性乙型肝炎的免疫治疗药物的可能性,且如果成真,则上市公司受益程度不可限量,因此值得长线配置。

我们认为云南白药控股有限公司将成为整合云南省医药资源的核心平台,中长期有利于云南白药的发展,建议长期持有云南白药。

3.2 中线配置: 业绩增长趋势明显、题材逐步兑现上市公司。我们重点推荐海南海药、现代制药、星湖科技。

3.3 密切关注: 事件性因素带来的业绩贡献、价格驱动业绩增长和潜在业绩大幅增长和重组题材个股。

甲型 H1N1 流感因素。 我们认为甲流会在今年冬天在我国爆发,且流行时间会持续到明年春季。随着甲流流行加剧,感染人数快速增长,甲流对人和社会的伤害也会随之加剧。因此,甲流疫苗、治疗甲流的药物包括目前最有效的达菲和相关治疗流感的中药销售会持续增长。除了疫苗板块外,我们看好白云山和太龙药业受益甲流流行而带来的业绩增长。

原料药涨价因素。 由于产业结构相对稳定、经济复苏带来的饲料行业复苏以及水产品养殖业长期发展趋势良好,我们看好 VE、VA 和泛酸钙未来价格继续上涨潜力,建议关注新和成、浙江医药和鑫富药业受益产品价格上涨驱动的市场表现。

潜在业绩大幅增长。 A 股 130 多家医药类上市公司由于各种原因质量层次不齐,但不乏大量的企业一直在努力改变自己,寻求突破。因此, A 股医药板块较容易出现黑马个股,比如 2009 年的海南海药、星湖科技等。2010 年我们建议继续关注其中的经营改善和业绩可能大幅增长的公司。其中长春高新由于具有多种题材和业绩增长的可能性,建议持续关注。长春高新控股子公司金赛药业是我国重组人生长激素的龙头企业,重组人生长激素目前主要应用于治疗矮小症,国内市场潜力在 30 亿元左右,距离目前 7 亿元的市场销售量还有 3 倍左右的增长空间(金赛药业 35%,上海联合利尔 25%,Merk 20%,安科 10%)。长春高新的控股子公司长春百克水痘疫苗和狂犬疫苗业务打造行业新贵,2009 年预计销售超过 2.5 亿元,敬请阅读正文之后的免责声明

较 2008 年增长 1 倍多。公司的艾滋病疫苗已进入 2 期临床试验，具有一定的想象空间。

潜在重组题材个股。2009 年医药行业算得上是重组兼并年，大型收购如辉瑞收购惠氏、默沙东收购先灵葆雅、罗氏收购基因泰克均在 400 亿美元之上，小型收购如雅培收购比利时苏威制药部门也有 66 亿美元。2009 年中国医药集团完成了整合中生集团的重组方案，上药集团完成了以上海医药为平台的整合上实医药和中西药业的重组方案。因此，我们认为 2010 年我国将仍然存在医药行业资产重组或整合的案例。其中广药集团对广州药业和白云山的整合、太极集团系整合值得期待。

4、重点公司列表

图表 32 重点公司推荐列表

名称	总股本 (亿股)	预测 EPS (元)			2010 年看点	投资评级
		2009E	2010E	2011E		
海南海药	2.11	0.5	0.58 (注)	0.92 (注)	1、小头孢原料药前景看好；2、紫杉醇和头孢西丁差异定价；3、人工耳蜗投产销售	强烈推荐
星湖科技	5.21	0.25	0.65	0.8	1、核苷酸价格可维持 16 万元/吨；2、苏氨酸价格有继续上涨趋势；3、控股子公司安泽康有望上市新产品；4、预期广新集团对其进行资产整合	强烈推荐
双鹤药业	5.71	0.89	1.1	1.29	1、降压 0 号进入基本药物目录后具有较大放量潜力；2、两网队伍健全充分享受基层医疗市场扩容；3、新产品上市带来新的增长点	强烈推荐
白云山 A	4.69	0.17	0.27	0.33	1、PS 极低预示业绩增长空间大、2、问题公司何济公和百特侨光有望盈利、3、受益甲流、4、具有强烈的重组预期	推荐
云南白药	5.34	1.13	1.56	1.98	1、气雾剂、白药膏超预期增长；2、上游原材料资源整合有利于控制成本；3、存在进一步资源整合和产业扩张题材	推荐
马应龙	1.66	0.77	1.35	1.74	1、马应龙痔疮膏提价和基层市场增量；2、药妆产品有望表现	推荐
太极集团	3.28	0.16	0.26	0.34	1、存在整合可能；2、存在处理商业土地可能从而降低财务费用，业绩大幅改善	强烈推荐
重庆啤酒	4.84	0.4	0.48	0.54	1、啤酒业务保持良好发展趋势；2、治疗性乙肝疫苗 2 期临床实验顺利进行	强烈推荐

注：海南海药 2010 年及 2011 年业绩按增发 6000 万股后计算。

资料来源：华创证券研究所

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告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。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询价。本报告所载信息均为个人观点, 并不构成所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。未经授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。

华创证券研究所

地址: 北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801