

医药行业下半年策略报告

整体行业看好，聚焦优质资源

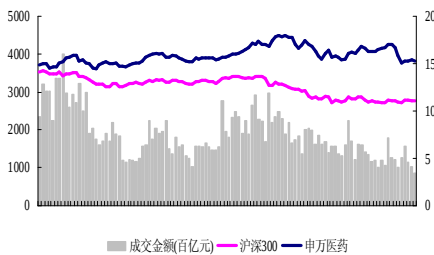
推荐(首次)

报告摘要:

市场数据

医药板块指数	3224.72
三个月涨跌幅	-1.55%
上证综合指数	2566.75
沪深 300 指数	2757.50

行业相对股价表现



相关研究

医药行业研究小组:

郑一宁(联系人)

8621-68761616-8519

zhengyn@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122

<http://www.tebon.com.cn>

Ø 医药行业处于一个景气周期。国际药品市场规模的增长和发展重心的转移，让中国充分享受到医药行业增长带来的收益；国际多种专利药的到期和仿药的蓬勃发展，是中国药企获得参与国际竞争的机会。国内的经济发展和政策为医药行业创造了良好的发展环境。中国医药行业进入黄金十年。

Ø 医药行业的集中度会迅速提高，优质企业将获得更多的竞争优势。国家政策积极引导产业向集中化方向进行，淘汰落后产能，将资源向优势企业集中是行业发展方向，对于优质企业应给予与更多的关注。

Ø 医药行业各子行业发展状态不同决定了投资策略的不同。化学药子行业的投资线索：关注企业的龙头地位和创新力，推荐浙江医药，新和成，海正药业，恒瑞药业等；中药子行业投资线索：关注稀缺性资源和独家品种，推荐云南白药，天士力和康美药业；生物医药子行业投资线索：关注流行疾病趋势和企业研发能力，推荐华兰生物，达安基因；医药商业、医疗器械，医疗服务：关注企业的优质资源，关注国药股份，乐普医疗，爱尔医疗。

Ø 医药行业核心投资组合：新和成，海正药业，恒瑞药业，华兰生物，云南白药，国药股份，乐普医疗，爱尔眼科。

Ø 中小板和创业板成长性好的企业能带来超值收益：科伦药业，价格回调可持有。

Ø 风险因素：板块估值已达历史最高，有补跌的要求。国家药品价格管理政策虽未出台，但降价的压力一直存在。医药市场环境的纯化，反商业贿赂势在必行。

目录

1. 医药行业的黄金十年	1
1.1 市场环境和政策利好为医药行业进入景气周期奠定基础.....	1
1.2 医药行业运营情况好转成为医药板块增长的动力	9
1.3 医药行业整体向好，子行业表现出现分化	10
1.4 医药行业未来发展方向预测	11
2. 医药各子行业投资策略	11
2.1 化学药行业投资线索：关注龙头企业和具有创新能力的企业.....	12
2.2 中药行业投资线索：注重稀缺性资源，关注独家品种.....	14
2.3 生物制药行业投资线索：关注流行疾病趋势，注重企业研发能力.....	15
2.4 医药商业 / 医疗器械 / 医疗服务行业投资线索： 关注拥有优质企业资源企业	16
3. 2010 年下半年医药行业投资组合策略	17
3.1 医药子行业下半年投资线索	17
3.2 医药行业下半年投资组合策略	17

图表

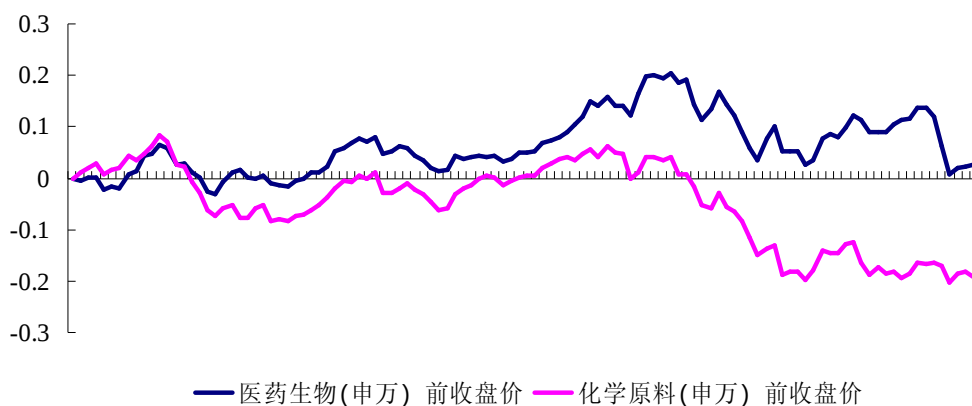
图 1 医药板块相对大盘表现	1
图 2 2008-2010 医药板块相对大盘溢价率	1
图 3 2001-2009 全球医药市场销售情况	2
图 4 中国药品市场国际地位变化趋势	3
图 5 2006-2015（f）非专利药国际市场容量概况	4
图 6 全国人均可支配收入和医疗保健支出情况	5
图 7 2001-2050（f）中国老龄化情况	5
图 8 2001-2008 中国城镇化情况	6
图 9 新医改对医药行业的影响	8
图 10 2000-2010 医药制造业经济数据	9
图 11 2003-2010 医药制造业各子行业主营业务收入累计同比增长数据.....	10
图 12 2003-2010 医药制造业各子行业利润额累计同比增长数据	10
图 13 医药行业各子行业发展状态分析	12
图 14 医药各子板块相对大盘表现	12
表 1 全球药品市场区域销售增长情况及预测国人均可支配收入和医疗保健支出情况.....	3
表 2 城市/农村死亡率前十疾病构成	7
表 3 医药行业核心股票组合盈利预测和投资建议	19

1. 医药行业的黄金十年

1.1 市场环境和政策利好为医药行业进入景气周期奠定基础

不可否认，医药行业已经步入“黄金十年”，市场已经给了一定的证明。自入2010年，医药板块就不断地带来惊喜，是沉闷大盘少有的一抹亮色。

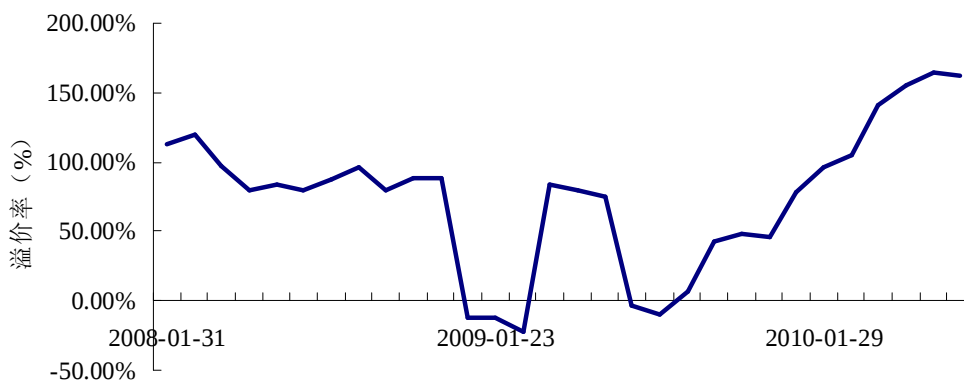
图 1 医药板块相对大盘表现



资料来源:wind资讯(数据截止至2010/06/24), 德邦研究

医药板块好于大盘的表现说明了资本市场对于医药产业的看好，虽然在上半年度的后两个月，医药板块有大幅度的下挫，但我们更愿意把板块的这种表现归于板块高估值带来的风险释放，即“补跌”。目前，医药板块估值已达历史最高。

图 2 2008-2010 医药板块相对大盘溢价率

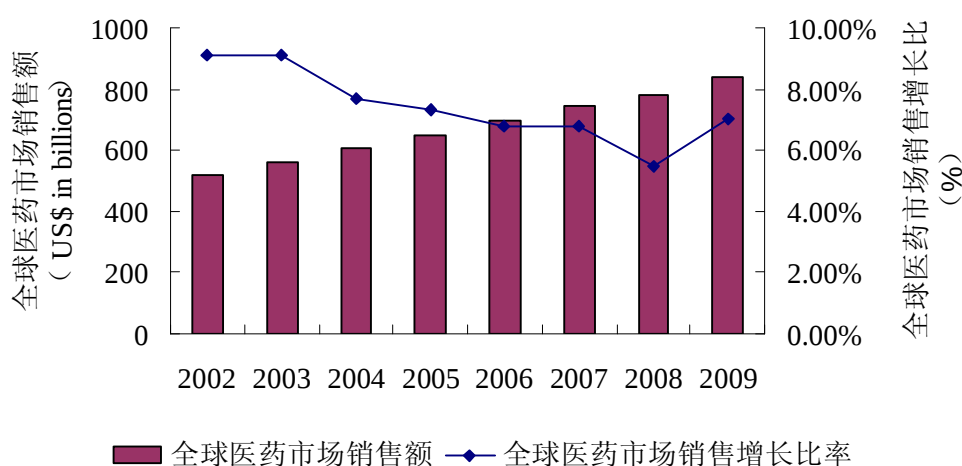


资料来源:wind资讯(数据截止至2010/06/24), 德邦研究

医药板块目前阶段性下跌不代表整个医药板块的走弱，医药板块的暂时性下跌有可能是为了以后的走强预留区间，用时间来换取空间。之所以得出这样的结论是基于以下几个事实，首先从全球医药环境来看，中国市场将受惠于以下两点利好：

1. 受惠于全球医药市场规模的扩大和发展重心的转移：从整个国际医药市场来看，据 IMS Health 公司于 2010 年 4 月 20 日发布的研究报告显示：全球药品市场规模预计在未来 5 年内将增长近 3000 亿美元，年复合增长率 5%~8%，至 2014 年整个医药市场规模将达到 1.1 万亿美元。

图 3 2002-2009 全球医药市场销售情况



资料来源：IMS Health (数据按 09 年四季度平均汇率计算)，德邦证券

和全球医药市场销售额的增长相比，中国市场的增长更为喜人。IMS Health 同时预测到新兴医药市场在 2010 年~2014 年间的增长速度预计将达到 14%~17%，而主要的发达医药市场的增长率将仅为 3%~6%。中国作为全球新兴医药市场之一，必将成为全球医药行业强劲发展的贡献者之一。同样根据 IMS 的预测，中国医药行业整体规模将有望在 2012 年进入世界前三的行列。按照年复合增长 20% 的速度计算，中国医药市场将于 10~15 年之后，整体规模达到美国现在的市场规模。国际医药行业环境整体向好和发展重心的转移将为中国医药行业增长提供了广阔的空间。

表 1 全球药品市场区域销售增长情况及预测

区域	2009		2008	2004-2009	2010	2009-2014
	销售额 (\$bn)	增长率 (%)	增长率 (%)	复合增长率 (%)	预测增长率 (%)	预测复合增长率 (%)
全球	837.3	7.0	5.5	6.7	4-6	5-8
北美	323.8	5.5	1.9	5.2	3-5	3-6
欧洲	263.9	4.8	7.0	6.6	3-5	3-6
亚洲/非洲/澳大利亚	106.6	15.9%	15.0	13.9	13-15	12-15
日本	95.0	7.6	2.1	3.9	0-2	2-5
拉丁美洲	47.9	10.6	12.7	10.9	10-12	12-15

资料来源:wind 资讯, 德邦研究

随着国际医药市场重心的转移, 中国医药市场在国际市场上的地位也日益提升。

图 4 中国药品市场国际地位变化趋势

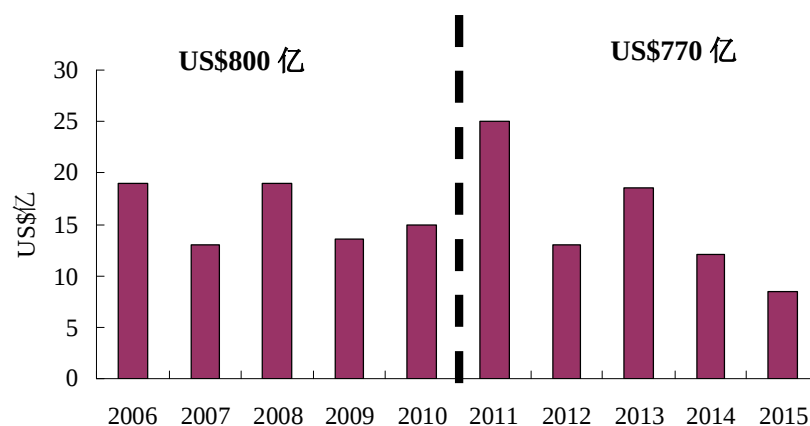
2001		2005		2009		2020	
国家	排名	国家	排名	国家	排名	国家	排名
美国	1	美国	1	美国	1	美国	1
日本	2	日本	2	日本	2	日本	2
德国	3	德国	3	德国	3	中国	3
法国	4	法国	4	法国	4		
意大利	5	意大利	5	英国	5		
英国	6	英国	6	意大利	6		
西班牙	7	西班牙	7	中国	7		
加拿大	8	加拿大	8	西班牙	8		
墨西哥	9	中国	9	加拿大	9		
中国	10	墨西哥	10	土耳其	10		

资料来源:德邦研究

2. 受惠于全球非专利药市场前景继续看好：全球专利药市场，药企巨头推出的“重磅炸弹”越来越少，新药研发费用的压力成为药企巨头沉重的负担。目前，跨国药企研发一个新药一般需要投入十亿美元左右的费用，需要十年左右的研发时间。有数据表明，2007年FDA批准了69种新药(NDA申请)，比2006年减少了26%，为过去10年的第二低。

专利药的疲软，直接鼓励了非专利药市场的蓬勃发展。2011-2015年，将有770亿美元的品牌药品会受到仿制药的冲击。在2008-2010年和2011-2013年将分别出现仿制药增长的两段平稳期。

图5 2006-2015(f) 非专利药市场容量概况



资料来源:wind资讯, 德邦研究

非专利药市场规模的增长，给中国的药企带来机会。在国际市场上，中国的仿药具有进入国际市场的机会，得益于中国人力资源的充足和廉价的劳动力，中国药企可以借助成本优势获得更高的利润。另外，国外药企现在已经纷纷将一些研发和制造外包给中国，这不但给中国要其带来利润还增强了这些企业的研发能力。

综上所述，国际医药市场和中国医药市场扩大为中国药企带来成长空间，非专利市场的蓬勃，给中国药企带来腾飞的机会。

从国内市场来看，也有以下六点利好：

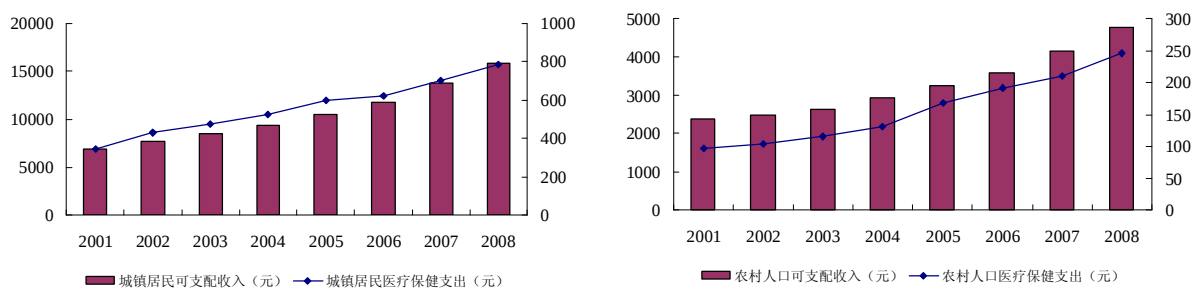
1. 受惠于中国人均GDP的增长：从国际经验数据来看当人均 GDP 达到15,000美元的时候，药品消费增长将会出现拐点，从快速增长期转入高速增长期，人均医疗支出将超过1,000美元；而我国目前人均GDP仅为2,000美元左右，我国的药品消费大幅增长的阶段还没有到来。因而可以预测：当人均 GDP达到15,000美元的时候，中国医疗消费市场规模将达到14,000亿美元，真正步入高速增长期，因此医药企业的发展空间巨大。

2. 受惠于全国人均可支配收入的提高：随着经济的增长，我国居民收入增长迅速，消费观念也发生了巨大的改变。医疗保健作为人类一种基本需求，具有一定的刚性特征，

医疗保健支出往往随着收入的增长较先得到满足。随着收入的增加，人民生活水平相应提高，会直接引致居民保健意识提升，医疗保健需求上升，从而拉动药品支出。2008 年城镇家庭人均可支配收入已达到 15780.68 元，城镇居民医疗保健支出达到 786.20 元。

就城镇和农村相比而言，农村人均医疗支出还相对较低，随着政府“三农问题”改革的深入，农民收入会有比较大的飞跃，另外医疗改革对农村的惠及，这都将带动占中国人口 56% 的农村医疗市场规模的扩大，农村的医药市场还存在较大的增长空间。这种由收入增长引发的医药市场的增长，是一种“主动型”增长，成为行业发展的坚实基础。

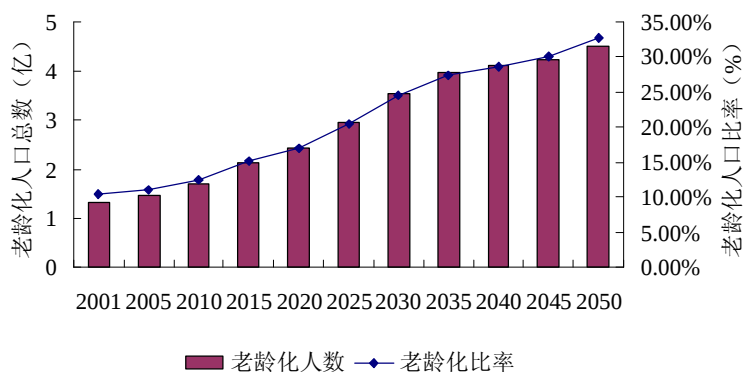
图6 全国人均可支配收入和医疗保健支出情况



资料来源：中国统计局，德邦证券

3. 人口老龄化带来的医药市场增长：人口老龄化问题也成为医药市场发展的驱动力之一。人口老龄化是卫生消费支出高速增长主要原因之一。中国是世界上老年人口最多的国家，占全球老年人口总量的五分之一。2004 年底，中国 60 岁及以上老年人口为 1.43 亿，2014 年将达到 2 亿，2026 年将达到 3 亿，2037 年超过 4 亿，2051 年达到最大值，之后一直维持在 3-4 亿的规模。卫生部调查表明，老年人群中 60% 至 70% 有慢性病史，人均患有 2 至 3 种疾病。60 岁以上老年人慢性患病率高于平均水平的 3.2 倍，伤残率是全人口的 3.6 倍。而且老年病多为肿瘤、心脑血管病、糖尿病、老年抑郁症和精神病等慢性病，花费大，消耗卫生资源多，据测算，老年人消费的医疗卫生资源一般是其他人群的 3-5 倍，所以，随着老龄人口的增多，将会刺激医药支出的增长。

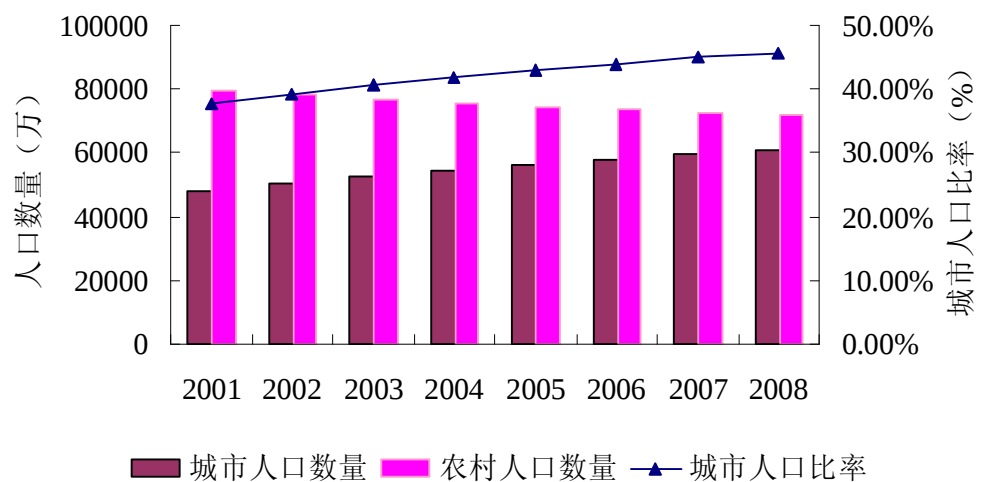
图7 2001-2050 (f) 中国老龄化情况



资料来源：老龄网，德邦证券

4. 受惠于中国城镇化速度：中国城镇化发展也对医药市场的增长起到促进作用。城市，让生活更美好，这句话充分见证了我国城镇化的历程。从上世纪九十年代中期开始到现在，我国城镇化进程年均增长 1.4 个百分点。到 2010 年我国城镇化水平可能达到 47.5%，将达到 1998 年世界城镇化 47% 的平均水平。预计到 2020 年，我国的城镇化比例将上升到 50%，大约有 3 亿农村人口转为城镇人口。根据历史数据来看，城镇居民卫生费用支出是农村居民的 3-4 倍，城镇化进程有助于扩大城镇人口卫生需求规模，另外，国家也在城镇积极推进外来务工人员保险，扩大医改覆盖面，这也有助于居民的医疗消费，扩大医药市场规模。

图8 2001-2008中国城镇化情况



资料来源：Wind 资讯，德邦证券

5. 疾病谱变化激发药品需求：卫生部对 2006 年全国城市与农村死亡率居前十位的病种进行了统计。恶性肿瘤、心脑血管疾病、呼吸系统病种占据前列，占有七成的比例。特别是恶性肿瘤，无论是在城镇还是在农村，都已成为危害健康的第一位杀手。因而这些大病种领域，药品需求将保持较大增长，其治疗市场值得关注。

表 2 城市/农村死亡率前十疾病构成

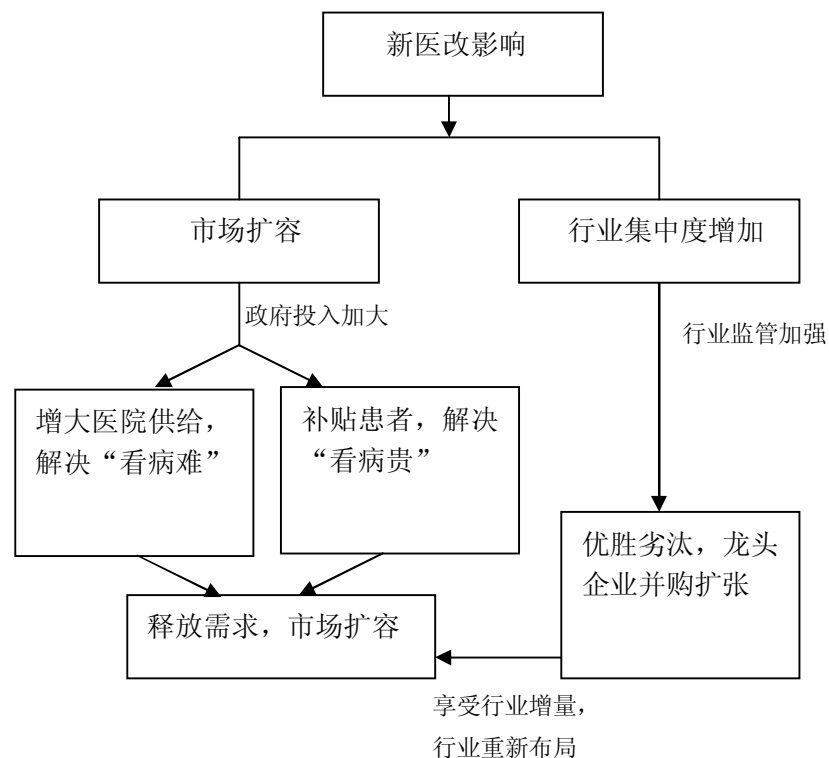
城市			农村		
病种	死亡率	位次	病种	死亡率	位次
恶性肿瘤	28.53%	1	恶性肿瘤	24.80%	1
脑血管疾病	18.04%	2	脑血管疾病	20.59%	2
心脏病	16.29%	3	呼吸系统疾病	17.24%	3
呼吸系统疾病	13.10%	4	心脏病	14.80%	4
损伤、中毒和外部原因	6.08%	5	损伤、中毒和外部原因	8.96%	5
内分泌、营养和代谢疾病	3.30%	6	消化系统疾病	2.69%	6
消化系统疾病	2.83%	7	其他疾病	1.66%	7
其他疾病	2.77%	8	内分泌、营养和代谢疾病	1.52%	8
泌尿生殖系统疾病	1.28%	9	泌尿生殖系统疾病	1.22%	9
神经系统疾病	0.95%	10	神经系统疾病	0.77%	10

资料来源：德邦证券

总结中国疾病谱的发展状况，我们可以发现从大的病种来看肿瘤、心血管疾病和内分泌疾病是发病率较高的病种，这些领域也必将成为畅销药品的产生领域。

6. 受惠于新医改：2009 年被称为“医改”元年。《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》明确描述了新医改的路线图。新医改明确了基本医疗服务由政府、社会和个人三方共同承担。政府承诺将逐步增加投入，有效减轻居民基本医疗卫生费用。中国政府宣布今后 3 年内将为实施上述重大改革投入 8500 亿元，目标是为了支持五项重点改革：建立基本医疗保障体系，健全基本医疗卫生服务体系，建立基本药物制度，健全均等化的基本公共卫生服务体系，探索公立医院改革的基本路子。三年的 8500 亿将被分为两部分，三分之二是用于需方，及社会居民；三分之一用于供方，及基层医疗机构和专业公共卫生机构。

图9 新医改对医药行业的影响



资料来源：德邦证券

医改政策对医药行业子行业的影响：

1 新医改基本药物制度，普药生厂商受惠，行业集中度将得到提升

“低水平，广覆盖”的医疗卫生体系，为了能让有限资金提供范围更广的医疗服务，“质优价廉”的普药将成为首选进入基本药物目录，这些药物也是基层医疗机构的首选。对于人民而言，在乎医保支出的绝大部分是社会低收入者，他们对药品的选择偏好也集中在低价位药品。医改虽然让普药生厂商享有受惠的机遇，但并不是所有普药企业都能从中分得一杯羹。由于采购的微利定价原则和政府补贴，被采购的生产企业最终可能

是保持微利状况，非定点的小型企业生存环境将会恶化，可以预期普药生产企业将走向集中、规模化，普药生产企业的行业集中度将得到提升。

Ⅰ 新医改将引起处方药企业竞争格局率先发生变化，创新优势、拥有独家品种企业将胜出

处方药在我国医药市场占据了近 80% 的份额。新医改中对医疗要素市场监管的加强，势必将率先改变处方药市场的竞争格局，加速企业的优胜劣汰。对于处方药企业，拥有创新优势和独家品种的企业才能在集中招标中胜出。创新能力将成为其他厂商的进入壁垒。

Ⅰ 新医改招标制度使渠道布局能力强医药流通企业受益

新医改中，招标的规模与范围越来越广，但对这类产品的配送却呈集中之势，很多地方的配送都集中于1-2个医药流通企业。而且，在配送的层次上也从原来的一、二、三级配送，扁平化为“生产厂商-配送商-终端”一级的形式，具有强大渠道布局能力的医药流通企业将会获得更多的市场机会。

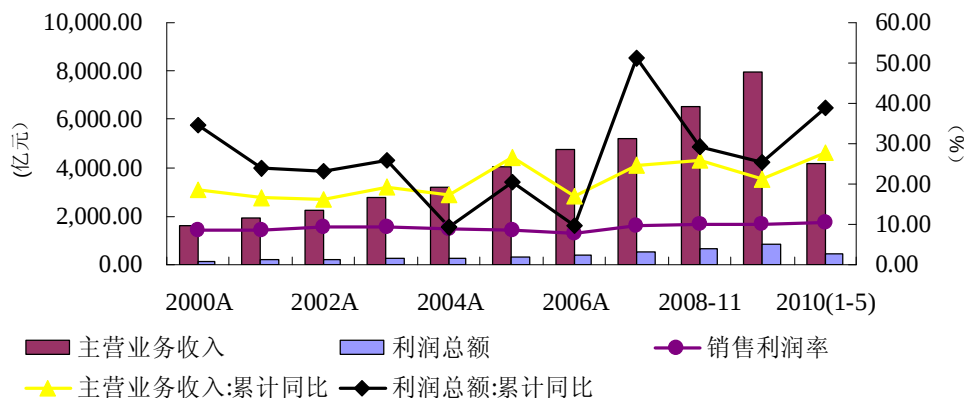
Ⅰ 新医改使医疗器械、诊断试剂、疫苗等公司将受益

“广覆盖”的需求加大基层医疗的需求和供给，这导致医疗机构对器械和诊断试剂的需求增加，同时，国际上和国内传染性疾病预防，让国家对传染病防治的力度加大，患者对疫苗的需求都将出现大幅增长，一些与基层医疗相关的医疗器械、诊断试剂企业以及疫苗企业将从医改中受益。

1.2 医药行业运营情况好转成为医药板块增长的动力

医药行业经历了 2007 年大幅增长以后，2008，2009 年出现回落。2010 年行业又得到了恢复性增长。2010 年前五个月，医药制造业实现收入 4149.30 亿元，销售利润率和往年相比，略有增加。利润额累计同比达 39.79%。医药行业经济数据景气度回升是医药板块增长的动力。

图10 2000-2010医药制造业经济数据

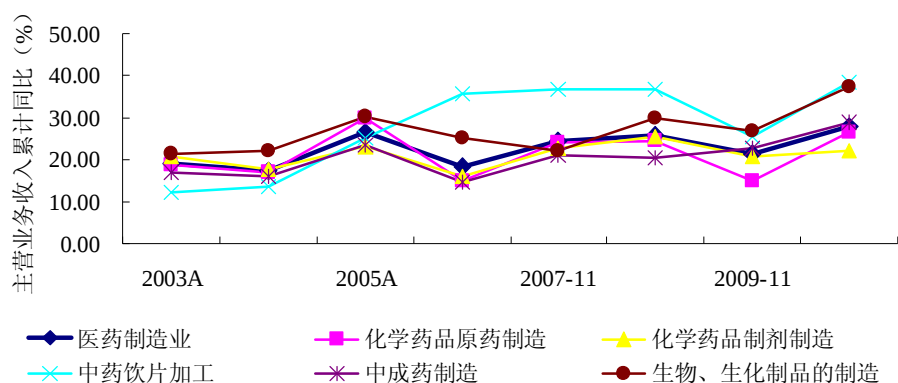


资料来源：Wind 资讯，德邦证券

1.3 医药行业整体向好，子行业表现出现分化

在行业整体向好的情况下，医药各个子板块的表现既有向好的相似性，但也出现了分化。各子行业中，2010 年前五个月，主营业务收入增长比高于行业平均水平分别是中药（中药饮片加工，中成药制造）子行业和生物，生物、生化制品子行业；低于行业平均水平的是化学原料药和化学制剂子行业。虽然化学原料药子行业的业务增长速度低于行业平均水平，但增长速度较快。相比而言，化学制剂子行业表现逊色。

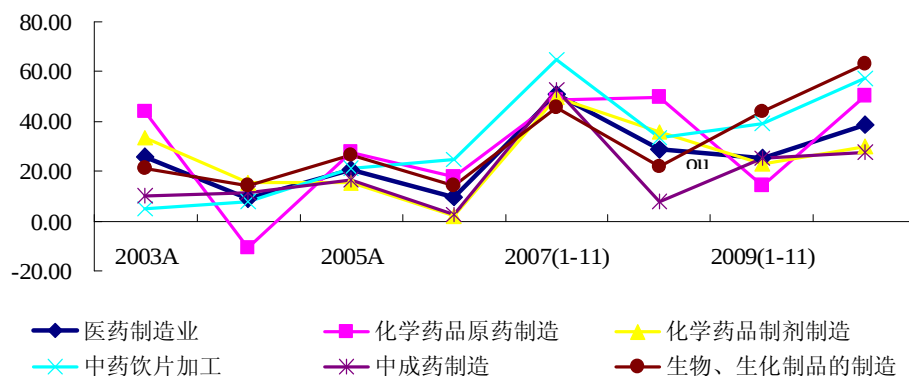
图11 2003-2010医药制造业各子行业主营业务收入累计同比增长数据



资料来源：Wind 资讯，德邦证券

从各子行业的利润增长速度来看，2010 年前五个月，生物、生化制品子行业的利润增长幅度最大，达到 63.36%；其次为中药饮片加工子行业和化学原料药行业。化学原料药行业的增幅最大，由 2009 年的 14.18% 增长为 50.43%。低于行业平均水平的为化学制剂和中成药制造子行业。

图12 2003-2010医药制造业各子行业利润额累计同比增长数据



资料来源：Wind 资讯，德邦证券

1.4 医药行业未来发展方向预测

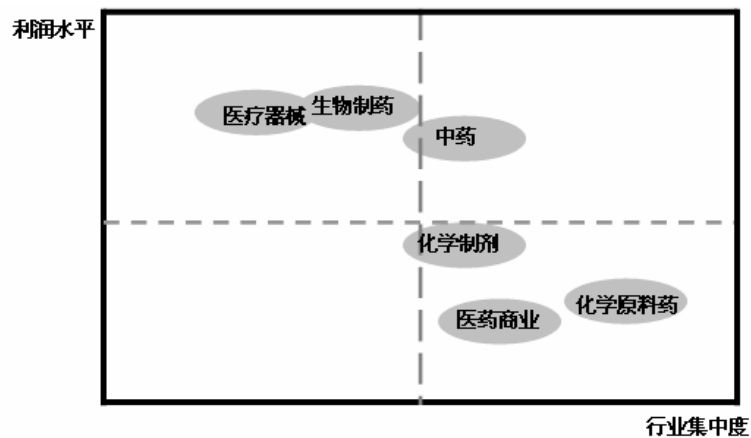
结合国家产业政策和医药行业发展现状及市场环境能够，对医药行业的未来发展方向做如下预测：

- Ø **盈利能力保持增长：**行业销售收入增长将保持 20%-25% 的增长势头，利润增长也将保持 25%-30% 的增速
- Ø **行业集中度进一步提高：**国家产业政策导向引导和行业发展阶段决定了医药行业正从无序走向有序，该点在原料药行业子行业体现的较为明显。当行业从成长期向成熟期过渡期间，行业的集中度会进一步提高。
- Ø **中药、生物医药发展潜力巨大：**国家对于中药产业和生物医药产业的扶持力度强大。中央和各省市对于中药产业和特色民族药产业均有文件和政策出台，基本药物目录中的独家品种目录中的独家产品几乎均为中成药。
《“十二五”生物医药产业振兴规划》对于生物医药产业影响深远，生物技术产业化，国际化提升是产业发展重点。
- Ø **医药商业、流通行业“渠道为王”：**医药商业行业，流通行业地域性明显。国家《药品价格管理办法（征求意见稿）》对流通环节有限价意见，直接流通影响行业的收益。能够合理设置渠道，控制物流和运营成本费用的企业将更有竞争力。
- Ø **医疗器械行业“未来之星”：**医疗器械行业在我国属于朝阳行业，十分具有发展潜力。医疗器械行业有两个发展方向：一个是向技术含量高的高端医用器械发展，获取高溢价；一个是向家庭保健器械发展，以量取胜。
- Ø **医疗服务行业发展长期值得期待：**医药服务行业在我国目前还未兴起。服务业的定位已经表明了该行业的高附加值。随着人民收入和保健意识的提高，该行业的发展值得期待。

2. 医药各子行业投资策略

医药行业分为以下六个子行业：化学药、中药、生物制药、医药器械、医药器械。医疗服务和医药商业。各个子行业的行业性质和发展阶段不同决定了投资策略的不同。

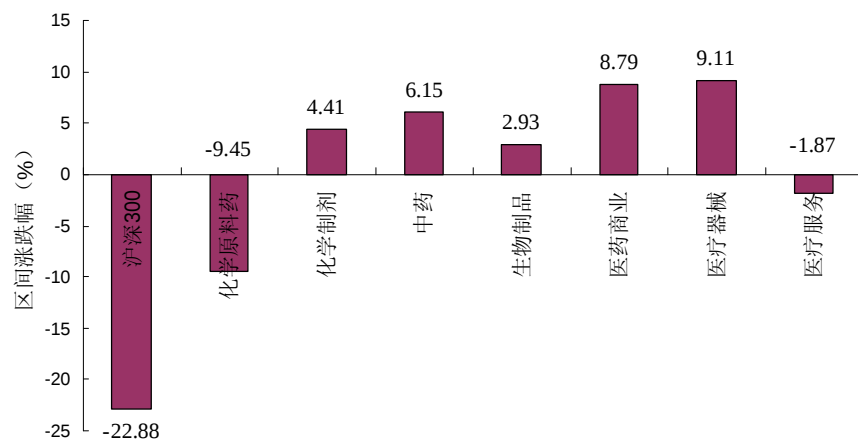
图13 医药行业各子行业发展状态分析



资料来源：Wind 资讯，德邦证券

在市场上，各个子行业的表现也不同。

图 14 医药各子板块相对大盘表现



资料来源:wind资讯(数据截止至2010/06/24)，德邦研究

2.1 化学药行业投资线索：关注龙头企业和具有创新能力的企业

化学药行业还可以细分为化学原料药和化学制剂药两个子行业。两个子行业所处行业周期阶段不同，其投资策略也略有不同。

I 化学原料药投资线索：紧随国际市场，关注龙头企业

1: 我国属于原料药，尤其是大宗原料药出口大国，国际市场需求影响企业的利润。我国原料药生产还处于整个产业的低端，技术含量不高。作为大宗原料药出口大国来说，国际经济环境周期性影响和汇率的变化对原料药企业影响较大。虽然我国在某些原料药市场占的份额较大，有一定的话语权，但是由于我国原料药生产企业技术水平较低，高水平的特色原料药生产厂家较少。拥有定价权的VC和青霉素盐都是以化工产品的形式进入国际市场，处于产业链的低端。

2: 行业集中度高，规模效应不可小觑：化学原料药行业，基本处于寡头垄断的局面。如青霉素及衍生产品90%以上的产量集中在华北制药、哈药集团、鲁抗医药、石家庄制药4家公司手上。在特色原料药方面，某些生产工艺要求较高、难度较大的小品种，生产集中度也很高，如抗肿瘤抗生素基本上由海正药业独家生产。

3: 环保监管的趋严和淘汰落后产能的政策要求，行业内结构调整必不可免，将出现大者恒大，强者恒强的局面：最近国家下发《药品价格管理办法（征求意见稿）》，旨在平抑药价，这对于小企业会造成更大的压力。同时国家取消409种商品的退税政策，虽然本次涉及的药品较少，但表明了国家提高行业门槛，淘汰落后产能的决心。因此行业内，尤其是进入门槛低的行业，调整不可避免。

风险提示：

Ø 人民币升值压力和出口环境的变化可能会影响行业收益。

股票推荐：

浙江医药和新和成：VA、VE的生产进入壁垒价高、环保要求较高，有一定的进入壁垒。目前这几类维生素的生产商已经形成了逐渐形成了寡头垄断市场的局面。在经历了维生素08年大跌价的情况下，各大厂商更愿意维持现状的，而不是进入到价格战的竞争中去，此行业应该出现一个景气周期。

华北制药：我国最大的抗生素类医药产品生产基地，并和国际抗生素巨头帝斯曼（DSM）在VC和抗生素领域实现战略合作，有利提高了公司的国际地位。同时和冀中能源的重组值得想象。

华海药业/海正药业：相比大宗原料药，特色原料药拥有更确定的机会。非专利药需求的增加将促使制药企业加大对廉价中国特色原料药的采购，甚至将制剂加工业务外包到中国。在外环境向好的情况下，那些技术实力雄厚，已将或将要取得国际市场资质，并努力向产业链下游，即制剂制造拓展的企业应该有较好的业绩预期。

I 化学制剂药投资线索：瞄准用药市场的量，营销研发能力是盈利保证

1: 用药人群的多寡，决定了化学制剂药品市场容量：化学制剂直接面对用药市场，因此量是企业盈利的关键要素，生产进入《基本药物目录》和《医保目录》的药品厂商在销量上有一定保证。但国家招标过程中对药品采购价格的控制，真正能获取收益的是能成功控制成本的制剂企业。

另一个“量”的概念是和疾病谱相关。我国恶性肿瘤、心脑血管疾病等是高发病率并重，这些药物有庞大的市场容量。如抗肿瘤类药物被称为“医药产品的引擎”，发展前途十分广阔。国际货币基金组织（IMF）负责人预测：今后几年，中国、印度、巴西和俄罗斯“金砖四国”将成为世界增长最快的抗肿瘤药物市场；全球抗癌药市场年增长率将达15%，大大超过其它药物的增长率；到2012年，全球抗肿瘤药物市场销售总额将达到800亿美元左右。因此该类药的优质生产商也能从“量”上获益。

2：营销研发能力保障公司获得高溢价：营销能力是制剂企业不可或缺的重要能力，优秀的营销能力能让制剂企业从众多相似产品中胜出，保证企业的销售收入。

在研发能力上，我国的药品创新性的药品研发能力较低。和国际大型药企相比，资金也不够雄厚。目前，一个新药研发费用将近八亿美元，研发周期普遍为8-10年。因此，完成一个完整新药的研发，是我国企业目前不能具备的。我国的制剂类公司还处于仿药生产阶段。即便如此，研发能力和创新能力还是十分重要的，因为具备以上能力的企业，如果能获得首仿药的生产，将会获得180天的独家专卖权，从而获得先入优势和高溢价。

风险提示：

- Ø 制剂类企业在2010年前5个月的营业收入和利润收入增长和其他医药行业子行业相比增速较缓，企业业绩有待考验，有可能出现业绩未达预期，估值下调。
- Ø 上游原料药的涨价，会挤压制剂类企业的利润。
- Ø 《药品价格管理办法（征求意见稿）》的出台对于制剂类企业的收益有影响，但管理办法会以怎样的内容和形式出台，对市场的影响有待观察。

股票推荐：

恒瑞药业：恒瑞是国内极少数具备真正核心竞争力的标杆医药企业，也是研发投入最大的企业，公司是抗肿瘤药物和麻醉药物的生产龙头，并积极开展国际合作，有良好的市场预期，未来有望成长为国际化的大市值公司。

哈药股份：公司是大型综合性国企，经营机制灵活并存在进一步业务整合与管理改善预期，产业链面宽纵长，产业链涵盖六大医药工业领域，是全国性的品牌普药公司；医药商业网络完善：拥有1000多家连锁药店，新医改明确受益。公司股改承诺注资26亿元，提高安全边际。目前已完成辉瑞动物疫苗的收购。

华润三九：国资品牌，公司一季度业绩超预期，公司2010年一季度实现营业收入10.63亿元，净利润2.41亿元，同比增长45.44%。华润入主北药，公司资产整合预期强烈。

2.2 中药行业投资线索：注重稀缺性资源，关注独家品种

1：不可替代的“稀缺性”：稀缺性给重要企业带来的高溢价值得关注。国家绝密级中药企业在本行业几乎无竞争对手，利润丰厚。

2：关注独家品种：国家基本药物目录收入307个药物品种，多数品种竞争激烈，如果考虑价格管制因素，即使进入目录，使销量有了保障，但企业的利润并不能得到质的提升。只有拥有独家品种的企业才能有部分定价权，获得高溢价，因此拥有独家品种的中药企业应给与更多的关注。

3: 中药整体产业值得看好: 中药产业是国家扶持的产业之一。今年前五个月中药企业利润增长较快, 超过医药行业平均水平, 值得看好。

风险提示:

Ø 今年中药材价格大涨, 对行业的利润造成一定的影响

股票推荐:

云南白药: 工艺配方均属国家绝密级生产企业, 具有稀缺性优势。公司将在 2010 年底完成整体搬迁。基地的建设为公司将来的发展奠定了坚实的基础, 白药集团将以现有资源为依托, 整体搬迁新建一个集原生药材种植、药品生产加工、医药流通为一体的天然药物产业基地。“稳中央, 突两翼”的发展战略, 公司继续稳定发展白药胶囊、气雾剂等中央产品, 并将白药牙膏、急救包、白药膏打造成未来几年利润主要增长点。

天士力: 现代中药代表型企业, 主要产品均进入了新版医保目录, 其中核心产品复方丹参滴丸面临基层放量和消费升级, 2009 年单品实现收入超过 12 亿元, 位列医院心脑血管用药市场之首, 远远领先于后面的其它产品。二线产品快速增长拉动工业整体增速提升。与法国 TRANSGENE 公司合作进行生物药研发, 逐步建立生物药研究平台。定向增发募集资金, 投入复方丹参滴丸扩产、现代中药固体制剂扩产、现代中药资源 GMP 技改、三七储备及种植基地建设等项目。

康美药业: 康美药业主要经营中药饮片和中药材贸易 08、09 年采购了比较多的三七, 三七价格的一路高涨, 将对公司未来业绩形成有力支撑。09 年公司完成对新开河药业的收购, 计划投入 4 亿元打造东北最大的人参产业基地, 全年实现销售收入 3724 万元。

2.3 生物制药行业投资线索: 关注流行疾病趋势, 注重企业研发能力

1: 流行疾病导致的“被增长”: 流行性疾病引起相关疫苗类产品的增长, 对以流行疾病的预测, 可以较好地把握该类公司的业绩增长。

2: 企业高研发能力能创造出高附加值: 生物产业振兴规划最实质性的东西, 就是支持产业化, 支持新药的开发和利用。国家产业规划的落子是产业的国家化。拥有高研发能力的企业会得到国家更大的支持。

3: 生物制药产业值得看好: 生物产业发展“十二五”规划这一振兴政策的出台并实施, 将大力促进生物医药产业的结构调整, 并为“十二五”期间生物医药行业的快速增长奠定基础, 预计这一振兴规划将惠及新型疫苗和诊断试剂、生物技术药物和小分子药物、现代中药和植物药, 以及生物医疗设备和生物医药研发外包等多个子行业。

风险提示:

Ø 考虑到包括基因药物和疫苗在内的生物药正在带来医疗领域的革命性突破, 在振兴规划的引导下, 中国化学药制剂和原料企业势必向生物医药转型。不论从追求毛利率还是产业发展来看, 涉及“生物”的并购将会增多。业绩不好的企业可能会被淘汰出局。

股票推荐：

华兰生物：血液制品龙头企业。公司现有浆站数目为 18 个，只有 10 个投入运营，随着新浆站的陆续投放使用，血液制品的增长有了坚实的保障。静丙球蛋白对手足口重症患者疗效突出，手足口病的发生将成为股价上涨的催化剂。疫苗业务将成为公司发展的重头戏。甲流疫苗，ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗和最近乙肝疫苗将成为公司业绩的一个支撑。

达安基因：生物产业发展规划即将出台，公司受益大。此前出台的地方性产业发展规划来看，重点扶植对象为创新性的生物。公司是一家典型的创新性生物企业。核心业务核酸诊断试剂领域具备了核心竞争优势，市场龙头地位巩固。

2.4 医药商业 / 医疗器械 / 医疗服务行业投资线索： 关注拥有 优质企业资源企业

1：医药商业看重渠道控制能力：医药商业盈利的关键是渠道的深度和广度。我国医药商业地域性较强，拥有渠道优势的企业和成本控制优势的企业有发展潜力。

2：医疗器械行业看两点：医疗器械行业医用器械看好生产技术含量高的企业，家庭保健医疗器械看好生产用户量基础大的器械企业。

3：医疗服务行业长期值得看好：医疗服务行业上市公司较少，但医疗服务行业有较好的发展前景。

风险提示：

- Ø 《药品价格管理办法（征求意见稿）》中对渠道利润有要求，虽然该办法没有正式出台，但对医药商业企业的影响应该有所准备。
- Ø 医疗器械行业今年前五个月市场表现最好，大盘环境的持续萎靡，可能影响该板块的表现。
- Ø 医疗服务业前景看好，但作为服务业，管理问题应该关注。

股票推荐：

国药股份：国内麻药分销具有垄断地位。国内最大的医药流通企业。公司股东国药控股拟将北京分公司资产注入，公司成为北方地区药品采购中心，分销中心和物流中心。全国唯一指定的甲流疫苗收储调运医药商业企业，拥有众多药业连锁网店。

乐普医疗：公司已形成 PCI 支架，耗材和设备三大业务模块，产品组合带动公司迅速发展。2010 年一季度公司实现收入 1.85 亿元，同比增长 35.98%，实现利润 1.09 亿，同比增长 41.04%。公司全面收购卫金帆，用造影机带动耗材的发展。公司利用超募资金进行收购的计划。

爱尔眼科：爱尔眼科是国内规模最大的眼科连锁医疗机构，主营业务为各种眼科疾病的诊断、治疗及医学验光配镜等眼科医疗服务。目前已在全国 12 个省（直辖市）设立了 22 家连锁眼科医院，年门诊量和手术量居全国首位。公司采取“三级连锁”的商业模式，拥有医师数量 400 余名。公司营业模式看好，但最近管理出现问题。

3. 2010 年下半年医药行业投资组合策略

3.1 医药子行业下半年投资线索

- Ø 医药行业总体看好，一部分因为整个行业良好的宏观和行业环境，一部分因为行业内企业经济进入景气周期。
- Ø 在医药行业各个子行业中看好中药、生物医药、医疗器械和医疗服务子行业。因为前两个子行业由国家政策的支撑和扶持，后两个子行业发展速度较快。
- Ø 化学原料药子行业谨慎看好，因为国际经济环境不太乐观，人民币升值压力也较大。
- Ø 化学制剂，医药商业谨慎看好，政府对药品价格如何定价和管理直接影响这两个行业利润。

3.2 医药行业下半年投资组合策略

- Ø 行业集中度提高，引起的优质企业线索：新和成，海正药业，恒瑞药业等。
- Ø 国资线索：国药股份等
- Ø 产品稀缺性和独家品种线索：云南白药等。
- Ø 政策利好行业的龙头企业线索：华兰生物等。
- Ø 在中小板和创业板上市具有增长潜力的医药股票也值得关注：科伦药业等。

风险提示：

- Ø 经济环境的影响，国内加息的压力和国际经济环境的波动对于企业生存状态影响重大。
- Ø 药品价格管理势在必行。药品降价是必然，但降价幅度和形式暂时不明朗，有待观察。
- Ø 医药环境的纯化，也是必然。反商业贿赂直接影响的是生产处方药的企业。

表 3 医药行业核心股票组合盈利预测和投资建议

上市公司	目前股价 (元)	EPS (摊薄)			PE			目标股价 (元)	投资评级
		09A	10E	11E	09A	10E	11E		
新和成	28.13	2.98	4.03	4.18	9.45	6.98	6.73	40.52	买入
海正药业	25.40	0.56	0.75	1.00	45.13	33.87	25.40	28.50	增持
恒瑞药业	42.29	1.07	1.12	1.35	39.52	37.76	31.33	60.00	买入
华兰生物	47.70	1.69	1.57	1.70	28.22	30.38	28.06	62.00	增持
云南白药	65.71	1.13	1.71	2.10	58.15	38.43	31.29	83.00	增持
国药股份	22.28	0.47	0.65	0.80	47.40	34.28	27.85	33.00	买入
乐普医疗	29.10	0.72	0.50	0.70	40.42	58.20	41.57	35.00	增持
爱尔眼科	43.58	0.69	1.03	1.45	63.16	42.31	30.06	61.80	增持

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。