

2010年7月28日

医药行业

增持

医药行业研究员

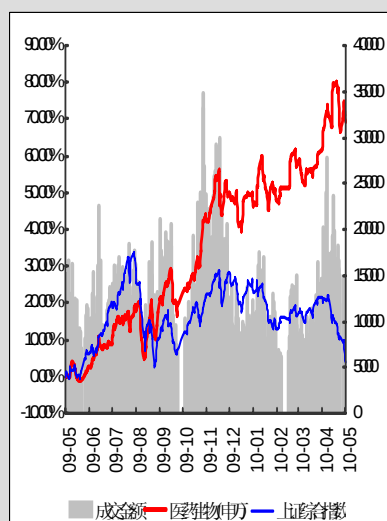
李伟志

执业证书编号: S0070209060028

010-88086830-710

liwz@rxzq.com.cn

医药行业与上证指数走势对比图



其它相关报告:

2010.5.7 医药行业研究之特色
原料药行业研究 —— 励精图治
开启未来

神经系统行业深度研究之一（精神安定药）

——不可小视的潜力市场

投资要点

- **高速增长的神经系统行业值得关注。**南方所 10 大重点城市医院终端数据显示 2009 年神经系统药物销售额为 64 亿元,同比增长 48%,过去三年复合增长率高达 73%;从 2009 年神经系统各个子行业增速来看,抗帕金森氏病药和抗癫痫药增速最快,分别达到 59%和 53%,但两者基数较小合计占神经系统行业总收入比只有 6%;精神兴奋类药物占神经系统行业收入比最高为 58%,2009 年增速为 35%;其余三个子行业 2009 年收入增速在 29% - 49%之间,同样处于高速增长态势。
- **失眠患者高企、新增产品进入目录将推动行业继续快速增长。**2009 年我国精神安定药品销售额为 6.2 亿元,同比增长接近 30%。我们预计未来精神安定类药品增长率将会继续保持 30%以上的速度增长,主要原因一是据统计 2010 年全球失眠患者已经超过 2 亿人次,预计到 2020 年全球失眠患者将超过 7 亿人次,世界卫生组织曾在 14 个国家进行过调研,发现约有 27%的人有睡眠问题,但是失眠症较高的发病率伴随着只有不到 20%的治疗率,可见精神安定类医院市场还有很大的市场可挖。二是我国老龄化问题在加剧,而且 60 岁以上的中老年人是发病的主要人群,加上 2009 年新医保目录里面新增了多个精神安定类产品。
- **外资企业主导市场,国内企业快速崛起。**2009 年精神安定类药品市场竞争格局为奥氮平、喹硫平、利培酮、天麻素、氟哌噻吨/美利曲辛占据前 5 位,其中奥氮平和天麻素市场份额提升速度最快,已分别从 2007 年的 19.81%和 8.72%迅速提升到 2009 年的 27.08%和 11.31%;从 2009 年企业市场占有率来看,江苏苏州礼来、西安杨森制药和江苏阿斯利康三家外资企业继续占据着前三位,合计占有 40%的市场份额。但国内企业也不甘落后,江苏豪森药业依靠旗下产品奥氮平的惊人增长迅速窜升到第四位,昆明制药这两年依靠着天麻素的快速增长,市场占有率也从 2007 年的 2.42%快速提升到 2009 年的 4.59%。数据显示前 8 家厂家市场占有率已经超过 70%,市场垄断性较高,利润被少数企业占据。
- **投资建议。**建议投资者关注**恩华药业**和**昆明制药**,其中恩华药业是主攻中枢神经系统行业的医药企业,公司销售能力较强,后续重磅产品丰富;昆明制药是我国最大的植物药生产企业之一,拥有青蒿素类、天麻素系列等多个疗效显著、市场潜力巨大的优质产品,公司今年处于业绩拐点年,2009 年底股权激励的推出也为公司未来高速增长奠定了基础。

目 录

1、高速增长的神经系统药物值得重点关注	3
2、警惕巨大的失眠患者数字	6
3、老龄化加剧、新增产品进入目录将推动行业继续快速增长	7
4、外资企业主导市场，国内企业快速崛起	8
5、精神安定类具体产品分析	10
5.1 奥氮平 - 强势地位不可撼动	10
5.2 喹硫平 - 增长态势较为平稳	11
5.3 利培酮 - 西安杨森一只独大，但市场份额有所下降	11
5.4 天麻素 - 天眩清高速增长	12
5.5 氟哌噻吨/美利曲辛 - 丹麦灵北绝对垄断	12
6、重点公司推荐	13
6.1 恩华药业 - 产品储备丰富的优质中枢神经系统龙头企业	13
6.2 昆明制药 - 天麻素 + 血塞通，大品种战略促增长	14

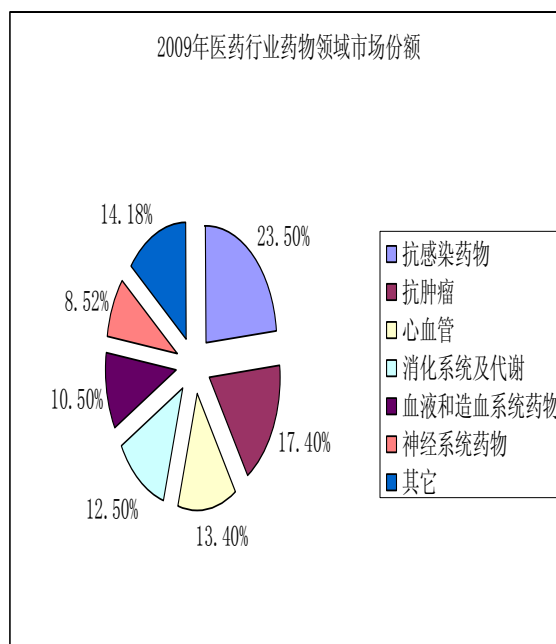
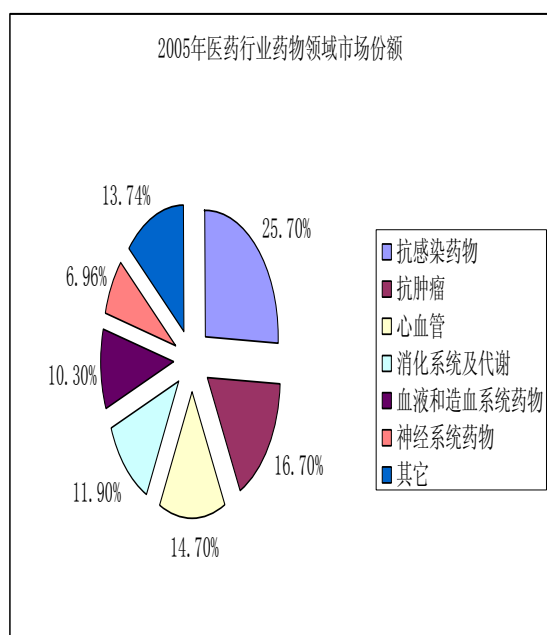
1、高速增长的神系统药物值得重点关注

医药行业的药品终端数据研究对投资医药企业至关重要，通过研究 SFDA 提供的过去五年的中国 10 个城市(北京、上海、广州、南京、重庆、成都、西安、哈尔滨、沈阳、郑州等)医院的药品采购终端数据，我们发现用药大类别中的神经系统药物增速最为迅猛，所以激发了我们研究这个基础行业的兴趣，由于神经系统药物子行业较多，所以我们将以系列行业深度报告的形式为投资者进行梳理并提供一些投资建议。

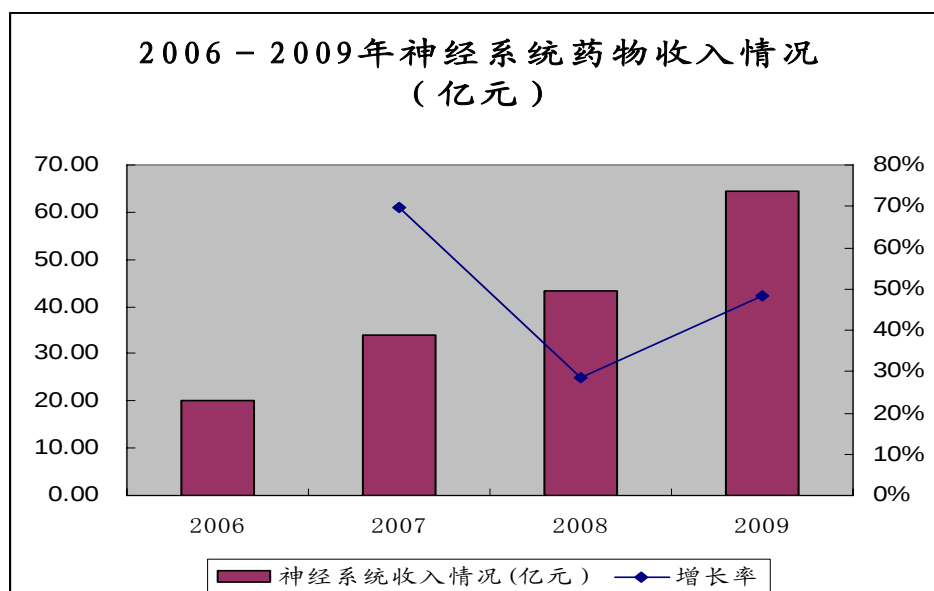
SFDA 终端数据显示 2009 年医药行业收入达到 740 亿元，同比增长 45%，医改的推动导致行业增速明显加快，其中抗感染药物、抗肿瘤和心脑血管三大领域 2009 年市场份额继续占据前三位，但相对于 2005 年的市场份额数据，除了抗肿瘤药物市场份额略有提升外，其它两个大类别用药领域市场份额都有一定程度的下降。而前 6 大用药领域中的神经系统药物市场份额提升最快，已从 2005 年的 6.96% 迅速提升到 2009 年的 8.52%，2009 年神经系统药物销售额为 64 亿元，同比增长 48%，过去三年复合增长率高达 73%；神经系统药物主要以西药为主，2009 年收入占有所有神经系统药物比超过 93%，相对于 2006 年提升了两个百分点；此外神经系统的中心问题是递质和受体问题，而作用于中枢神经系统的药物主要是影响递质和受体，中枢神经系统内不但神经递质种类较多，而且神经激素及神经调质等也起到重要作用，目前神经系统药物可以分为以下 6 个子行业，麻醉剂、止痛药、精神安定药、抗癫痫药、抗帕金森氏病药和精神兴奋药，这些药物用药时间长，副作用出现频率高，有可能出现一些后遗症，有些药物过量服用也会引起致死性中毒，所以有些药物是被国家严格管制并只能有 1-2 家定点生产的企业（例如吗啡、芬太尼等止痛药）。

从 2009 年神经系统各个子行业增速来看，抗帕金森氏病药和抗癫痫药增速最快，分别达到 59% 和 53%，但两者基数较小合计占神经系统行业总收入比只有 6%；精神兴奋类药物占神经系统行业收入比最高为 58%，2009 年增速为 35%；其余三个子行业 2009 年收入增速在 29% - 49% 之间，同样处于高速增长态势。

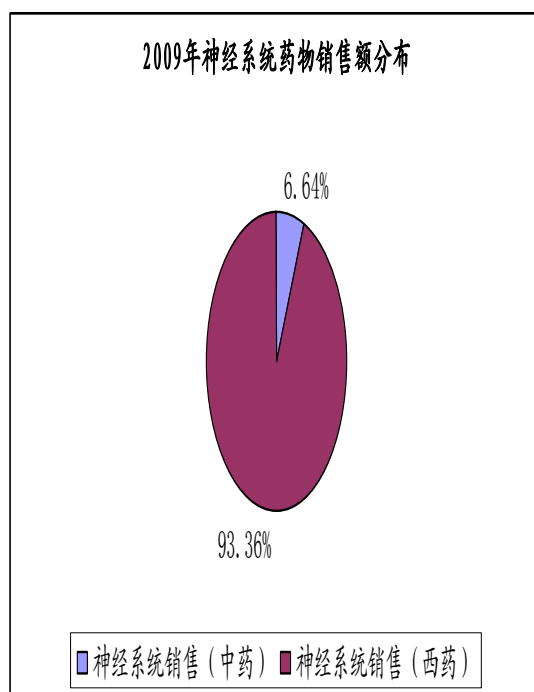
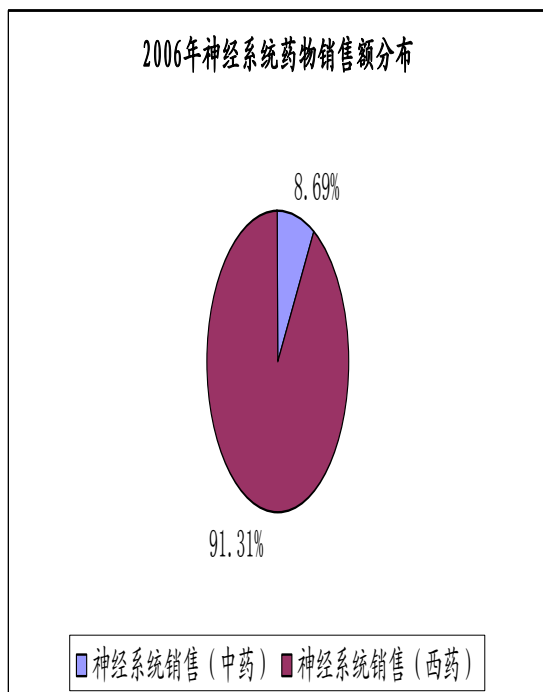
本报告为中枢神经系统研究报告的第一部——精神安定药行业（镇静催眠药）的深度研究。



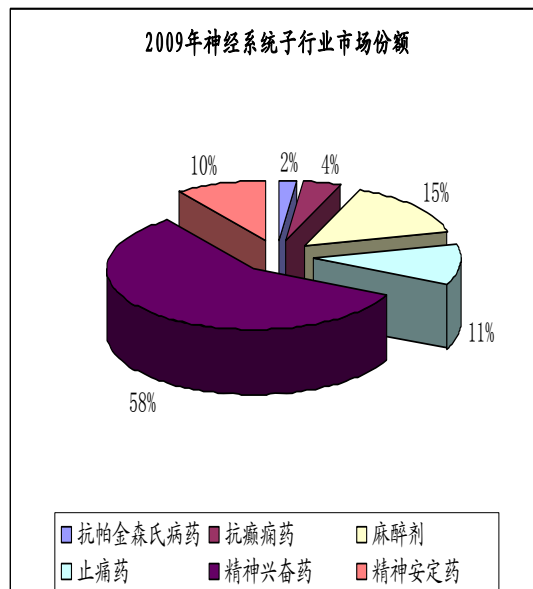
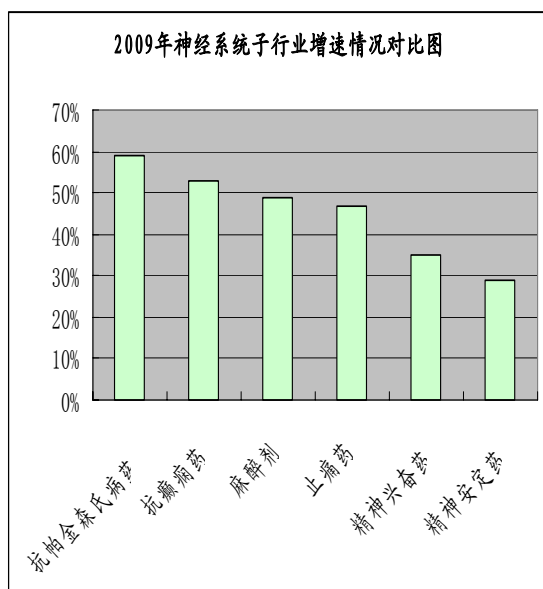
数据来源：SFDA 日信证券



数据来源：SFDA 日信证券



数据来源: SFDA 日信证券



数据来源: SFDA 日信证券

2、警惕巨大的失眠患者数字

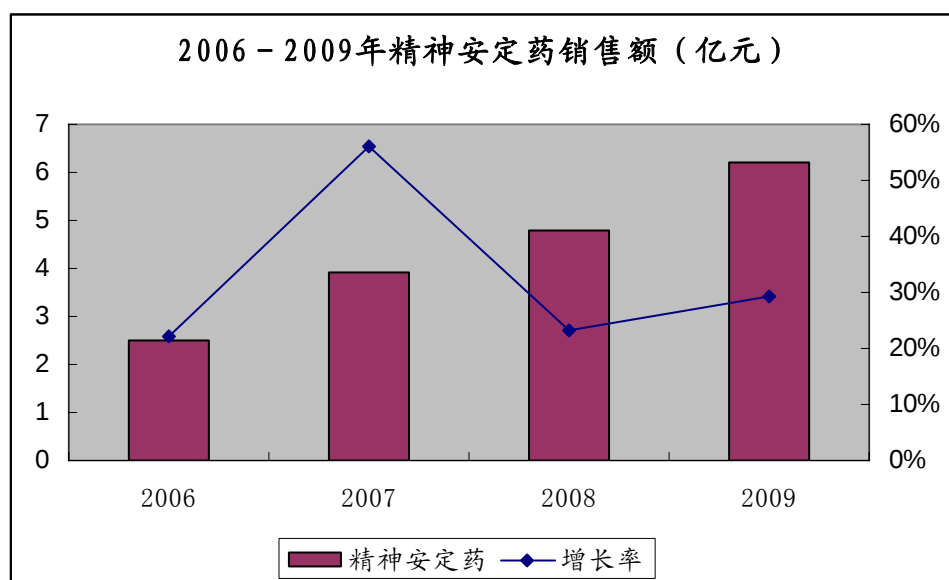
精神安定药又叫镇静催眠药，主要用于治疗精神活动的轻度病态兴奋状态和一般失眠等，其中以治疗失眠较为常见。镇静药对中枢神经系统有轻度抑制作用，能使兴奋不安和焦虑的病人安静下来，但不催眠。而催眠药能使中枢神经进一步抑制而进入睡眠状态，它对失眠病人和正常人都有催眠作用。镇静药和催眠药之间并没有明显界限，只有量的差别。如较大剂量的镇静药可以促进入睡，小剂量的催眠药具有镇静效果。

失眠是睡眠障碍的表现形式之一，其临床表现为：入睡时间超过 30 分钟，夜间觉醒次数超过 2 次或者凌晨早醒，总的睡眠时间少于 6 个小时，次日感到头晕、精神不振、乏力等等。失眠的主要发病人群为中老年人，但随着现代社会工作压力和生活压力的增大，患失眠的人群有年轻化的趋势。长期失眠容易影响人们的身体代谢和机体免疫能力，影响工作学习效率，容易出现情绪沮丧、焦躁，影响人际关系和生活质量，严重者会出现抑郁症。

据统计 2010 年全球失眠患者已经超过 2 亿人次，预计到 2020 年全球失眠患者将超过 7 亿人次，世界卫生组织曾在 14 个国家进行过调研，发现约有 27% 的人有睡眠问题。美国睡眠基金会在 2005 年的调查显示，50% 的美国人每周都会有几天的时间出现至少一种失眠症状。在欧洲大约有 4% - 22% 的人受到失眠症的严重影响。在我国目前失眠症的发病率高达 10% - 20%，中国中华医学会精神病学学会曾在上海、北京、广州、深圳、杭州和山东等地进行过一次 1 万多人参加的睡眠问题调查。被调查者中存在易醒、醒得过早、睡眠时间不足、睡眠质量不好等睡眠问题高达 42.5%。失眠在我国已经成为一个普遍的问题，60 岁以上的老年人仍为失眠患者的主力，但是中青年患者人数也不少，平时到该院就诊睡眠障碍的患者中，中青年人占到 1/3，其中以白领及知识分子人群数量居多。不容乐观的是，50% 以上的睡眠障碍者都伴随心理问题，包括抑郁症、焦虑症等，而事实上 60%-70% 的抑郁症患者早发症状就是睡眠障碍。

3、老龄化加剧、新增产品进入目录将推动行业继续快速增长

2009 年我国精神安定药品销售额为 6.2 亿元，同比增长接近 30%（该数据由于是我国 10 个重点城市的数据，估算其实际销售额在 50 亿元以上）。我们预计未来精神安定类药品增长率将会继续保持 30% 以上的速度增长，主要原因一是我国已进入老龄化快速发展时期，国家老龄委的数据显示 2009 年我国 60 岁以上的老人已达到 1.69 亿，占总人口的 12.5%，且仍在不断增长，2015 年将会占到我国 15% 的总人口比例，而 60 岁以上的老年人是患病主力，所以其药品需求量也会大幅度增长。二是造成失眠的原因有很多种，包括升学、就业、工作、家庭等社会压力的影响，突发事件的影响，疾病、药物不良反应以及居住环境的影响等等，这些因素的加剧都令失眠患者的数量在不断增多，而较高的发病率伴随着是只有不到 20% 的治疗率，可见精神安定类医院市场还是有很大的市场可挖。三是 2009 年新医保目录里面新增了多个精神安定类产品，例如阿立派唑、复方盐酸氯丙嗪、帕利哌酮、齐拉西酮、舒托必利、右佐匹克隆、注射用利培酮微球等药品，再加上新产品右美托咪定的上市，药品种类的增多也将推动市场快速增长。



数据来源：SFDA 日信证券

4、外资企业主导市场，国内企业快速崛起

治疗失眠的精神安定类药物可以分为西药和中药两大类。西药又可分为 3 类药物，分别是第一代的巴比妥类药物；第二代的苯二氮卓类药物；第三代的非苯二氮卓类药物。巴比妥类药物主要包括苯巴比妥和司可巴比妥等等，在 20 世纪 30-50 年代曾为主要的催眠药物。它选择性地抑制丘脑网状上行激活系统，从而阻断兴奋向大脑皮层地传导。但此类药物毒副作用较多，可导致严重肝、肾毒性，长时间使用可产生耐受性和依赖性，长期使用后突然停药后容易出现“反跳”现象。苯二氮卓类药物主要包括地西泮、劳拉西泮、阿普唑仑、咪达唑仑等。其药物主要作用于大脑网状结构和边缘系统，产生镇静催眠作用。此类药物起效快速，吸收完全，所以临床上被广泛使用。但仍有不少不良反应，如宿醉现象；反跳性失眠；记忆损害；有成瘾性等。大部分药物长期用药会出现心理和生理地依赖性，服药剂量必须严格控制。非苯二氮卓类药物自上个世纪 80 年代末期以来发展迅猛，现在的主要代表药物有扎来普隆、佐匹克隆、唑吡坦等。其作用机理与苯二氮卓类相似，都作用于 GABA 受体，不过选择性比苯二氮卓类更强，能对具体某亚型受体起作用，因此有更好的疗效和更少的不良反应，近年来有取代苯二氮卓类药物的趋势。

由于西药有一定的不良反应，而中药在不良反应方面要少于西药，所以失眠患者也会尝试服用中药来治疗。主要代表药物是刺五加和天麻素，刺五加属于五加科植物，有益气健脾，补肾安神的功效。主要用于脾肾阳虚、体虚乏力、食欲不振、腰膝酸痛、失眠多梦。刺五加对老年人失眠有明显的疗效，还能改善血液循环和增进食欲；天麻素为兰科多年生寄生植物，具有镇静、抗炎、抗衰老、改善学习记忆的作用，对由神经衰弱引起的失眠有一定的治疗作用。

2009 年精神安定类药品市场竞争格局为奥氮平、喹硫平、利培酮、天麻素、氟哌噻吨/美利曲辛占据前 5 位，其中奥氮平和天麻素市场份额提升速度最快，已分别从 2007 年的 19.81% 和 8.72% 迅速提升到 2009 年的 27.08% 和 11.31%；喹硫平市场份额提升较为平稳；而利培酮和氟哌噻吨/美利曲辛市场份额都有不同程度的下降。从成长性看，阿立哌唑和齐拉西酮增速最快，过去三年复合增长率达到 36% 和 151%，主要原因为 2009 年新获批的 3 个制剂产品有一个是中西药业的阿立哌唑胶囊、另一个是恩华药业的齐拉西酮注射剂，产品基数较低再加上新产品迅速投放市场推动了其高速增长。

从 2009 年企业市场占有率来看，江苏苏州礼来、西安杨森制药和江苏阿斯利康三家外资企业继续占据着前三位，合计占有 40% 的市场份额。但国内企业也不甘落后，江苏豪森药业依靠旗下产品奥氮平的惊人增长迅速攀升到第四位，昆明制药这两年依靠着天麻素的快速增长，市场占有率也从 2007 年的 2.42% 快速提升到 2009 年的 4.59%。数据显示前 8 家厂家市场占有率已经超过 70%，市场垄断性较高，利润被少数企业占据。

2007 - 2009 年精神安定类药物主要品种市场份额变化

序号	药名	2007	2008	2009
1	奥氮平	19.81%	23.00%	27.08%
2	喹硫平	12.44%	13.59%	13.59%
3	利培酮	13.79%	13.47%	12.60%
4	天麻素	8.72%	11.01%	11.31%
5	氟哌噻吨/美利曲辛	8.66%	8.41%	8.00%
6	咪达唑仑	8.37%	7.67%	7.56%
7	阿立哌唑	2.44%	3.26%	4.05%
8	唑吡坦	3.95%	3.27%	3.38%
9	齐拉西酮	0.42%	1.65%	2.74%
10	佐匹克隆	1.34%	1.55%	1.75%

数据来源：SFDA 日信证券

2007 - 2009 年精神安定类药物主要品种增长率

序号	药名	2007	2008	2009
1	奥氮平	52.16%	38.80%	35.38%
2	喹硫平	65.81%	30.62%	15.01%
3	利培酮	45.43%	16.76%	7.52%
4	天麻素	59.19%	51.01%	18.06%
5	氟哌噻吨/美利曲辛	32.33%	16.22%	9.32%
6	咪达唑仑	44.25%	9.49%	13.44%
7	阿立哌唑	48.70%	60.21%	42.55%
8	唑吡坦	29.26%	-0.94%	18.67%
9	齐拉西酮	343.21%	368.89%	91.08%
10	佐匹克隆	14.17%	38.44%	29.86%

数据来源：SFDA 日信证券

2007 - 2009 年精神安定类药物主要厂家市场份额

	2007	2008	2009
江苏苏州礼来制药	16.75%	17.32%	17.75%
陕西西安杨森制药	10.91%	11.56%	11.06%
江苏阿斯利康制药	8.60%	9.68%	10.10%
江苏豪森药业	0.65%	4.05%	8.32%
丹麦灵北药厂	8.73%	8.44%	8.03%
江苏恩华药业	8.46%	7.80%	7.90%
昆明制药集团	2.42%	4.51%	4.59%
杭州赛诺菲制药	3.67%	3.12%	3.26%
湖南洞庭药业	2.65%	3.40%	3.03%
重庆西南药业	0.62%	1.66%	2.20%

数据来源: SFDA 日信证券

5、精神安定类具体产品分析

5.1 奥氮平 - 强势地位不可撼动

奥氮平适用于精神分裂症和其它有严重阳性症状（妄想、幻觉、思维障碍）和阴性症状（情感淡漠、情感和社会退缩、言语贫乏）的精神病的急性期和维持治疗。奥氮平也可缓解精神分裂症及相关疾病常见的继发性情感症状，对于取得初步疗效、需要继续治疗的患者，奥氮平可有效维持其临床症状的缓解。奥氮平主要规格有 10mg/5mg 两种，剂型为片剂，2009 年医院市场份额为 27.08%，市场份额排名第一，同比增长 35.38%。

该产品市场份额最大的是礼来制药的再普乐，2009 年的市场占有率为 65.54%，但是同比下降了 10 个百分点。排名第二的是江苏豪森药业的欧兰宁，自从 2005 年获得 10mg 规格的批文后，欧兰宁利用价格优势通过几年的迅速发展 2009 年已经占有 30.67% 的市场份额，复合增长率超过 135%。除此之外国内还有江苏常州华生制药公司，商品名悉敏，但是其规格为 5mg，市场占有率不到 5%。

奥氮平市场竞争格局

厂家	规格/剂型	商品名	市场份额		
			2007	2008	2009
江苏苏州礼来制药	10mg, 5mg/片剂	再普乐	84.52%	75.34%	65.54%
江苏豪森药业	10mg, 5mg/片剂	欧兰宁	3.27%	17.55%	30.67%

数据来源: SFDA 日信证券

5.2 喹硫平 - 增长态势较为平稳

喹硫平对多种神经递质受体有相互作用，用于治疗精神分裂症的阳性和阴性症状。剂型为片剂，规格有 100mg 和 200mg 两种。2009 年医院市场份额为 13.59%，同比增长 15%。2009 年市场份额最大的是阿斯利康的思瑞康，为 74.3%，同比 08 年上升了 3 个百分点。排名第二的是湖南洞庭药业的启维，市场份额 20.3%，但由于增速低于思瑞康，市场份额有所下降。此外已有多家企业申请喹硫平片的上市，包括华裕（无锡）制药，国药集团国瑞药业、阿特维斯集团贸易公司，预计未来此产品市场竞争将会加剧。

喹硫平市场竞争格局

厂家	规格/剂型	商品名	市场份额		
			2007	2008	2009
江苏阿斯利康（无锡）制药	200mg/片	思瑞康	69.16%	71.27%	74.30%
湖南洞庭药业	100mg/片	启维	19.32%	23.29%	20.30%
江苏苏州第一制药	100mg/片	舒思	11.53%	5.44%	5.40%

数据来源：SFDA 日信证券

5.3 利培酮 - 西安杨森一只独大，但市场份额有所下降

利培酮对急、慢性精神分裂症，各种精神病状态的阳性和阴性症状都有疗效，也可用于减轻与精神分裂症有关的情感症状。其主要规格为 1mg/片剂，近年有粉针剂型出现。2009 年医院市场份额为 12.6%，同比有所下降。市场份额最大的厂家是西安杨森，旗下两个产品维思通和恒德，总体市场份额为 71.74%，恒德 2009 年市场份额有下滑现象，只有 8%。恒德由 Alkermes 公司生产，国内由西安杨森负责销售，原理为将利培酮包含在一个可降解的乳酸和乙酸组成的聚合物中，这些小球在一定时间内稳定的降解，持续将药物释放进入血液。其它国内仿制药 2009 年都有不同程度的市场份额增长，其中齐鲁制药的卓夫市场份额最多为 6.6%。另外市场份额增长较明显的是浙江华海药业的索乐和常州四药的单克。预计未来在国内多家企业的追击下，它们与西安杨森的差距有望减小。

利培酮市场竞争格局

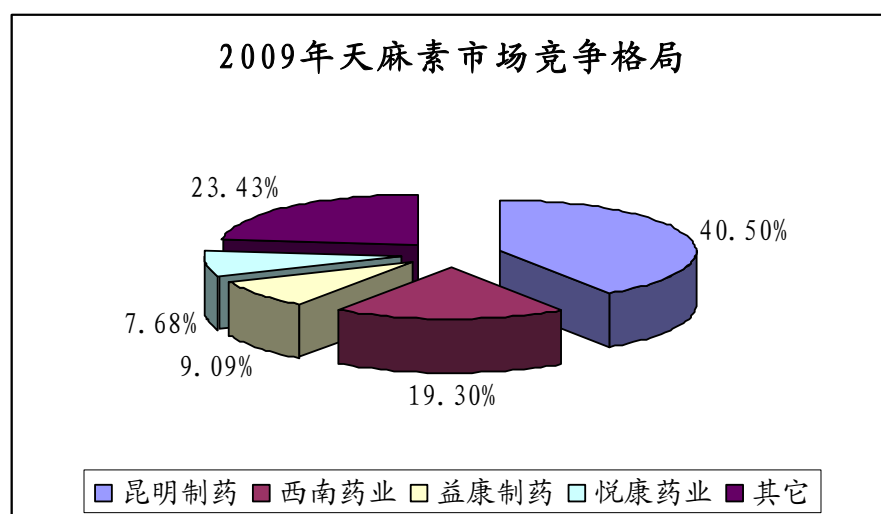
厂家	规格/剂型	商品名	市场份额		
			2007	2008	2009
陕西西安杨森	1mg/片剂	维思通	71.91%	74.79%	71.74%

	注射用利培酮微球	恒德	7.15%	11.03%	8.43%
山东齐鲁制药	3mg, 1mg/片剂	卓夫	7.89%	5.31%	6.60%
浙江华海药业	1mg/片剂	索乐	6.20%	2.44%	3.38%
吉林西点药业科技	1mg/口腔崩解片	可同	2.48%	2.56%	3.10%
天津药业研究院	1mg/片剂	卓菲	2.29%	2.35%	2.91%
江苏常州四药	1mg/片剂	单克	1.45%	1.44%	2.30%

数据来源：SFDA 日信证券

5.4 天麻素 - 天眩清高速增长

天麻素本品为兰科植物天麻的干燥根块提取，原料产地为云南。天麻素具有较好的镇静和安眠作用，对神经衰弱、失眠、头痛症状有缓解作用。中药天麻可治疗痛眩晕、肢体麻木、惊痛抽搐。目前市场主要以注射液和冻干粉针剂型为主，片剂和胶囊剂所占比例较小。2009年昆明制药的天眩清市场占有率最高为40.5%，同比增长71%，前四家企业合计占有超过75%的市场份额，垄断格局形成。



数据来源：SFDA 日信证券

5.5 氟哌噻吨/美利曲辛 - 丹麦灵北绝对垄断

氟哌噻吨/美利曲辛是由两种非常有效的化合物组成的合剂。氟哌噻吨是一种神经阻滞剂，小剂量具有抗焦虑和抗抑郁作用。美利曲辛是一种双相抗抑郁剂，低剂量应用时具有兴奋特性。两种成分的合剂具有抗抑郁、抗焦虑和兴奋特性。其主要规格剂型为10.5mg/片剂，2009年医院市场份额为8%，同比增长率10%左右。该产品一直都由丹麦灵北制药独家进口，商品名为黛力新，国内没有厂家获得生产批件，2009年进入新版医保目录。

6、重点公司推荐

6.1 恩华药业 – 产品储备丰富的优质中枢神经系统龙头企业

恩华药业是国内为数不多的主攻中枢神经系统行业产品的医药企业，2008年公司上市并登陆深圳证券交易所，其主导产品涉及麻醉药、精神药、神经药等细分领域，形成了中枢神经系统领域完备的产品线，公司具有该细分行业一定的垄断性，产品主要占据着二、三级医院等中低端市场。公司2009年单品收入规模最大的是咪达唑仑（力月西），为1.3亿的规模，该产品为苯二氮卓类精神安定类药物，用药方式可以有口服和肌肉注射。作用特点为起效快而持续时间短，多用于手术前的镇静药。2009年恩华的力月西占有94%的市场份额，基本处于垄断地位，预计今年上半年产品收入增长接近20%，此外公司重点二线产品福尔利、利培酮和齐拉西酮预计今年上半年增速分别为40%、23%和40%，高速增长态势依旧，而且产品毛利率都在80%以上，为其业绩的快速增长打下基础。

公司的销售模式以自有队伍开拓市场为主，目前产品已经覆盖了4000家二级医院和1000多家精神病专科医院，并且未来公司还会将销售渠道拓展至县级和乡镇医院，销售队伍接近700人，将在今后几年继续扩大销售团队，并将现有的分区销售逐渐过渡到分产品线销售的管理制度，为产品销量的快速增长奠定了良好基础。

依靠现有产品公司未来3年可以保持30%左右的净利润增长，但是公司在现有产品的基础上已有多个在研品种完成临床实验并等待生产批文，其中不乏一些重磅级别产品，一旦获批业绩增长将会超出市场预期，不考虑新产品获批，我们预计公司未来三年每股收益分别为0.32元，0.43元和0.55元，虽然目前对应2011年动态45倍的PE相对较高，但是公司具备业绩超预期的增长，所以我们看好公司未来发展的潜力，给予其“增持”的投资评级。

公司重磅产品储备情况

药品名称	治疗领域	预计上市时间	竞争对手
盐酸右美托咪定	麻醉镇静	2010下半年	恒瑞
异丙酚	静脉麻醉	2010下半年	阿斯利康
埃他卡林	抗高血压	2011	拜耳、辉瑞等
芬太尼	麻醉镇痛	2011	人福医药
阿立哌唑	精神分裂症	2011	中西制药
普瑞巴林	抗癫痫	2011	辉瑞、恒瑞

数据来源：日信证券

6.2 昆明制药 - 天麻素 + 血塞通，大品种战略促增长

公司是我国最大的植物药生产企业之一，在天然植物药领域产品线非常丰富，拥有青蒿素类、三七系列、天麻素系列等多个疗效显著、市场潜力巨大的优质产品，其中天麻素和血塞通是公司最大的两个产品，2009 年收入合计达到 5 亿元，血塞通系列 2008、2009 年收入复合增长率超过 100%；天麻素（天眩清）2008 年收入增长率 100%，2009 年收入增长率 71%；两大产品实现了高速增长态势。

公司的血塞通收入来源主要以冻干粉针剂型为主（占血塞通整体收入比的85%），目前国内冻干粉针剂型只有昆明制药和黑龙江珍宝岛制药生产；而且考虑到目前国家对药品监督的加强，预计在冻干粉针领域出现新竞争对手的可能性不大。公司冻干粉针产能有700万支，2009年已经处于满负荷生产，处于供不应求的状态，今年仅仅通过外协加工的方式满足市场需求，委托重庆药友加工400万-500万支；为彻底解决产能瓶颈问题，公司新建了3000万支的新生产线，预计今年年底有望完工，2011年开始投产。

除了传统的植物药以外，公司也开始涉足化学药，贝克诺顿子公司就是昆明制药和全球最大的化学仿制药企以色列的梯瓦制药（TEVA）共同设立的公司，昆明制药持有50%的股权，贝克诺顿目前拥有一支300多人的学术销售队伍，医院终端的学术推广能力较强。2009年贝克诺顿销售额3.5亿元，净利润1500万元，公司目前正与梯瓦制药探讨以贝克诺顿为平台进行更深层次合作，可能会加大对贝克诺顿的投资，市场定位为高端仿制药市场。

公司在2009年10月推出了限制性股权激励草案，以上一年度的净利润增长和工业毛利率为考核指标，通过设立股票激励基金回购股票的方式，对总裁等五位高管进行股权激励。2009年草案的该股权激励的触发条件是2009-2011年净利润分别达到5000万，7500万和11250万元，即三年复合增长率达到50%；同时要求2009-2010 年工业业务毛利率分别高于49%，49.5%和50%。我们认为此次激励措施的出台有利于公司的长远发展，预计2010-2012年未来三年公司的每股收益分别为0.3元、0.45元和0.68元，2011年对应的动态PE为27倍，PEG只有0.8，我们认为公司市值较低，而今年处于基本面改善业绩拐点的关键时期，未来持续增长确定性较大，所以给予其“增持”的投资评级。

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。