

行业进入高溢价阶段，首选长期稳增长

--医药行业 2010 年下半年策略

核心观点

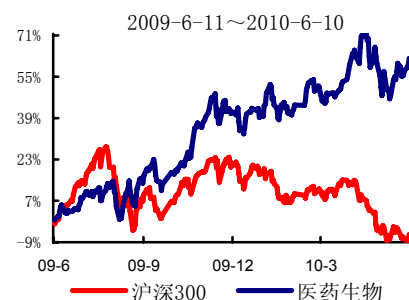
1、医药行业 2010 年上半年动态。2010 年是医改正式启动的第二年，改革措施将在今年一一开展实施。首先政府投入持续加大，城乡居民基本医疗保障的覆盖面和保障水平提高，带动基层医疗市场快速扩容。另一方面，与基层医疗市场相配套的基本药物制度正在加紧完善。下半年相关配套政策出台后，基本药物采购将快速展开。同时基层市场试点扩大，渠道铺货率提高将带动基本药物迅速增长；2010 年下半年，新版 GMP 法规即将出台，2010 年版药典也将实施，中药注射剂再评价持续开展。一系列行业新规出台将逐步淘汰实力较弱的企业，市场和资源正逐步向龙头企业倾斜，同时基本药物招标制度和市场的竞争规则更有利于龙头企业做大做强，行业集中的趋势日益明显；一季度欧元大幅贬值，对部分定价能力较弱的原料药出口造成压力，但中国医保商会的数据显示，一季度原料药行业的快速增长势头依然不变，国际旺盛的原料药需求仍将支撑中国原料药出口保持快速增长。对于原料药企业，面临汇率波动等各方面压力和即将来临的仿制药市场机遇，仍必须坚定不移地实施产业升级战略。

2、2010 年 1 季度行业持续高增长。据国家统计局数据，2010 年 1-2 月医药制造业收入同比增长 28.4%，利润同比增长 45.7%。环比 9-11 月行业收入和利润增速，医药行业基本延续四季度以来的高增速态势。行业的持续高增长反映出医改扩容效应的显现。今年随着基本药物招标采购的正式启动，行业高增有望继续维持。上市公司方面，一季度，医药上市公司共实现营业收入 747 亿元，同比增长 31.42%；共实现净利润 72 亿元，同比增长 65.59%。医药行业整体需求的增长和政府投入加大是医药板块一季度收入和利润大幅增长的主要原因。在收入及利润大幅增加的同时，医药板块整体盈利能力也有所提升。一季度，医药板块整体毛利率和净利率分别为 11.31%和 9.69%，分别提高了 2.27 和 2.00 个百分点。

3、行业进入高溢价阶段，内部分化加速。从目前医药板块的绝对估值来看，处在一个历史平均水平附近，估值相对合理，但从相对于大盘的溢价情况来看，目前相对溢价已经处于一个相对高位，板块整体的估值优势并不明显。但从长期投资的角度来看，未来 10 年将是中国医药行业的黄金十年，行业依靠稳定的成长性能够不断化解估值压力，因此医药股仍具有明显的长期投资价值。我们预计下半年医药行业将维持当前的估值，相对溢价率将随着大盘而波动。在行业高溢价的背景下，市场仍将继续筛选稳定成长的长期投资标的，部分业绩超预期的长线白马股将逐步被市场所发掘。

4、下半年投资策略：首选长期稳增长。展望 2010 年下半年医药行业的投资机会，我们认为长期稳增长个股仍是首选标的。至于如何筛选，结合当前行业的发展动态，我们总结出以下三点：第一、产品进入基本药物目录，受益基层市场快速扩容的企业。具体标的，拥有基本药物独家品种的企业无疑是我们首选，同时，非独家品种中具有较强品牌优势的企业也值得我们关注。第二点、以政策为纲，把握政策方向和市场导向，长期持有受益行业集中的细分行业龙头。第三点、具有较强仿制创新能力和国际认证能力，逐步实现产业升级转型的原料药企业。对于周期性大宗原料药企业和具有资产重组的概念股，建议投资者给予适当的关注，但不作为长期投资标的。个股方面，建议关注天士力、云南白药、海正药业、海翔药业、华兰生物和昆明制药。

行业表现对比图



相关报告

- 1.《国都证券-行业研究-行业快评-医药生物：华润集团医药资产内部整合有望启动》
2010-04-06

研究员：李元

电话：010-84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号：S0940207080086

联系人：潘蕾

电话：010-84183157

Email: panlei@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

1、2010 年上半年行业动态	4
1.1、医改稳步推进，基本药物放量在即	4
1.2、新规出台，市场竞争驱使资源继续向龙头企业倾斜	8
1.3、原料药遭遇欧元贬值，产业升级坚定不移	10
2、行业及上市公司业绩表现	11
2.1、1-2 月份行业持续高增长	11
2.2、一季度上市公司业绩大幅增长	12
3、行业进入高溢价阶段，内部分化加速	14
3.1、大盘震荡调整，医药股成为避险港湾	14
3.2、行业进入高溢价阶段	16
3.3、高溢价下，行业内部分化加速	17
4、下半年投资策略：首选长期稳增长	18
4.1、重点关注基层市场，看好基本药物增长	18
4.2、行业趋向集中，长期持有行业龙头	19
4.3、品牌药专利到期高峰来临，选择产业升级转型的典范	19
4.4、适当关注行业结构性机会	20
4.5、重点公司	21

图表目录

图 1: 政府卫生支出及占财政支出比重	4
图 2: 全国卫生费用总支出及占GDP比重	4
图 3: 城镇居民、职工基本医疗保险和新农合情况	5
图 4: 新农合参合率和新农合基金支出情况	5
图 5: 2000-2008 全国卫生费用支出构成	5
图 6: 2005-2009 年门诊人均医药费用和住院费用增速	5
图 7: 社区卫生服务中心诊疗人次和卫生院诊疗人次	6
图 8: 2008 年社区卫生服务中心的收入构成	7
图 9: 2008 年乡镇卫生院的收入构成	7
图 10: 人民币对欧元汇率	10
图 11: 2009-2010 年医药保健品出口月度走势	10
图 12: 2004-2011 年国内化学药品制剂工业收入及预测	10
图 13: 全球仿制药市场增长预测	10
图 14: 各子行业不同阶段收入增长率	12
图 15: 各子行业不同阶段利润增长率	12
图 16: 08 年 1 月 1 日-6 月 30 日申万一级行业涨跌幅	14
图 17: 10 年 1 月 1 日-5 月 31 日申万一级行业涨跌幅	14
图 18: 2010 年 1 月 1 日至 5 月 31 日医药指数相对沪深 300 指数走势	15
图 19: 1992-2008 年医药行业收入增速、工业企业产品销售收入增速和名义GDP增速	15
图 20: 1992-2008 年医药行业利润增速、工业企业利润增速及名义GDP增速	15
图 21: 2010 年 1-5 月医药指数、上证指数及相对差距	16
图 22: 2005 年 6 月 3 日至 2010 年 5 月 28 日医药行业PE、大盘PE及相对溢价	16
图 23: 1 月 4 日至 5 月 31 日医药各子行业PE变动	17
图 24: 云南白药上市以来涨幅	19
图 25: 华兰生物上市以来涨幅	19
图 26: 每年因为品牌药专利到期而新增的仿制药市场规模	20
图 27: 特色原料药企业升级产业链及对应公司	20
图 28: 全球维生素E产能格局	21
图 29: 全球维生素C市场格局	21
表 1: 我国目前主体城乡居民医疗保障体系	4
表 2: 2010 年部分省市新农合目标规划	5
表 3: 基本药物目录制度实施进展及配套文件	6
表 4: 江苏省和广东省针对试点基层医疗机构的补偿办法	7
表 5: 2010 年版药典新增修订内容及范例	8
表 6: 新版GMP修改意见稿修订内容	8
表 7: 再评价对中药注射剂质量标准要求提高	9
表 8: 进入基本药物的独家中药品种及对应的上市公司	9
表 9: 2009 年度非处方药前十强及其主要OTC产品	9
表 10: 医药制造业、制造业总体及其他行业收入和利润增速	11
表 11: 2009 年-2010 年分阶段医药制造业收入和利润增速	11
表 12: 2010 年 1-2 月医药工业各子行业运行情况	11
表 13: 2010 年一季度医药板块收入和利润增长 单位: 亿元	12
表 14: 2010 年一季度医药行业毛利率和净利润变动	12
表 15: 2010 年一季度医药行业收入及净利润增速前二十的上市公司	13
表 16: 10 年 1 月 4 日至 5 月 28 日医药行业涨幅前 20 名	17
表 17: 受益基层市场的基本药物目录品种及企业	18
表 18: 各细分行业龙头企业及未来受益的驱动因素	19
表 19: 2010 年存在资产整合预期的上市公司	21

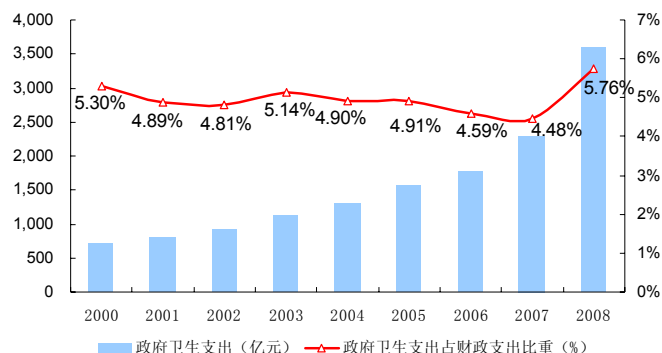
1、2010 年上半年行业动态

1.1、医改稳步推进，基本药物放量在即

2010 年是医改启动的第二年，去年通过的一系列的改革措施将在今年一一开展实施。首先医改的关键是加大政府投入。根据去年公布《2009-2011 年深化医药卫生体制改革实施方案》，在未来三年各级政府将累计投入 8,500 亿元用于保障医改相关政策的实施。而截至 2010 年 2 月份，全国各级财政已经支出 3902 亿元。

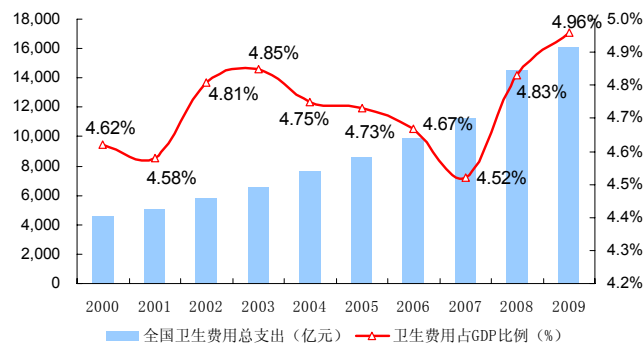
政府医改投入增加显著带动了全国卫生费用增长，带来了医药市场扩容。2009 年全国卫生总费用达到 16118.8 亿元，同比增长 10.9%，卫生总费用占 GDP 比重达 4.96%，同比增长 0.13 个百分点。后续 2 年政府投入增加仍将保障医药市场的快速增长。

图 1：政府卫生支出及占财政支出比重



资料来源：卫生部、国都证券研究所

图 2：全国卫生费用总支出及占 GDP 比重



资料来源：卫生部、国都证券研究所

新医改总体目标是建立健全覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度。而 8 亿多农村居民和 2 亿多城镇非就业居民是政策扶持的重点。

表 1：我国目前主体城乡居民医疗保障体系

	城镇职工基本医疗保险	城镇居民基本医疗保险	新型农村合作医疗
覆盖人群	城镇职工、退休人员、灵活就业人员	城镇老年居民、少年儿童	辖区内农民
09 年参与人数	2.00 亿	1.81 亿	8.33 亿
参保形式	以个人为单位		以家庭为单位
筹资标准	工资收入的百分比	分级统筹，200-500 元/人	100 元/人

资料来源：卫生部、国都证券研究所

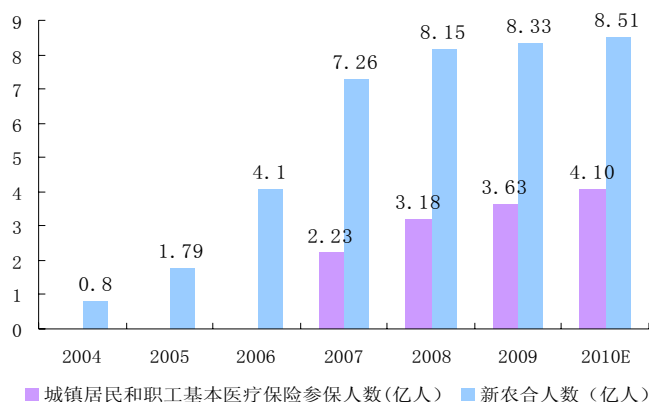
截至 2009 年 9 月底，全国开展新型农村合作医疗（以下简称新农合）的县(市、区)达 2716 个，参加新农合人口 8.33 亿人（比上年增加 1800 万人），参合率达 94%。2009 年，新农合筹资标准达到每人每年 100 元，其中各级财政补助 80 元，农民个人缴费 20 元。

2010 年 04 月 20 日，国务院办公厅关于印发医药卫生体制五项重点改革 2010 年度主要工作安排的通知。通知明确提出：

- 1) 扩大城镇职工基本医疗保险、城镇居民基本医疗保险覆盖面，参保人数达到 4.1 亿；
- 2) 巩固新农合覆盖面，参合率稳定在 90% 以上；

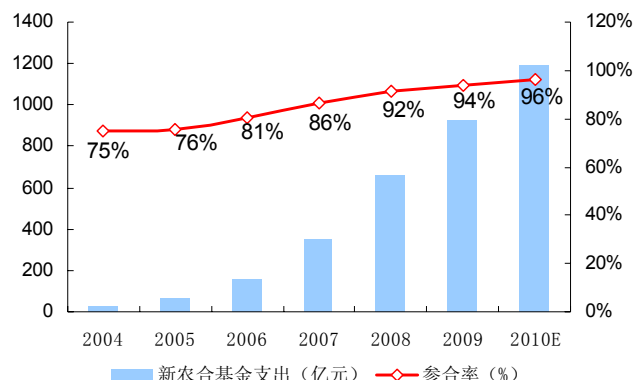
3) 各级政府对新农合和城镇居民医保补助标准提高到每人每年 120 元。门诊统筹和住院费用报销比例均有提高。

图 3: 城镇居民、职工基本医疗保险和新农合情况



资料来源: 卫生部、国都证券研究所

图 4: 新农合参合率和新农合基金支出情况



资料来源: 卫生部、国都证券研究所

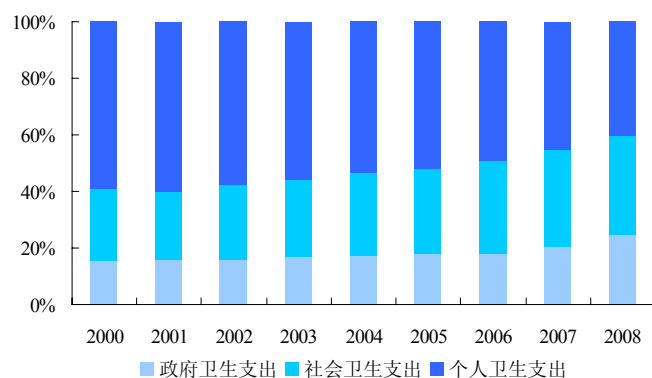
表 2: 2010 年部分省市新农合目标规划

省份	2010 年	2009 年
广东省	人均筹资标准达到 150 元以上	参合率 97.5%，人均筹资 110 元
浙江省	人均筹资标准达到 185 元以上	参合率 92%，人均筹资达到 179 元
江苏省	人均筹资标准达到 150 元以上	参合率 95%，人均筹资 139 元
湖南省	人均筹资标准达到 120 元以上	参合率 91.22%，人均筹资 100 元
湖北省	人均筹资标准达到 150 元	参合率 94.4%，人均筹资 100 元
山东省	人均筹资标准达到 120 元以上	参合率 98.61%，人均筹资 100 元
黑龙江	参合率增加到 98% 以上，人均筹资标准达到 150 元以上	参合率 94%，人均筹资 100 元

资料来源: 卫生部、国都证券研究所

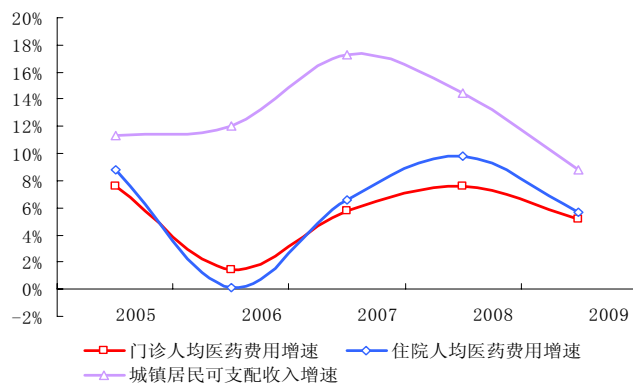
政府投入加大，基层居民医保覆盖范围的扩大和保障水平的提高，使患者个人负担减轻。2008 年卫生总费用中，政府、社会和个人卫生支出分别为 24.7%、34.9% 和 40.4%。与 2007 年比较，政府和社会卫生支出比重分别上升 4.4 个百分点、0.4 个百分点，个人卫生支出比重下降 4.8 个百分点。2009 年人均医药费用和住院费用增速都有明显下降。

图 5: 2000-2008 全国卫生费用支出构成



资料来源: 卫生部、国都证券研究所

图 6: 2005-2009 年门诊人均医药费用和住院费用增速



资料来源: 卫生部、国都证券研究所

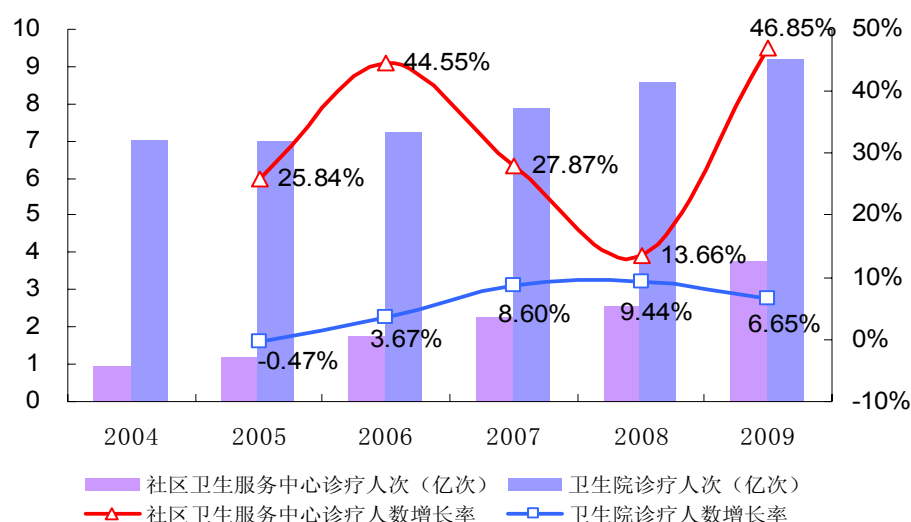
国家也在大力加强基层医疗卫生机构建设，促进医疗资源向基层下沉。三年内中央将重点支持 2,000 所左右县级医院（含中医院）建设，新建、改扩建 3.4 万所中心乡镇卫生院。三年内新建、改造 3,700 所城市社区卫生服务中心和 1.1 万个社区卫生服务站。

同时支持困难地区 2,400 所城市社区卫生服务中心建设。

一方面是基层居民医保覆盖范围的扩大和保障水平的提高,另一方面是医疗资源的逐步下沉,都将激发基层居民医疗需求的快速释放。**最终将带来医药市场向基层的逐步倾斜,基层市场将成为医药行业新的蓝海。**

从卫生部的统计数据,我们也可以看出,新农合等政策实施后,基层的医疗需求持续快速释放。2009 年社区卫生服务中心的诊疗人次增长率达到 46.85%。这一方面表明了我国基层的医疗需求之前是被长期压抑的,另一方面也反映国内基层医药市场的潜力是十分巨大的。

图 7: 社区卫生服务中心诊疗人次和卫生院诊疗人次



数据来源: 卫生部、国都证券研究所

同时基本药物制度仍在摸索中不断向前推进。2009 年 8 月 18 日《关于建立国家基本药物制度的实施意见》正式发布标志着基本药物制度开始实施。截至 2010 年 2 月底全国 31 个省份均已经确定实施基本药物制度的地区,覆盖了 1020 个县,包括县级市和市辖区,占全国总数的 35.7%,涉及政府办基层医疗卫生机构 1.8 万个,占全国总数的 38.7%,其中政府办城市社区卫生服务机构共 7907 个,占全国总数的 92%。政府办的乡镇卫生院 1.0 万个,占全国总数的 3.079 万的 26.6%。

根据国务院关于医药卫生体制五项重点改革 2010 年度主要工作安排的通知,2010 年在不少于 60% 的基层医疗卫生机构实施国家基本药物制度。同时配套相关法规也有可能于年内出台。据我们了解,虽然前期完成基本药物招标省份较多,但实际开始采购的只有三四个省份,其主要原因仍是采购及使用的制度缺乏,各省仍在不断的摸索。下半年相关配套政策出台后,基本药物采购将快速展开,同时基层市场试点扩大,渠道铺货率提高将带动基本药物迅速增长。

表 3: 基本药物目录制度实施进展及配套文件

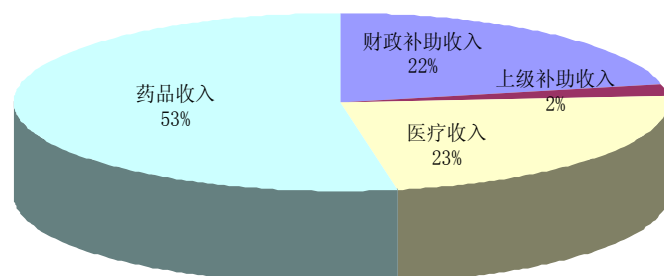
时间表	事件	配套文件与制度
2009 年 8 月 18 日	制度开始实施	《关于建立国家基本药物制度的实施意见》, 《国家基本药物目录管理办法(暂行)》, 《国家基本药物目录(基层医疗卫生机构配备使用部分)》

2009 年 9 月 28 日	公布零售指导价格	
2009 年 12 月 30 日	公布基本药物用药指南	《国家基本药物临床应用指南（基层部分）》 《国家基本药物处方集（基层部分）》
2010 年 02 月 26 日	28 个省份完成 30% 政府办基层医疗卫生机构实施国家基本药物制度的任务; 北京等 27 个省份启动并完成了基本药物招标采购工作	
2010 年 3-4 月	各地建立配送制度	《广东省基本药物集中采购配送管理办法》，《内蒙古自治区建立国家基本药物制度实施方案》
?	招标采购规范出台	《医疗机构药品集中招标采购工作规范》
?	国家基本药物使用管理办法出台	《医疗机构使用基本药物的管理办法》
?	国家基本药物质量管理办法出台	《国家基本药物质量监督管理办法》
?	实现 60 % 的基层医疗卫生机构实施国家基本药物制度	

资料来源：卫生部、国都证券研究所

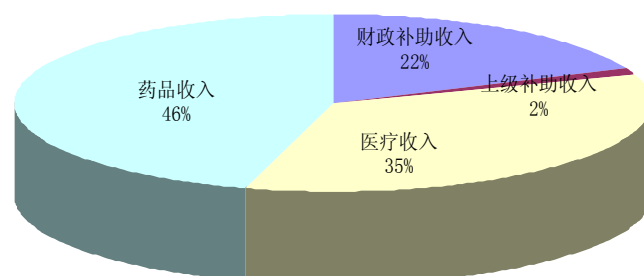
基本药物制度实施的另一关键问题是基本药物实施零差率后，政府的补偿问题。目前基层医药机构 50% 的收入来自于药品收入。这部分收入减少后，基层医疗机构收入需要政府补助和医疗服务补充。

图 8：2008 年社区卫生服务中心的收入构成



资料来源：卫生部、国都证券研究所

图 9：2008 年乡镇卫生院的收入构成



资料来源：卫生部、国都证券研究所

从已公布基本药物制度实施补偿方案的省份来看，各省对补偿模式进行了积极的探索，也取得了良好的效果。待各省补偿政策落实后，基本药物将正式进入快速增长阶段。按照基本药物制度的实施意见，基本药物的报销比例明显高于非基本药物，因此我们预计未来基本药物增长将明显快于非基本药物增长。

表 4：江苏省和广东省针对试点基层医疗机构的补偿办法

省份	具体补偿办法
江苏省	省级财政对经济薄弱地区给予 1/3 补助，对村卫生机构按 1 村 1 万元给予定额补助，预拨补助金 6313 万元，各县（市、区）预拨资金 10253 万元。
广东省	按照参保人员使用基本药物金额的 15% 为基数，由城镇基本医疗保险支付 70%；其余 30%，省级财政对经济欠发达地区负责支付 15%，剩余部分由市、县财政负责支付。

资料来源：卫生部、国都证券研究所

1.2、新规出台，市场竞争驱使资源继续向龙头企业倾斜

最近两年在药品生产领域，国家进行了一系列政策调整，包括 2010 版药典颁布，新版 GMP 认证的实施，中药注射剂再评价开展。这些政策的实施效果在未来几年将逐步体现。我们认为整个行业的资源将会逐步向龙头企业聚拢，综合实力和规模优势将成为制药企业的核心竞争力。

首先是 2010 版药典颁布，2010 年 10 月 1 日将正式实施。新药典对药品的质量要求提高，对于达不到要求的品种将强行退市。同时生产成本和检测成本增加，对一贯重视质量的大企业较为有利。

表 5：2010 年版药典新增修订内容及范例

药典分类	修订内容	修订范例
中药制剂	新增对药材检测，新增含量测定和多组分进行定量，部分品种引入指纹图谱，引入生物测定方法，以生物活性控制质量	天舒胶囊、注射用双黄连、复方丹参滴丸、桂枝茯苓胶囊、诺迪康胶囊、腰痛宁胶囊六个品种的指纹图谱进入药典
中药材及饮片	增加饮片标准 439 种，增加饮片质量标准，新增检查项目，新增成分含量测定，增加了对照药材和许多新的对照品的薄层色谱鉴别	柴胡新增 HPLC 测定北柴胡的柴胡皂苷 a、柴胡皂苷 b 的含量
化学药	对有关物质的限度降低，溶出度检测限度提高	头孢地尼有关物质 E-异构体限度 0.5%，单个杂质 1.0%，较 05 版 E-异构体 0.8% 限度降低
生物制品	细菌内毒素控制提高，原液增加了 N 端氨基酸序列测定，蛋白质的含量控制提高	重组乙型肝炎疫苗（酿酒酵母）半成品及成品检定中细菌内毒素限量均由 10EU/ml 减低至 5EU/ml

资料来源：药典、国都证券研究所

新版 GMP 的颁布，将拉开医药行业新一轮兼并重组的序幕。一些经济实力不够，软硬件也不过关的中小型企业，将在新一轮认证中被淘汰。新版 GMP 将分阶段实施，其中新建药品生产企业和生产车间应在 2010 年执行新标准，而目前已经通过 98 版 GMP 认证的企业可以在两三年之内完成硬件改造，其中生产基本药物的企业应该率先实施。

从递交新版 GMP 意见稿来看，新版 GMP 对注射剂型要求提高最为明显。预计新规范的实施，全行业仅硬件投入就需 2000 亿-3000 亿元。全国至少 500 家中小企业可能因为缺少改造资金而被迫关停。

表 6：新版 GMP 修改意见稿修订内容

序号	修订内容
1	洁净级别的划分与国际标准一致
2	培养基灌装取国际统一的标准
3	明确无菌生产轧盖要求
4	强化了无菌生产的全过程监控
5	建立质量控制系统和质量风险管理系统

资料来源：SFDA、国都证券研究所

中药注射剂再评价工作也取得了阶段性的成果，双黄连注射液和参麦注射液已经进入标准修订提高阶段。2010 年拟完成 20 个中药注射剂品种的质量标准提高工作。随着新标准执行，质量控制能力较弱的中小产能将淘汰，市场逐步向质量安全品种和质量控制力强的企业逐步集中，同时，安全性得到保障，也有利于患者和医生恢复对中药注射剂信心。

表 7：再评价对中药注射剂质量标准要求提高

新增技术要求	具体细则
成分含量要求提高	有效成份制成的注射剂，其单一成份的含量应不少于 90%；多成份制成的注射剂，总固体中结构明确成份的含量应不少于 60%
质量控制指标增加	原料（药材、饮片、提取物、有效部位等）、中间体、制剂均应分别研究建立指纹图谱；原料、中间体、制剂指纹图谱的相关性研究
原材料来源提高	一般应固定品种、药用部位、产地、产地加工、采收期等；以炮制品入药的应明确详细的炮制方法
非临床研究提高	由有效成份制成的注射剂，应全面研究其药代动力学参数；多成份制成的注射剂，应对其药代动力学特征进行探索性研究

资料来源：SFDA、国都证券研究所

监管部门对药品质量要求的提高，新法规出台使资源向龙头企业倾斜，是行业走向集中的一个重要原因，另一方面市场规则的日益公正透明，具备营销优势的企业将从市场竞争中脱颖而出。

首先看医院市场，目前各地基本药物目录集中招标已陆续开展。拥有独家品种、单独定价和优质优价等产品的企业将获得绝对机会。其次，对于普通品种，具备营销优势、实力较强的企业将在各省招投标中获得更多的份额。

表 8：进入基本药物的独家中药品种及对应的上市公司

药品名称	功能	生产厂家	相关上市公司
复方丹参片（胶囊、颗粒、滴丸）	理气活血	天士力	天士力
速效救心丸	化瘀宽胸	中新药业	中新药业
三九胃泰颗粒	理气止痛	三九医药	三九医药
正天丸（胶囊）	祛风化瘀	三九医药	三九医药
马应龙麝香痔疮膏	清热消肿	马应龙	马应龙
妇科千金片（胶囊）	清热除湿	千金药业	千金药业
仙灵骨葆胶囊	补肾壮骨	同济堂	复星医药
伤科接骨片	活血化瘀	美罗药业	美罗药业
云南白药（胶囊、膏、酊、气雾剂）	活血化瘀	云南白药	云南白药
华佗再造丸	祛风通络	广州药业	广州药业
消渴丸	益气养阴	广州药业	广州药业
脉络宁注射液	滋阴活血	金陵药业	金陵药业
尕痹颗粒（片）	扶正祛湿	辽宁好护士	上海医药

资料来源：基本药物目录、国都证券研究所

与医院市场相对应的 OTC 领域，营销之战仍在继续，广告投入和终端促销在各地药店轮番展开。对于品牌药企业，凭借着强大市场营销能力和渠道控制能力，一直稳居市场领导地位。而近年来，居民收入水平的提高，对品牌的忠诚度也日益提高。两方面因素，驱使品牌药份额逐年提高。

表 9：2009 年度非处方药前十强及其主要 OTC 产品

排名	企业	主要 OTC 产品
1	修正药业集团股份有限公司	斯达舒、唯达宁、肺宁颗粒
2	西安杨森制药有限公司	吗丁啉、达克宁、派瑞松
3	哈药集团有限公司	安瑞克、三精葡萄糖酸钙口服溶液、护彤、三精牌双黄连口服液
4	中国北京同仁堂（集团）有限责任公司	同仁乌鸡白凤丸、六味地黄丸
5	三九医药股份有限公司	999 皮炎平、999 感冒灵颗粒、三九胃泰、999 正天丸
6	山东东阿阿胶股份有限公司	东阿阿胶、复方阿胶浆

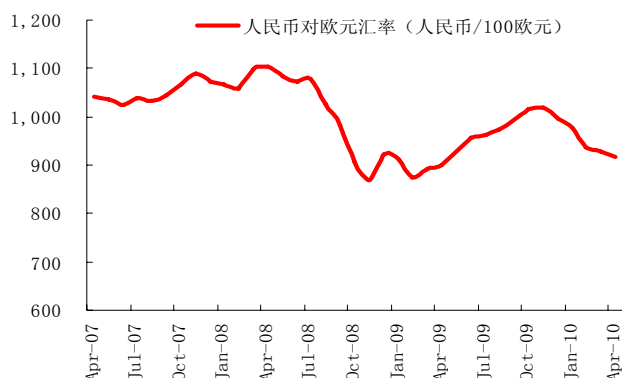
7	江中集团有限公司	健胃消食片、草珊瑚含片、初元
8	中美天津史克制药有限公司	芬必得、新康泰克
9	拜耳医药保健有限公司	散利痛、白加黑、达喜、力度伸
10	仁和集团发展有限公司	闪亮、妇炎洁、闪亮、优卡丹、可立克、清火胶囊

资料来源：非处方药协会、国都证券研究所

1.3、原料药遭遇欧元贬值，产业升级坚定不移

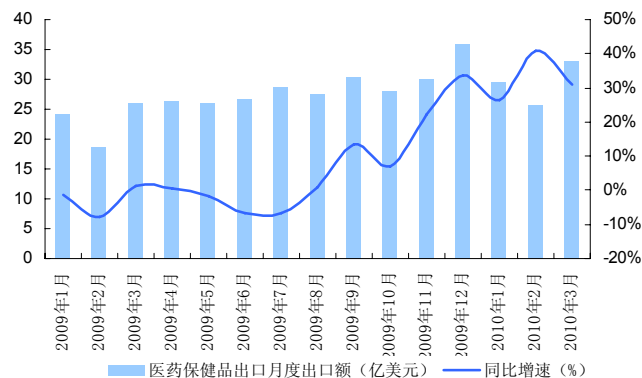
2010 年一季度因为希腊等国的债务危机，4 月欧元对人民币平均汇率较 11 月下降 9.98%。汇率下降可能对部分定价力较弱的过剩品种产生影响，而其他品种影响较小。中国医保商会数据也显示 2010 年一季度我国医药保健品出口额 131.8 亿美元，同比增长 28.09%，其中出口 88.20 亿美元，同比增长 30.38%，进口 43.59 亿美元，同比增长 23.70%。可见欧洲的债务危机对中国原料药出口影响仍有限，国际旺盛的原料药需求仍将支持中国原料药出口保持快速增长。

图 10：人民币对欧元汇率



资料来源：外汇管理局、国都证券研究所

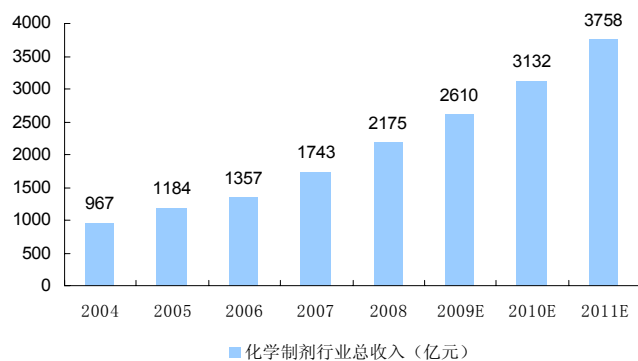
图 11：2009-2010 年医药保健品出口月度走势



资料来源：中国医保商会、国都证券研究所

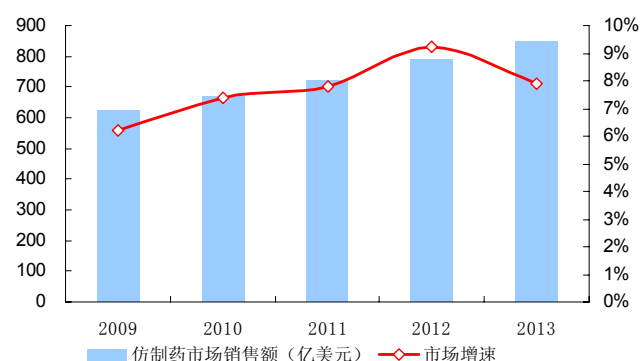
虽然中国原料药出口依然旺盛，部分产品价格持续景气也为原料药企业带来丰厚的利润，但无法改变的是原料药企业仍处于产业链低端位置。原料药企业要摆脱价格周期束缚，必须实行产业的升级转型，逐步向制剂企业过渡。无论是面向最具潜力的国内市场还是日益扩大的国际仿制药市场，中国原料药企业都必须坚定不移的发展制剂业务，实现战略转型。

图 12：2004-2011 年国内化学药品制剂工业收入及预测



资料来源：SFDA 南方所、国都证券研究所

图 13：全球仿制药市场增长预测



资料来源：IMS、国都证券研究所

2、行业及上市公司业绩表现

2.1、1-2 月份行业持续高增长

据国家统计局数据，2010 年 1-2 月医药制造业收入同比增长 28.4%，利润同比增长 45.7%。同期制造业总体收入和利润增速分别为 39.7%和 119.7%。制造业总体增速高于医药行业主要原因是有色、交通等周期性行业同期基数较低，增长较快所致。对比消费品其他行业，医药制造业增速仍然领先。

表 10: 医药制造业、制造业总体及其他行业收入和利润增速

分类	09 年 1-2 月		09 年 1-5 月		09 年 1-8 月		09 年 1-11 月		10 年 1-2 月	
	收入 增速	利润 增速	收入 增速	利润 增速	收入 增速	利润 增速	收入 增速	利润 增速	收入 增速	利润 增速
医药制造业	19.0%	19.9%	18.1%	16.8%	18.0%	15.5%	21.3%	25.3%	28.4%	45.7%
制造业总体	-3.1%	-37.3%	-0.9%	-22.9%	1.5%	-10.6%	6.3%	7.8%	39.7%	119.7%
有色金属矿采选业	-15.2%	-53.8%	-6.9%	-52.2%	-9.9%	-44.1%	4.9%	-26.7%	55.7%	111.4%
交通运输设备制造业	3.9%	-40.4%	6.4%	-7.3%	13.3%	14.5%	21.9%	43.0%	73.2%	274.7%
食品制造业	12.3%	15.7%	13.5%	17.1%	14.5%	21.9%	18.5%	36.3%	26.7%	32.7%
纺织业	3.4%	-10.3%	5.2%	-1.5%	7.4%	7.3%	10.3%	17.8%	27.5%	83.1%

资料来源：国家统计局、国都证券研究所

环比医药制造业 09 年 9-11 月收入 and 利润增速，10 年 1-2 月份基本延续四季度以来的高增速态势。行业的持续高增长反映出医改扩容效应的显现。下半年随着基本药物招标采购的正式启动，行业高增有望继续维持。

表 11: 2009 年-2010 年分阶段医药制造业收入和利润增速

分类	09 年 1-2 月		09 年 3-5 月		09 年 6-8 月		09 年 9-11 月		10 年 1-2 月	
	收入 增速	利润 增速	收入 增速	利润 增速	收入 增速	利润 增速	收入 增速	利润 增速	收入 增速	利润 增速
医药制造业	19.0%	19.9%	19.6%	18.5%	17.5%	10.5%	29.4%	50.4%	28.4%	45.7%

资料来源：国家统计局、国都证券研究所

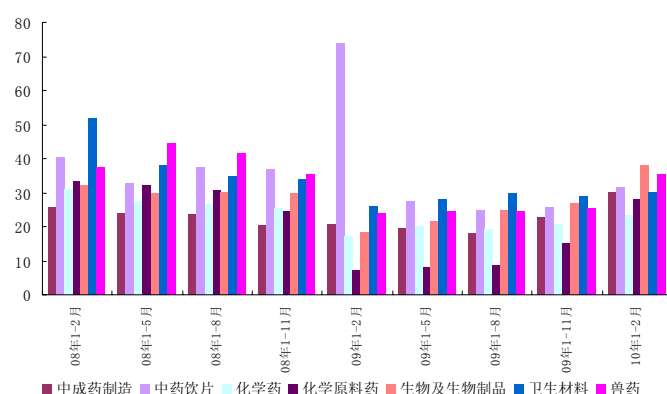
从各子行业增速来看，化学原料药因为原料药出口景气回升，收入同比增长 28.17%。产品价格提升，使毛利率上升了 0.76 个百分点，带动利润大幅增长 62.85%。化学药制剂收入和利润保持高增长，2010 年基本药物招标在各地启动，化学制剂增长有望加快。中成药增长一直保持稳定，居民保健意识的提高以及国内对中药扶持长期支撑中成药行业的稳定成长。生物、生化制品行业 1-2 月继续受益于甲流疫苗订单的确认，利润同比增长 72.11%，增速居各子行业之首。但甲流疫情已渐渐远去，下半年增速将下降。

表 12: 2010 年 1-2 月医药工业各子行业运行情况

分类	销售收入	销售收入增速	利润总额	利润总额增长率	毛利率	去年同期毛利率
医药制造业	4208.63	28.35%	147.51	45.70%	32.34%	31.92%
化学药品原药制造	1091.16	28.17%	25.91	62.85%	23.25%	22.49%
化学药品制剂制造	1303.82	23.25%	56.51	39.46%	39.78%	39.94%
中药饮片加工	202.45	31.60%	5.13	37.17%	21.8%	18.28%
中成药制造	937.13	30.11%	31.11	52.65%	36.67%	36.84
兽用药品制造	121.73	35.40%	5.80	72.11%	24.18%	26.05%
生物、生化制品的制造	401.39	37.80%	16.13	29.56%	33.42%	33.08%
卫生材料及医药用品制造	150.95	30.33%	6.92	42.39%	24.04%	22.57%

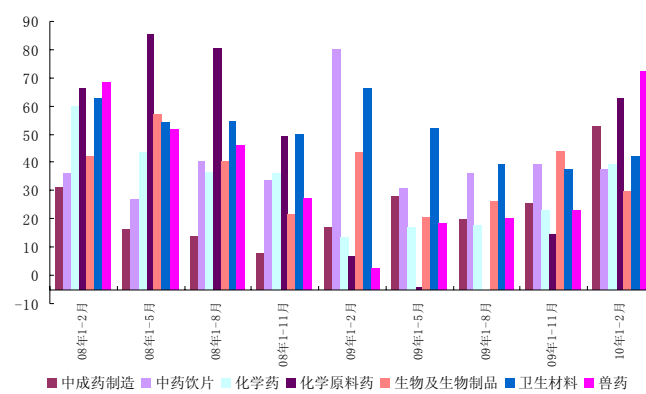
资料来源：统计局、国都证券研究所

图 14: 各子行业不同阶段收入增长率



资料来源：国家统计局、国都证券研究所

图 15: 各子行业不同阶段利润增长率



资料来源：国家统计局、国都证券研究所

2.2、一季度上市公司业绩大幅增长

2010 年一季度，医药上市公司共实现营业收入 747 亿元，同比增长 31.42%；共实现净利润 72 亿元，同比增长 65.59%。医药行业整体需求的增长和政府投入加大是医药板块一季度收入和利润大幅增长的主要原因。

表 13: 2010 年一季度医药板块收入和利润增长 单位：亿元

板块名称	营业总收入		
	1Q10	1Q09	同比增长
化学原料药	115.05	85.26	34.94%
化学制剂	105.35	95.81	9.95%
生物制品	94.63	66.66	41.95%
医疗器械	16.13	11.49	40.39%
医药商业	214.06	143.17	49.51%
中药	190.38	157.47	20.90%
医疗服务	10.98	8.19	34.08%
医药生物	746.58	568.06	31.42%
板块名称	净利润		
	1Q10	1Q09	同比增长
化学原料药	12.57	6.87	82.93%
化学制剂	12.24	10.13	20.89%
生物制品	15.04	8.06	86.63%
医疗器械	2.67	1.61	65.83%
医药商业	7.72	2.65	191.05%
中药	21.76	14.19	53.35%
医疗服务	0.35	0.19	89.53%
医药生物	72.35	43.69	65.59%

资料来源：WIND、国都证券研究所

在收入及利润大幅增加的同时，医药板块整体盈利能力也有所提升。2010 年一季度，医药板块整体毛利率和净利率分别为 11.31%和 9.69%，分别提高了 2.27 和 2.00 个百分点。

表 14: 2010 年一季度医药行业毛利率和净利润变动

板块名称	毛利率		
	1Q10	1Q09	增长

化学原料药	12.63%	9.49%	3.14%
化学制剂	13.44%	12.27%	1.17%
生物制品	19.06%	13.92%	5.14%
医疗器械	19.26%	16.07%	3.19%
医药商业	4.32%	2.46%	1.86%
中药	13.07%	10.56%	2.51%
医疗服务	4.42%	3.17%	1.25%
医药生物	11.31%	9.04%	2.27%
板块名称	1Q10	1Q09	增长
化学原料药	10.92%	8.06%	2.86%
化学制剂	11.62%	10.57%	1.05%
生物制品	15.90%	12.09%	3.81%
医疗器械	16.53%	14.00%	2.53%
医药商业	3.61%	1.85%	1.76%
中药	11.43%	9.01%	2.42%
医疗服务	3.22%	2.28%	0.94%
医药生物	9.69%	7.69%	2.00%

资料来源：WIND、国都证券研究所

上市公司业绩方面，医药行业上市公司中有近 1/3 的公司营业收入出现大幅上涨，有 12 家公司增速超过 100%，15 家增速在 50%-100%，22 家增速在 30%-50%，仅有 10% 的公司收入出现下降。在利润方面，有 23 家公司增速超过 100%，23 家增速在 50%-100%，24 家增速在 30%-50%，5 家公司扭亏为盈，9 家公司亏损额有所降低。

表 15：2010 年一季度医药行业收入及净利润增速前二十的上市公司

证券代码	证券简称	营业总收入（亿元）	同比增速	证券代码	证券简称	净利润（百万元）	同比增速
002007	华兰生物	3.68	253%	600252	中恒集团	54.83	1331%
000788	西南合成	2.53	143%	000078	海王生物	20.77	1195%
000627	天茂集团	3.55	139%	000627	天茂集团	31.02	879%
002399	海普瑞	8.11	125%	600789	鲁抗医药	48.49	723%
600277	亿利能源	13.27	106%	002007	华兰生物	244.82	669%
601607	上海医药	94.98	101%	601607	上海医药	498.92	666%
002294	信立泰	3.24	101%	000788	西南合成	19.96	632%
000078	海王生物	9.15	70%	600253	天方药业	17.94	512%
002223	鱼跃医疗	2.06	67%	600866	星湖科技	97.91	445%
600079	人福医药	4.87	63%	600812	华北制药	133.72	444%
600216	浙江医药	11.88	61%	002099	海翔药业	17.84	349%
600976	武汉健民	3.98	61%	600079	人福医药	62.83	303%
000423	东阿阿胶	6.36	59%	300049	福瑞股份	9.19	198%
002001	新和成	8.31	59%	600216	浙江医药	297.66	195%
000661	长春高新	2.47	59%	000650	仁和药业	53.12	193%
600200	江苏吴中	6.45	58%	002294	信立泰	87.59	124%
600161	天坛生物	2.61	55%	600645	ST 中源	5.96	123%
600866	星湖科技	4.12	55%	000423	东阿阿胶	170.16	121%
600572	康恩贝	4.38	49%	600422	昆明制药	14.43	120%
600812	华北制药	16	48%	000661	长春高新	30.48	119%

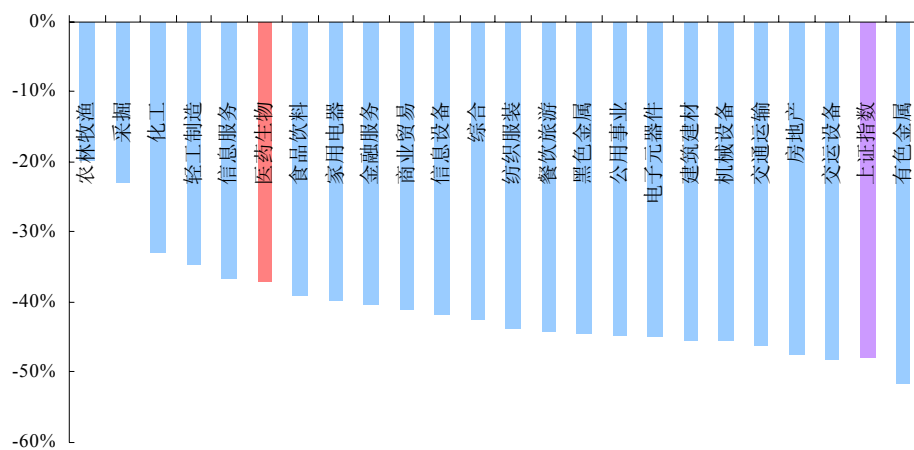
资料来源：WIND、国都证券研究所 注：剔除去年一季度基数较小的上市公司

3、行业进入高溢价阶段，内部分化加速

3.1、大盘震荡调整，医药股成为避险港湾

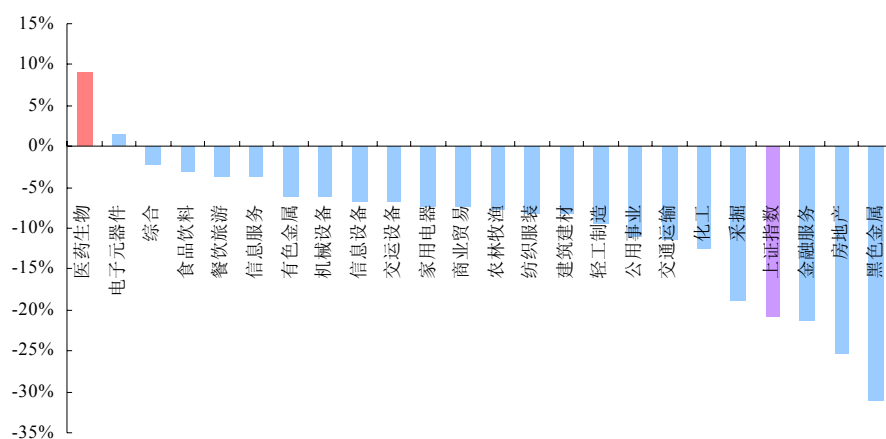
我们对比了 2008 年上半年和今年 1 月 1 日至 5 月 31 日期间一级行业的市场表现。2008 年上半年，因为全球金融危机，大盘从 5261 点下跌至 2726 点，下跌了 48%，而同期医药行业只下跌了 37.3%。而今年以来，大盘受房地产和银行板块拖累下跌了 20.9%，医药板块却实现了 8.73% 的涨幅，也是一级行业中唯一上涨的两个行业之一。可见大盘调整时期，医药股具有良好的防御性，受到避险资金的持续关注。

图 16：08 年 1 月 1 日-6 月 30 日申万一级行业涨跌幅



资料来源：WIND、国都证券研究所

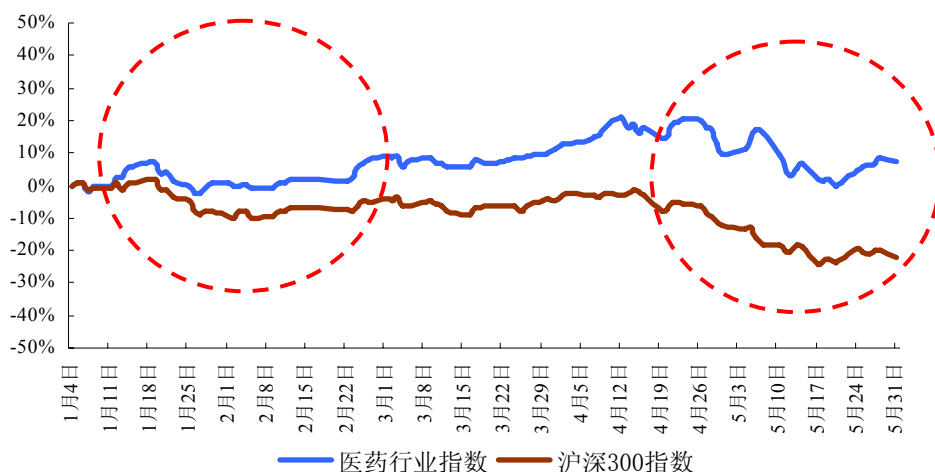
图 17：10 年 1 月 1 日-5 月 31 日申万一级行业涨跌幅



资料来源：WIND、国都证券研究所

若以 2010 年 1 月 1 日作为起点，对比医药股和沪深 300 指数，不难发现上半年大盘经历了两次震荡调整，分别在 1 月 18 日至 2 月 8 日和 4 月 26 日至 5 月 20 日。在两次调整中，医药行业都表现出良好的防御性，跌幅明显小于大盘。而在大盘上升阶段，医药行业涨幅也毫不逊色。

图 18: 2010 年 1 月 1 日至 5 月 31 日医药指数相对沪深 300 指数走势

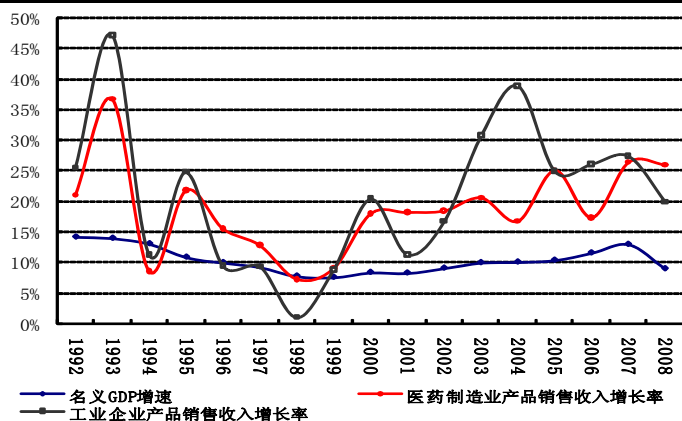


资料来源: WIND、国都证券研究所

我们认为行业在两次调整中连续跑赢大盘的主要原因有以下几个方面:

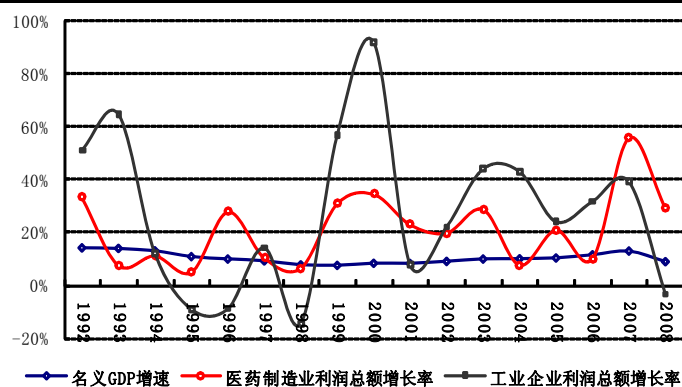
1) 医药行业防御优势明显。4-5 月, 房地产调控政策出台, 房地产、银行、钢铁等强周期板块大幅回调。医药行业的抗周期性特征再被市场所重视, 防御避险成为市场的首要策略。从历史数据来看, 制药行业收入增长一直保持相对刚性, 受经济周期的影响最小, 利润增速也一直保持正增长, 很好的体现了医药行业防御性的本质。

图 19: 1992-2008 年医药行业收入增速、工业企业产品销售收入增速和名义 GDP 增速



资料来源: 国家统计局、国都证券研究所

图 20: 1992-2008 年医药行业利润增速、工业企业利润增速及名义 GDP 增速



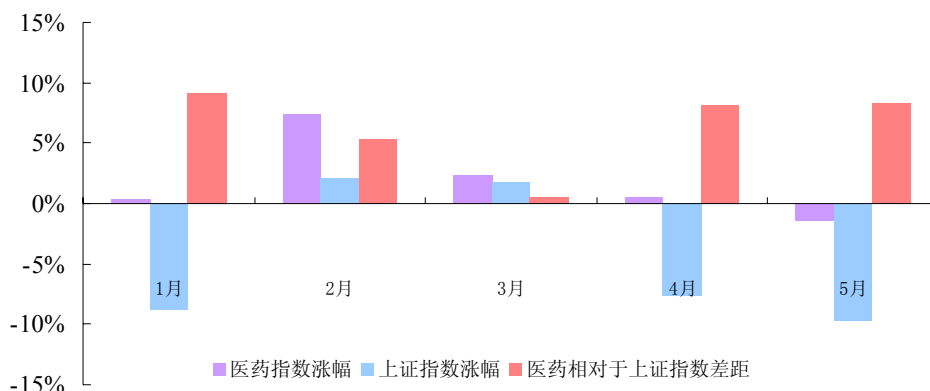
资料来源: 国际统计局、国都证券研究所

2) 新医改推动, 行业步入发展的黄金时期。自医改实施以来, 政府对医疗卫生事业投入不断加大。基本医疗保障制度建设快速推进, 新农合、城镇居民基本医疗保险和城镇职工基本医疗保险覆盖面和报销水平都有提高。个人医疗费用减轻带动就医率提高, 从而带动医药市场的稳步增长。从行业数据来看, 2010 年 1 月-2 月, 行业利润总额依然延续 09 年四季度的 40% 以上快速增长, 行业正逐步进入发展的黄金时期。

3) 政策出台、持续刺激市场对医药股的热情。4 月 20 日国务院发布医药卫生体制五项重点改革 2010 年度主要工作安排的通知, 当日医药指数上升 3.68%, 上证指数下跌 0.03%; 5 月 4 日新医药被确定为 2010 年新兴产业。当日医药指数上升 2.2%, 上证指数下跌 1.23%。5 月 28 日中共中央政治局就世界医药卫生发展趋势和我国医药卫生体制改革问题进行第二十次集体学习, 当日医药指数上升 2.08%, 上证指数下跌 0.01%。从逐

月走势来看，在政策密集出台的 4 月和 5 月，医药都大幅跑赢大盘。

图 21：2010 年 1-5 月医药指数、上证指数及相对差距



资料来源：WIND、国都证券研究所

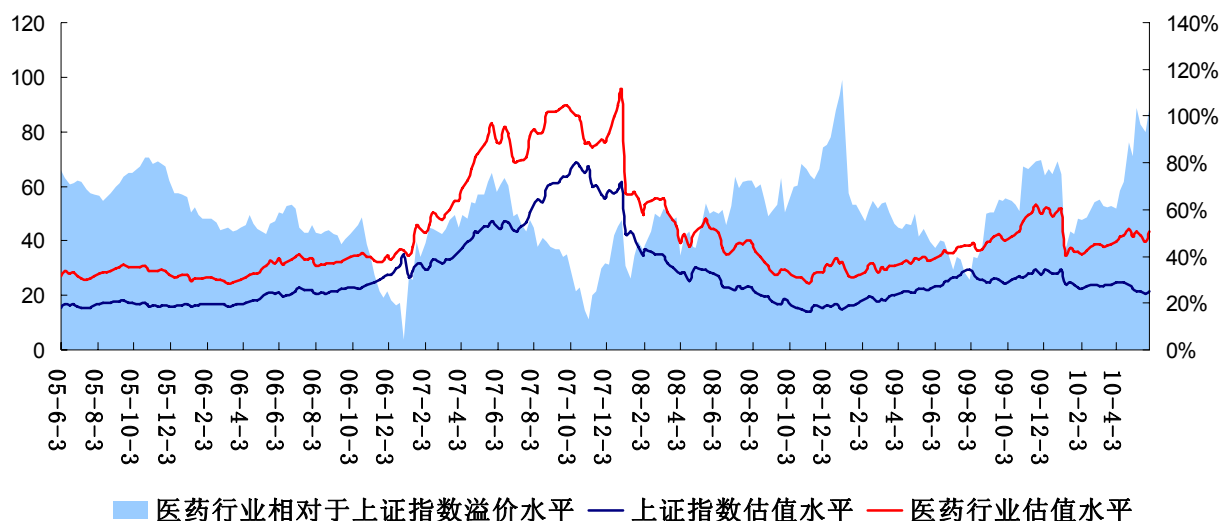
3.2、行业进入高溢价阶段

我们统计了从 2005 年 6 月 3 日至 2010 年 5 月 28 日，5 年时间内医药行业 PE、大盘 PE 及两者的相对溢价。我们发现当医药板块相对与大盘的溢价水平处于相对低位的时候，医药板块一般都会迎来较大的阶段行情。

从目前医药板块的绝对估值来看，处在一个历史平均水平附近，估值相对合理，但从相对于大盘的溢价情况来看，目前相对溢价已经处于一个相对高位，板块整体的估值优势并不明显。

但从长期投资的角度来看，未来 10 年将是中国医药行业的黄金十年，行业依靠稳定的成长性能不断化解估值压力，因此医药股仍具有明显的长期投资价值。我们预计下半年医药行业将维持当前的估值，相对溢价率将随着大盘而波动。

图 22：2005 年 6 月 3 日至 2010 年 5 月 28 日医药行业 PE、大盘 PE 及相对溢价

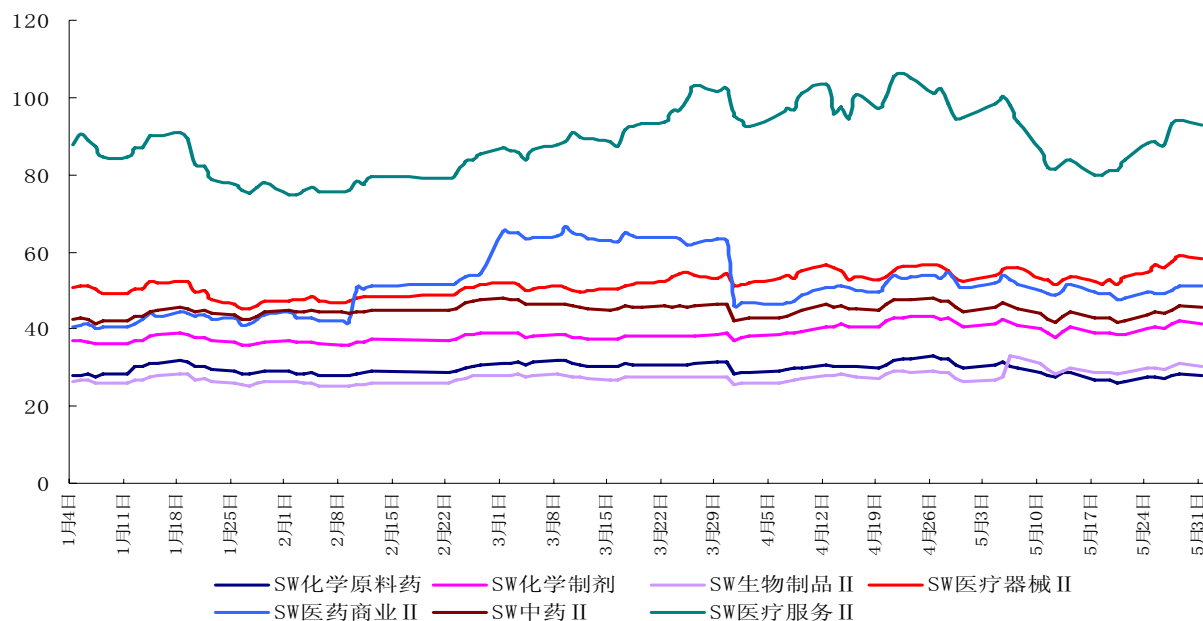


资料来源：WIND、国都证券研究所

3.3、高溢价下，行业内部分化加速

年初至今，行业已经进入高溢价阶段。在缺乏行业整体性机会下，行业内个股开始分化。从各子行业来看，以鱼跃医疗等高成长企业为代表医疗器械板块涨幅居前，PE 逐步提高；中药和化学制剂板块涨幅位居其后，PE 也有所提高；医药流通涨幅居中，而生物制品和化学原料药则位居最后，PE 下降。市场在逐步放弃低成长、低壁垒的大宗原料药企业。

图 23: 1 月 4 日至 5 月 31 日医药各子行业 PE 变动



资料来源: WIND、国都证券研究所

从个股来看，2010 年涨幅居前的以二三线个股为主，一线白马只有天士力、东阿阿胶等。而海正药业、恒瑞医药等龙头涨幅滞后。另一方面高成长和业绩超预期个股最为市场所热捧，如鱼跃医疗、信立泰、江中药业、恩华药业、海翔药业。部分重组题材也被持续关注，如万东医疗。

我们认为 2010 年下半，在行业高溢价的背景下，市场仍将继续筛选稳定增长的长期投资标的。部分业绩超预期的长线白马股将逐步被市场所发掘。

表 16: 10 年 1 月 4 日至 5 月 28 日医药行业涨幅前 20 名

排序	名称	代码	涨跌幅 (%)	排序	名称	代码	涨跌幅 (%)
1	鱼跃医疗	002223	99.1	11	中新药业	600329	49.12
2	信立泰	002294	90.32	12	华润三九	000999	48.52
3	万东医疗	600055	82.37	13	华神集团	000790	43.48
4	长春高新	000661	72.42	14	东阿阿胶	000423	41.84
5	恩华药业	002262	66.38	15	海南海药	000566	39.46
6	江中药业	600750	65.35	16	华兰生物	002007	39.21
7	海翔药业	002099	57.53	17	益佰制药	600594	38.68
8	爱尔眼科	300015	54.4	18	中恒集团	600252	38.42
9	天士力	600535	50.67	19	同仁堂	600085	37.23
10	华东医药	000963	49.6	20	康美药业	600518	35.67

资料来源: WIND、国都证券研究所 注: 剔除主业非医药的*ST 威达和天茂集团

4、下半年投资策略：首选长期稳增长

展望 2010 年下半年医药行业的投资机会，我们认为长期稳增长个股仍是首选标的。至于如何筛选，结合当前行业的发展动态我们总结出以下三点：第一、产品进入基本药物目录，受益基层市场快速扩容的企业。具体标的，拥有基本药物独家品种的企业无疑是我们首选，同时，非独家品种中具有较强品牌优势的企业也值得我们关注。第二点、以政策为纲，把握政策方向和市场导向，长期持有受益行业集中的细分行业龙头。第三点、具有较强仿制创新能力和国际认证能力，逐步实现产业升级转型的原料药企业。

4.1、重点关注基层市场，看好基本药物增长

我们认为首先应该重点关注基层市场。目前基层居民的医疗需求正处于高速释放期，医药市场也将逐步向基层倾斜，基层医疗市场就诊率和国家补贴幅度都在快速提高。配套基层市场的基本药物制度建设也在稳步推进，预计下半年开始，基本药物招标采购和临床使用的相关文件将出台，基本药物放量增长的时机即将到来。

对于产品进入基本目录的企业，基本药物制度实施对业绩的提升作用将从 2010 年三季度开始逐步体现，2011 年和 2012 年业绩贡献将渐趋明显。部分优势企业还可能借助此次基层市场扩容的机会实现业绩的新突破。

对于投资标的选择，拥有基本药物独家品种的企业无疑是我们首选。从最近招标省份的价格来看，中药独家品种中白药系列、速效救心丸等中标价有不同程度提高，只有少部分价格出现下跌，因此大部分中药独家品种有望借助基本药物制度推行实现量价齐升。

另一方面，非独家品种中具有较强品牌优势的企业也值得我们关注。包括昆明制药（血塞通注射液和注射用血塞通），同仁堂（六味地黄丸、乌鸡白凤丸和安宫牛黄丸），康恩贝（普乐安），益佰制药（艾迪注射液），康美药业（中药饮片）和华北制药（青霉素系列）。

表 17：受益基层市场的基本药物目录品种及企业

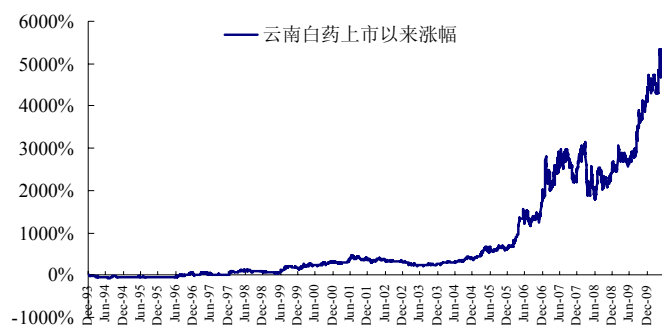
公司	主导产品	备注
独家品种部分		
天士力	复方丹参滴丸	08 年收入 11.5 亿元，占工业收入 75%，占毛利 70%
云南白药	白药（胶囊、膏、酊、气雾剂）	08 年收入 5 亿元左右，占公司毛利 40%
华润三九	三九胃泰、正天丸	08 年合计收入在 3 亿元左右，占工业收入 12%
中新药业	速效救心丸	08 年收入 3.95 亿元，占收入 17%，占毛利 30%
广州药业	消渴丸、华佗再造丸	08 年合计收入 6.0 亿，占收入 23%，占毛利 15%
金陵药业	脉络宁注射液	08 年收入 5.1 亿，占收入 29%，占毛利 46%
马应龙	马应龙麝香痔疮膏	08 年收入 2.2 亿，占收入 27%，毛利 48%
中恒集团	注射用血栓通	08 年收入 2 亿元左右，占收入 34%，占毛利 70%
千金药业	妇科千金片（胶囊）	08 年收入 4.2 亿，占毛利超过 50%
人福科技	芬太尼	08 年收入 1.05 亿，占收入 10%，毛利 15%
具有品牌优势的非独家品种		
昆明制药	血塞通注射液和注射用血塞通	08 年收入约 1.5 亿，占收入 11%，毛利 22%
同仁堂	六味地黄丸、乌鸡白凤丸和安宫牛黄丸	08 年收入合计约 6 亿，占收入 21%，毛利 28%
九芝堂	六味地黄丸、	08 年收入 2.1 亿，占收入 19%，毛利 23%
康恩贝	普乐安	08 年收入 3.1 亿，占收入 19%，毛利 25%
益佰制药	艾迪注射液	08 年收入 4.17 亿，占收入 36%
华北制药	青霉素系列	08 年收入 5.87 亿，占收入 12%，毛利 6%
康美药业	中药饮片	08 年收入 6.3 亿，占收入 70%，毛利 51%

资料来源：国都证券研究所

4.2、行业趋向集中，长期持有行业龙头

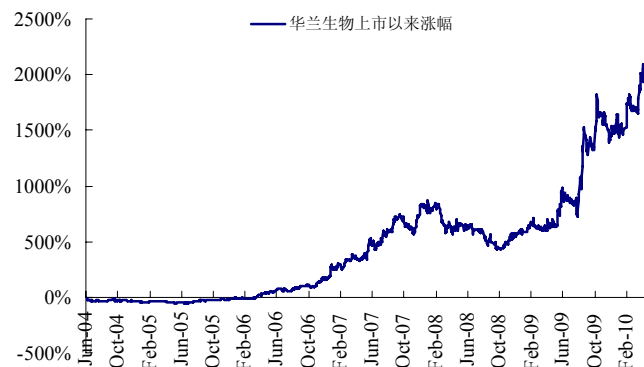
我们上文已经分析了，随着一系列行业政策的实施，资源将会逐步向龙头企业聚拢。市场竞争规则的日益公开透明，具备营销实力的龙头企业将脱颖而出，市场份额逐步扩大。因此我们建议长期持有行业龙头，它们将会给我们带来稳定的收益。从云南白药和华兰生物的成长历史来看，优质的龙头公司会给长期投资者提供丰厚的收益。

图 24：云南白药上市以来涨幅



资料来源：WIND、国都证券研究所

图 25：华兰生物上市以来涨幅



资料来源：WIND、国都证券研究所

表 18：各细分行业龙头企业及未来受益的驱动因素

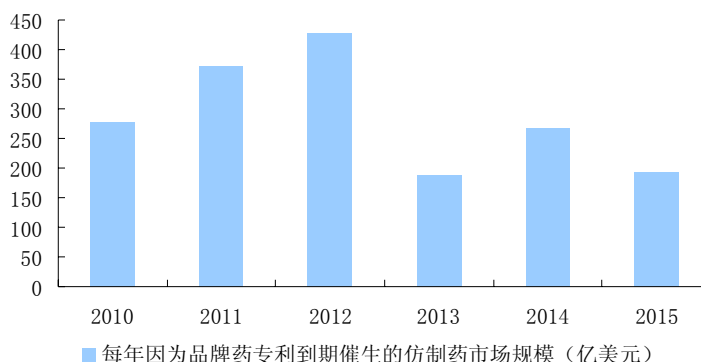
细分行业	驱动因素	龙头公司
抗生素	药典标准提高，基本药物集中招标	哈药股份、华北制药、鲁抗医药
化学新特药	药典标准提高、药品注册要求提高	恒瑞医药、信立泰、恩华药业
大输液	新版 GMP 实施，基本药物集中招标	科伦药业、双鹤药业
OTC 中药	OTC 品牌集中化、药典标准提高	云南白药、江中药业、仁和药业、同仁堂、千金药业、华润三九
临床中药	基本药物集中招标、药典标准提高	天士力、华润三九、千金药业、云南白药
中药饮片	药典标准提高	康美药业
中药注射剂	药典标准提高、中药注射剂再评价	上海凯宝、益佰制药
生物制品	药典标准提高、新版 GMP 实施	华兰生物、天坛生物
医药包材	药典标准提高、基本药物集中招标	山东药玻
医药器械	市场竞争	鱼跃医疗、乐普医疗、万东医疗
化学原料药	认证门槛提高、技术门槛	海正药业、华海药业、浙江医药、新和成

资料来源：SFDA，国都证券研究所

4.3、品牌药专利到期高峰来临，选择产业升级转型的典范

从 2010 年开始，包括立普妥等重磅炸弹在内的品牌药专利即将到期，同时因为金融危机和欧美医疗保障体系调整，全球仿制药市场不断扩容。2009 年全球仿制药市场增长在 6% 左右，而同期全球医药市场增长率只有 3%-4%。

图 26：每年因为品牌药专利到期而新增的仿制药市场规模

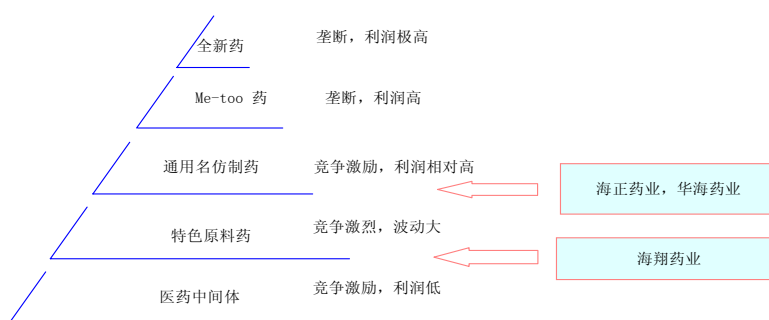


资料来源：WIND、国都证券研究所

面对品牌药专利到期的契机，国内原料药企业要把握机会，有三种方式：第一，作为仿制药企业的原料药供应商。第二，承接原研药企业 API 生产转移或者给原研药企业做制剂 OEM。第三，自主认证，自主开拓仿制药市场。无疑后两种模式利润更好，更稳定，但对企业认证和产品注册能力要求也更高。因此原料药企业必须通过实现产业升级来把握好此次发展机遇，同时国内制剂市场也具有巨大的潜力，也必须予以重视。

目前从事特色原料药企业中，海正药业已经完成原料药向制剂的初步转型。2009 年海正制剂毛利占医药工业总毛利 51.50%。已经在欧洲上市的氟伐他汀胶囊和欧洲首仿的他克莫司胶囊代表着海正迈开制剂出口的步伐。华海药业也起步较早，拥有国内首条通过 FDA 认证的制剂生产线和多个 ANDA 文号。目前华海药业在承接原研企业生产转移上积极探索，已获得默克公司的生产转移订单。海翔药业也转型升级中，逐步调整产品结构，放弃低毛利率的化工产品，重点发展高毛利，前景较好的品种，同时在 API 合同定制上，海翔与 BI 在新药达比加群酯中间体定制合作有望推动海翔进入新的发展阶段。

图 27：特色原料药企业升级产业链及对应公司



资料来源：FDA、国都证券研究所

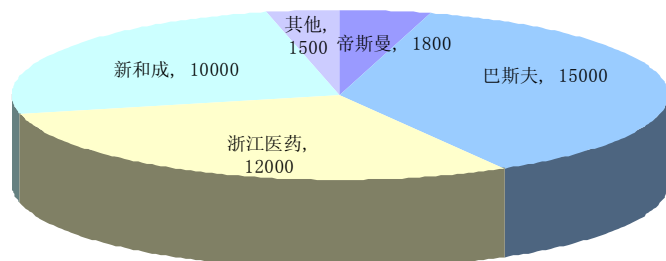
4.4、适当关注行业结构性机会

对于周期性大宗原料药企业和具有资产重组概念股，建议投资者给予适当的关注，但不作为长期投资的标的。

原料药方面，我们建议从竞争格局的角度关注具体品种的投资机会。因为从 VE 的历史可以看出，当形成寡头垄断的稳定供需格局的时候，产品价格就有望持续高位运行，企

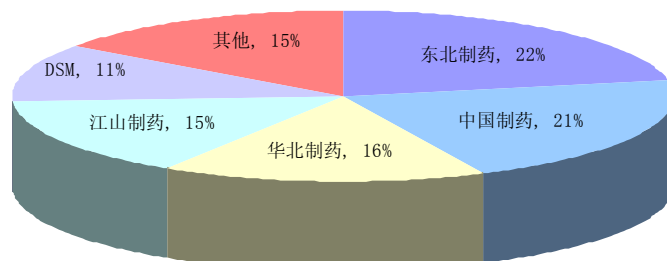
业盈利也将达到最高水平。目前 VE（浙江医药、新和成）；VC（东北制药、华北制药）；VB5（鑫富药业）；呈味核苷酸（星湖科技）都已形成寡头垄断的格局。我们建议关注相关企业的投资机会。

图 28: 全球维生素 E 产能格局



资料来源：健康网、国都证券研究所

图 29: 全球维生素 C 市场格局



资料来源：健康网、国都证券研究所

资产并购方面，2009 年国内外医药企业间发生了一系列重组并购事件，都已表明国内医药行业资源向龙头企业聚拢，集中度的不断提高将是一个必然趋势。我们判断在 2010 年这种兼并重组的态势将会延续下去。

我们列举了在 2010 年有望实施重组和整合的相关个股（其中上药系整合方案已经出台），我们建议关注这些相关个股的投资机会，其中尤其值得关注国药系（国药股份、一致药业、现代制药）以及太极系（太极集团、西南药业）和通用系（天方药业）的投资机会。

表 19: 2010 年存在资产整合预期的上市公司

分类	上市公司	整合方向
通用系	天方药业、中国医药	通用集团对外并购及内部资源整合
上药系	上海医药	对新先锋整合及流通业务外延式扩张
国药系	国药股份、一致药业、现代制药、天坛生物	集团内部研究平台的整合，集团内流通业务整合
山西系	亚宝药业	亚宝药业整合山西医药集团
太极系	太极集团、西南药业、桐君阁	三合一，集中做大
华立系	华立药业、昆明制药、武汉健民	华立药业医药置产剥离，与萨基姆合作的正式开展

资料来源：公司公告、国都证券研究所

4.5、重点公司

天士力（600535）

1、完善的中药产业链成为核心竞争力之一。公司作为现代中药的龙头企业，按照中药现代化标准，建立了一体化的现代中药生产链，旗下的子公司业务涵盖了药材种植、提取、生产、销售、研发等各个环节。公司这种完善的现代中药产业链，能够充分发挥规模化、产业化优势，已经成为公司的核心竞争力之一。

2、复方丹参滴丸仍是公司业绩的重要保障。公司的复方丹参滴丸作为心脑血管中成药的第一品牌，领先优势明显，其 2009 年销售额超过 12 亿元。未来几年随着复方丹参滴丸入选基本药物目录以及 FDA 认证等因素影响，该产品持续稳定增长仍然值得期待。由于复方丹参滴丸目前仍是公司利润的主要来源，因此其持续稳定的增长，将给公司业绩

提供重要保障。

3、二线产品提供新的成长空间。2009 年，公司二线产品实现了快速增长，其中养血清脑颗粒实现销售收入 2.4 亿元，增长 30%以上，水林佳实现收入 9000 万元，增速也在 30%以上，益气复脉粉针收入 3000 万元，增速 50%左右。后续中药注射剂产品注射用丹酚酸 B 已经通过专家审批有望年内获得批文。注射用银杏内酯也已经进入专家评审阶段。

4、生物制药前景广阔。生物药是公司发展的一大重点。公司用于血栓疾病治疗的生物药—重组人尿激酶原属于第二代溶栓药物，具有溶栓特异性强、副作用小等优点，预计将于 2010 年上市，市场前景十分广阔。公司的亚单位流感疫苗属于第三代流感疫苗，具有明显的技术优势。目前国内仅美国诺华一家生产，因此单价高，利润十分丰厚。公司已于 5 月获得亚单位流感疫苗的批文，预计从下半年开始，流感疫苗将逐步贡献业绩。

5、与股价挂钩的激励计划出台有利于股价稳定。公司董事会通过了针对公司骨干员工的中长期激励计划，该计划最大的特色是将公司股价与激励力度相挂钩。计划规定：在满足扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 10%和净利润增长率不低于 10%两个条件后，提取激励基金 1000 万元，若净利润增长率超过 13%，则根据公司股价相对于大盘的表现提取不同比例的激励基金，股价表现越强，则相应的提取比例越高。该方案的出台将有利于公司股价的中长期走势。

7、增发项目筹备未来。5 月 25 日，公司通过非公开增发预案，计划募集资金 10.7 亿元，用于丹参滴丸产能扩张以及完善产业链等项目。项目建成后，将新增复方丹参滴丸 3600 万盒，芪参益气滴丸 1150 万盒，养血清脑系列 3740 万盒，水林佳胶囊 940 万盒，以及 6000 吨中药材提取产能。新增产能将满足公司几年产能扩展需求。同时，通过出口基地和三七 GAP 种植基地建设，满足复方丹参滴丸在美国的三期临床研究。

8、维持“短期-推荐，长期-A”投资评级。公司是现代中药的龙头企业，未来发展战略清晰、新产品前景广阔，是值得长期投资的优质标的。我们预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.85 元，1.08 元和 1.26 元。以 6 月 8 日收盘价 33.10 元计算，动态 PE 分别为 39 倍，31 倍和 26 倍。公司仍具有明显的估值优势，我们维持公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

云南白药（000538）

1、核心产品借基本药物制度实施持续增长。2009 年公司 5 个核心品种，云南白药散剂、云南白药胶囊、云南白药气雾剂、云南白药酊剂和宫血宁胶囊进入国家基本药物目录（基层版）。目前核心产品主要集中在县级以上医院和药店，基层市场销售比例较少。随着基本药物招标采购的启动，核心产品有望在通过覆盖空白市场获得持续增长。

2、逐步消化提价影响，实现量价齐升。公司于 2009 年年底，调高核心产品的出厂价。2010 年一季度，虽然销量受到一定的影响，但核心产品仍实现约 20%的增长。随着公司对销售渠道整理，全年核心品种仍有望实现量价齐升。

3、两翼产品突破，支撑长期成长。2009 年，公司两翼产品云南白药膏、创可贴和云南白药牙膏收入已基本相当于核心产品，“稳中央、突两翼”的战略目标基本实现。2010 年一季度，云南白药牙膏单季度收入已突破 2 亿元，我们预计全年白药牙膏全年增长将超

过 40%。创可贴和白药膏在 09 年提价后，销售增长加快。另外，急救包对业绩贡献也逐步显著。未来，两翼产品增长将超越核心产品，成为支撑公司长期成长的重要动力。

4、普药业务具备增长潜力。除了云南白药散剂等核心品种进入基本药物目录（基层版）外，公司还 60 多个品种进入目录。借助强势的商业渠道和基本药物制度实施，普药也将有不错的增长。

5、管理层级理顺。2009 年 11 月，云南云药有限公司申请将其所持有的云南白药集团股份有限公司 41.52% 的国有股份无偿划转给云南白药控股有限公司。2010 年 4 月，申请获证监会批准。通过此次股权划转，云南省国资委对公司管理层级将由三级管理变为二级管理，管理关系进一步理顺。

5、搬迁解决产能问题。2009 年公司启动整体搬迁工作。5 月完成物流中心搬迁工作。7 月七甸原料药基地工程开工，雨花产业区工程完成封顶。2010 年，公司将实现厂区的整体搬迁。目前整个搬迁工作有序进行，预计 2010 年底完成整体搬迁工作。新厂区按照 100 亿的产值进行规划，届时制约公司发展的产能问题将解决。

7、维持“短期-推荐，长期-A”投资评级。公司是中药企业中最典型的“白马型”企业，具有一流的产品线和营销推广能力，是值得长期投资的标的。我们预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 分别为 1.56 元和 2.17 元和 2.95 元。以 6 月 8 日 69.40 元的收盘价计算，对应动态市盈率为 44 倍，32 倍和 24 倍，我们比较看好公司未来发展前景，在公司顺利搬迁以后，产能得到释放，公司将步入新一轮增长的快车道，因此我们维持公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

海正药业（600267）

1、产业升级转型的先行者。海正药业正沿着“API 外销——FDF 内销—— API 合同生产—— FDF 外销——基因工程药物 API+FDF——全球化经营”的战略向前发展。目前公司正处于 FDF 内销向 API 合同生产过渡阶段。今年，公司将在 API 合同生产和 FDF 外销上取得新的突破。

2、2010 年被定为海正的“营销年”，制剂增速有望加快。对比 08 年制剂收入 52% 增长，公司 09 年制剂增速有所放缓。从产品结构来看分析，主要原因是表柔比星注射液增速放缓，而伊达比星注射液等新产品增长还没有跟上。实质上的原因，我们认为仍是公司营销力量不足所致。尤其是新产品市场推广方面，依托原来的销售队伍，难以取得较大突破。因此管理层明确将 2010 年定为“营销年”，扩编销售队伍，精细化销售队伍，加大对销售的支持力度。如果新产品销售能够取得突破，今年制剂收入增长有望加快。

2、API 合同定制模式减少原料药收入波动。2009 年 11 月，公司与先灵葆雅/英威特公司签订《总包生产协议》，为英威特公司提供兽用预混产品。该协议有效期 5 年，预计每年为公司带来 2000 万美元的销售收入。同时，公司与礼来在卷曲霉素、潮霉素和米尔贝肟三个品种上合作已经进入运作阶段。公司与辉瑞公司等原研企业生产转移洽谈也将陆续展开。由于是合同定制生产，有效期长，因此 API 合同定制模式能较好的锁定利润，减少原料药价格波动对业绩的影响。

3、内分泌原料药持续高增长。2009 年内分泌类药物在前年高速增长的基础上仍保持 55% 的增长。海关数据显示，阿卡波糖原料药进口量仍是逐年增长，显示出阿卡波糖

原料药仍有广阔的市场空间。而奥利司他则受益于欧美仿制药销量快速增长。产能方面，富阳发酵基地投产后，产能瓶颈将得到解决，我们预计内分泌类产品仍将继续快速增长。

4、下半年他克莫司胶囊欧洲上市，制剂出口新突破。目前他克莫司胶囊已在欧盟注册成功，覆盖 29 个欧盟成员国。因 TEVA、山道士、印度 Intas、希腊 Genepharma 等生物等效性试验的失败，使海正和西班牙 Cinfa 共同成为欧洲唯一仿制药供应商，因此拥有 180 天的市场保护期。公司计划他克莫司胶囊于 2010 年下半年上市，未来 3 年目标占领欧洲市场 10% 的份额。而目前他克莫司胶囊在欧洲市场容量为 6 亿美元。

5、维持“短期-推荐，长期-A”投资评级。我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.74 元、0.90 元和 1.1 元，按照 6 月 8 日 29.53 元的收盘价计算，对应的动态市盈率分别为 40 倍、33 倍和 27 倍。公司当前估值水平合理，但公司作为国内产业升级的领军企业，发展战略清晰，有望成为国际化的综合型企业，我们长期看好公司的发展前景，因此维持公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

海翔药业（002099）

1、产品结构调整，向产业链的下游延伸。自 06 年上市以来，公司一直致力于产品升级，不断向产业链的下游延伸。08 年川南基地投产后，4-AA 和伏格列波糖产量迅速提高，公司产品结构得到明显优化。高毛利率的抗生素收入和毛利占比提高，低毛利率的中间体和抗病毒类收入占比下降。同时培南产品链逐步由 4-AA 中间体向培南类原料药升级。

2、4-AA 进入需求放量期，公司稳居行业龙头。4-AA（4-乙酰氧基氮杂环丁酮）是所有碳青霉烯培南类抗生素产品的关键共同中间体。由于细菌耐药性问题日益严重，培南类抗生素增长迅速，并带动 4-AA 需求放量。公司是国内最早实现 4-AA 国产化的企业之一，产量和出口量居国内首位。公司仍在根据需求扩大产能，公司的目标是成为全球最大的 4-AA 生产商。为提升产品价值，公司积极向产品链的下游培南类原料药延伸。目前，已经解决了美罗培南、亚胺培南的生产技术问题。

3、上游成本推动，克林霉素进入涨价周期。因环保监管趋严和粮食价格上涨等因素，克林霉素主要原料药林可霉素价格上涨。目前林可霉素一直稳定保持 380 元/BOU 的价格，因此克林霉素也顺势提价。同时克林霉素成功取代林可霉素进入基本药物目录，未来增速加快，国内原料药需求也将增长。

4、合同定制业务，分享全球生产转移盛宴。公司与德国勃林格殷格翰(BII)签订《战略生产联盟协议》，为 BII 公司生产抗血栓新药达比加群中间体。2009 年合同定制业务实现收入 3000 万元。随着达比加群在美国注册上市，合同定制业务将加速增长。除了为公司带来收益的之外，该项目对公司生产管理水平提高将起到积极作用。凭借此次合作经营，公司将逐步进入全球医药生产的大联盟，为继续获得其它原研药厂的订单打下坚实的基础。

5、股权激励提升管理效率，驱动业绩释放。2009 年 12 月，公司通过股票期权激励计划。此次激励对象十分广泛，股权激励对象合计达到 97 人，占公司总人数的 7%。广泛的股权激励统一了管理层、核心技术人员和企业之间利益，有效提高了管理效率。由于股权激励的行权价格为 10.71 元/股，而且行权条件与业绩挂钩，因此管理层有充足的动力释放业绩。

6、维持公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。我们预测公司 10-12 年每股收益为 0.44、0.65、0.83 元，按照 6 月 9 日的收盘价 18.92 元计算，公司 10-12 年动态市盈率分别为 43 倍、29 倍和 23 倍。虽然当前公司的估值优势并不明显，但公司正处于业绩拐点初期，具有较高弹性，我们维持公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

华兰生物（002007）

1、血制品业务稳定增长。公司是血制品行业的龙头企业，其血制品业务主要受投浆量和血制品价格两方面影响。2008 年 7 月开始实施的原料血浆“检疫期”制度使公司 2008 年和 2009 年的投浆量均有所下降，2010 年起公司彻底摆脱血浆检疫期制度影响，投浆量大幅提高。公司目前拥有 12 家浆站采浆，在建浆站 3 家，新获批浆站 3 家，并仍积极向重庆、河南地区申请新建浆站，预计未来投浆量将持续增长，血液制品生产规模将进一步扩大。由于血制品供不应求，静注丙球、特异性免疫球蛋白等血制品价格均有所上涨，预计未来仍有进一步提价可能。2009 年，公司静注丙球和小制品销售的快速增长，人血白蛋白在血制品收入中占比有所下降，这种产品结构优化，有助于提高血浆利用率及产品毛利率，并推动血制品收入及利润增长。

2、疫苗业务快速增长。公司从 08 年开始进入疫苗领域，凭借其技术、品牌、规模及营销方面优势，已逐渐成为流感疫苗行业的龙头企业。在 09 年甲流疫情发生后，公司在全球率先研制出甲流疫苗，大幅提高了公司在国内乃至国际上的影响力，为公司未来在疫苗行业的发展奠定了良好的基础。09 年公司流感疫苗收入 7.1 亿元，同比增长了 874.75%，甲流疫苗收储是推动疫苗业务增长的主要原因。公司在扩大国内流感疫苗市场占有率的同时，正积极开拓海外市场，加快甲流疫苗和季节性流感疫苗的海外注册，有助于推动流感疫苗业务的进一步增长。公司 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗已产生销售收入、重组乙型肝炎疫苗（酵母）将在 2010 年取得生产文号，未来均有望成为公司新的业绩增长点。

3、给予公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。在血制品和疫苗业务的推动下，预计公司未来几年将维持高增长，10-12 年每股收益为 1.37 元、1.62 元、1.93 元，按照 6 月 7 日的收盘价 51.76 元计算，公司 10-12 年动态市盈率分别为 37.91 倍、31.94 倍和 26.86 倍。虽然公司目前估值较高，但考虑到公司的行业地位和未来成长性，我们维持公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

昆明制药（600422）

1、营销改革的成效开始显现。营销改革是公司能走出低谷的最重要因素，特别是擅长营销的袁平东总裁上任后，进一步加大了改革的力度。公司营销格局由原来的“条状”结构转变为“块状”结构。同时，公司调整了营销人员的激励政策和营销考核指标，营销人员的激励机制得以理顺，销售积极性得以激发。公司营销改革的成效已经显现，09 年公司植物药系列实现爆发性增长，血塞通冻干粉针全年实现销量 700 多万支，同比增长 100%；天眩清注射液实现销量 900 万支，同比增长 90%。

2、血塞通冻干粉针供不应求。公司血塞通系列产品包括水针、冻干粉针、软胶囊等多个剂型，其中注射液和冻干粉针已成功入选国家基本药物目录。目前公司的血塞通冻干粉针处于供不应求的状态，甚至开始出现断货的情况。公司原先血塞通冻干粉针的产能在

700-800 万支，09 年已基本满负荷生产，为解决产能受限问题，公司已经委托重庆药友进行了代工生产，预计今年的委托加工量在 400-500 万支。为了彻底解决产能瓶颈问题，公司今年将新建 1500 万支的冻干粉针生产线，预计最快将于年底前投产。由于通过委托加工的方式可以弥补现有产能的不足，因此产能问题不会制约血塞通产品的销售。

3、贝克诺顿的深度合作正在推进。贝克诺顿是公司与世界最大的仿制药生产企业以色列 TEVA 合资设立的，公司拥有 50% 的股权，其主要产品包括阿莫西林、阿法迪三和阿尔治等。贝克诺顿学术营销优势很强，拥有 300 多人的学术销售队伍。目前公司与 TEVA 正在探讨以贝克诺顿为平台进行更深层次合作。2009 年贝克诺顿实现销售收入实现净利润 1541 万元。预计 10 年不考虑新产品引入因素，贝克诺顿销售额将有望接近 4 亿元。

4、昆明中药厂快速增长值得期待。子公司昆明中药厂拥有 15 个国家中药保护品种，数量居全国首位。舒肝颗粒、清肺化痰丸、止咳丸、参苓健脾胃颗粒和板蓝清热颗粒等产品在云南省内拥有很高的市场份额，部分单品销售额已达 3000-4000 万元，但由于市场过于集中在云南省内，也制约了产品的成长空间。公司今年将会重点打造一批拳头产品。并加大省外市场的开拓力度，中药厂的快速增长值得期待。

5、公司基本面向好的趋势已经确立。公司之前受股权变更、管理层更替等因素影响，业绩一度跌入谷底。在何勤董事长上任以后，公司进行了一系列改革：狠抓企业内部管理，调整公司营销架构，清理公司历史包袱。目前，公司基本面向好的趋势已经确立，业绩已重新进入增长的快车道。另外，公司出台了与股价挂钩的限制性股权激励计划，若仅完成触发基数，就需要净利润连续 3 年保持 50% 以上增长。这一方面显示了公司高管对公司快速发展的信心，另一方面也有利的保障股东利益的一致性。

6、维持公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。我们预测公司 10-12 年每股收益为 0.31、0.50、0.65 元，按照 6 月 8 日的收盘价 12.42 元计算，公司 10-12 年动态市盈率分别为 40 倍、25 倍和 19 倍。虽然当前公司的估值优势并不明显，但我们认为更应该关注公司的高成长性。我们维持公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com	苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com
冯翔	宏观研究	fengxiang@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com