

群英竞放，各具风流

2010年四季度投资策略报告

报告关键点:

- 2010年1-8月医药行业整体保持了强劲的增长态势
- 医药股相对估值目前仍然处于较合理水平
- 行业蓬勃发展，不乏投资机会

报告摘要:

- 2010年1-8月医药行业整体保持了强劲的增长态势。**据统计局数据分析，1-8月医药行业整体销售收入和利润总额分别同比增长了25.69%、34.71%，利润率同比提高了0.64个百分点，行业整体盈利能力进一步增强。中药饮片和生物制药是增长最为迅速的子行业，中药饮片收入和利润总额分别同比增长了36.75%、64.72%；生物制药收入和利润总额分别同比增长了30.73%、50.46%。值得注意的是，作为占比最大的子行业、同时也是处方药占主体的化学制剂行业，销售收入和利润总额分别同比增长了22.81%、26.07%，这显示了在终端需求的强劲增长推动下，化学处方药行业继续保持了高速增长的态势。
- 医药股相对估值目前仍然处于较合理水平。**在消费升级、人口老龄化及城镇化、疾病谱变化、以及医改拉动需求增长等因素的推动下，在国家药价管控等政策性因素的约束和规范下，我们预计2010、2011年医药行业整体仍将保持高速增长态势。截至2010年9月30日，沪深300平均PE为17.99倍，医药股平均PE为51.05倍，医药板块PE/沪深300 PE为2.84倍。从历史溢价率水平看，医药行业目前估值仍处于较合理的水平；另一方面，医药行业也将通过2011年确定性的盈利增长化解估值压力。
- 行业蓬勃发展，不乏投资机会。**IMS预测未来5年，中国药品市场复合增长率将达到24%，2020年将超过美国成为第一大药品市场，中国医药行业即将迎来发展的“黄金十年”。医药行业各子行业均不乏好的投资机会：
四季度我们建议重点配置受终端刚性需求增长推动，估值有待进一步修复的**高端专科处方药行业**；以及与其高度相关、在医改统一招标采购中集约化、规模化提升最快、盈利能力弹性大的**医药商业行业**。
今年以来，市场给予**中药材及中药饮片行业、品牌消费及OTC类中药企业**较高溢价，该类企业仍具长期投资价值。除此之外，我们认为四个子行业未来有可能面临更大的发展机遇，建议投资者长期配置，它们分别是：受益于国际制药业产业转移，产业升级中的**特色原料药行业**；受益于国家公立医院改革，体制变革中迅速被激活的**医院产业**；新技术和重磅药物不断涌现，引领制药业进入医学蓝海的**生物制药行业**；受益于医药行业消费结构调整，增速明显快于行业的**医疗器械行业**。并从投资风格角度关注医药企业并购整合及高成长的次新股。
- 重点推荐和关注的公司。**高端专科药公司以研发、专业化销售为核心竞争力，建议关注**恒瑞医药、双鹭药业、丽珠集团、华东医药**。医药商业龙头公司盈利能力预期加速提升，建议关注**一致药业、上海医药**。中药OTC领域建议关注**华润三九、仁和药业**。持续关注正在迅速整合产业链的中药饮片领导者**康美药业**。特色原料药行业建议关注**海翔药业、海正药业**。医院产业主题投资建议关注**西南合成、马应龙**。生物制药领域建议关注**长春高新**。医疗器械领域建议关注**鱼跃医疗、九安医疗、新华医疗**。

医疗保健

领先大市-A

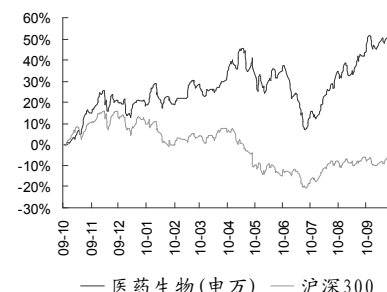
上次评级

领先大市-A

报告日期

2010-10-10

12个月行业表现



研究员

洪露

021-68766073
证书编号

首席行业分析师

honglu@essence.com.cn
S1450210010306

李秋实

021-68765361
证书编号

行业分析师

liqs@essence.com.cn
S1450210070003

前期研究成果

新苗兰芽，早树争春—中国医疗器械行业发展之路

2010-09-17

星汉灿烂，若出其里—中国生物制药产业未来发展之路

2010-08-28

凤鹏正举，扶摇云霄—中国特色原料药产业升级之路

2010-08-01

医院产业，扬帆起航—中国医院产业改革发展之路

2010-04-12

目录

1. 医药行业继续强劲增长，盈利能力屡创新高.....	5
1.1. 1-8 月数据表明医药行业继续保持强劲增长.....	5
1.2. 1-6 月医药行业 ROE 继续创新高.....	5
1.3. 盈利能力提升是医药股持续走强的内在动力，目前估值较为合理.....	7
1.4. 短期政策因素并不影响行业长期健康发展.....	8
1.5. 四大因素推动医药行业进入“黄金十年”.....	8
1.5.1. 人口老龄化及城镇化.....	8
1.5.2. 医药消费升级.....	9
1.5.3. 疾病谱变化.....	9
1.5.4. 医改拉动需求增长.....	10
1.6. “黄金十年”背景下医药行业的投资机会.....	10
2. 上篇：传统行业，不乏机会.....	11
2.1. 高端专科处方药需求刚性，仍长期看好.....	11
2.2. 医药商业：行业整合与集中度提升，龙头公司将受益.....	14
2.3. 中药饮片：非凡征程，草木芳华.....	16
3. 下篇：花开四朵，各有风流.....	18
3.1. 特色原料药：风鹏正举，扶摇云霄.....	18
3.1.1. 全球仿制药市场快速增长，特色原料药转移加速.....	18
3.1.2. 软硬件能力的提升促成我国制药企业与国际制药企业的对接.....	19
3.2. 医院产业，扬帆起航.....	21
3.3. 生物制药：星汉灿烂，若出其里.....	24
3.4. 医疗器械：新茁兰芽，早树争春.....	27
3.4.1. 医疗器械与药品消费的结构调整预示未来高速增长.....	27
3.4.2. 我国医疗器械企业迅速崛起，从进口替代到行业整合.....	28
4. 从投资风格角度关注医药企业并购整合及次新股.....	29
4.1. 关注医药企业并购整合.....	29
4.2. 关注次新股.....	30
5. 重点公司盈利预测及投资评级.....	31

图目录

图 1 1999 年 2 月-2010 年 8 月医药制造业主营收入及利润总额增长率	5
图 2 医药行业 ROE 再创新高	6
图 3 2003 年以来生物制品行业 ROE 走势	6
图 4 2003 年以来化学原料药行业 ROE 走势	6
图 5 2003 年以来化学制剂行业 ROE 走势	6
图 6 2003 年以来医疗器械行业 ROE 走势	6
图 7 2003 年以来医药商业 ROE 走势	7
图 8 2003 年以来中药行业 ROE 走势	7
图 9 2002 年以来医药股相对沪深 300 指数的走势	7
图 10 2009 年 9 月以来医药股相对沪深 300 指数的走势	7
图 11 1997 年以来医药股与沪深 300PE 比较	7
图 12 1997 年以来医药股相对沪深 300 的溢价率水平	7
图 13 中国药品市场以高于 GDP 的增速快速增长	8
图 14 我国 60 岁以上人口数量及占比	9
图 15 我国 80 岁以上人口数量及占比	9
图 16 我国人均用药水平迅速提高	9
图 17 我国人均医疗器械消费迅速提高	9
图 18 我国部分慢性病的患病率 1	10
图 19 我国部分慢性病的患病率 2	10
图 20 2009 年各大药品类别全球市场规模及增速	11
图 21 2008 年各大药品类别中国市场规模及增速	11
图 22 主要基本药物公司的 ROE	11
图 23 主要专科药物公司的 ROE	11
图 24 2009 年中药各种剂型采购金额比例	12
图 25 2009 年中药注射剂各种类别所占比例	12
图 26 2009 年我国肿瘤用药中各种中成药的市场份额	12
图 27 现代中药公司的 ROE	13
图 28 基本药物在医院用药占比不断降低	13
图 29 中美日三国药品分销市场集中度历年变化	14
图 30 中美日三国药品分销市场集中度	15
图 31 我国医药商业市场集中度逐年提升	15
图 32 我国医药商业整体净利润率呈上升趋势	15
图 33 医药商业公司的 ROE	15
图 34 中药饮片和中成药行业收入增速情况	16
图 35 中药饮片和中成药行业利润增速情况	16
图 36 公司产业链一体化模式初现雏形	17
图 37 公司中药材贸易业务发展迅速	17
图 38 全球仿制药市场高速增长	19
图 39 美国仿制药处方比例持续提升	19
图 40 2004-2008 年全球外购市场 API 增速	19
图 41 2008-2013 年全球外购市场 API 预测增速	19
图 42 全球医药产业转移趋势示意图	19
图 43 我国 DMF 数量位居全球第二位	20
图 44 国内三家特色原料药企业激活 DMF 数量	20
图 45 国内三家特色原料药企业 COS 证书数量	20
图 46 特色原料药企业 ROE	21
图 47 我国医疗机构数量和平均收入	21
图 48 我国医院行业以非营利性医院为主	21
图 49 我国医院行业药品加成占比过高	22
图 50 宿迁市人民医院改制前后营业收入、净利润和净利率	22
图 51 全球生物制药市场增速显著高于药品市场	24

图 52 生物药占全球前 100 畅销药物数量的比重	24
图 53 国家在“九五”到“十二五”期间在生物产业投入的创新基金	25
图 54 生物制药行业的发展伴随着不断的技术革命和重磅药物的诞生	26
图 55 单克隆抗体 Herceptin 靶向作用的机理	26
图 56 全球单克隆抗体销售金额	26
图 57 2000-2009 年中国医疗器械市场规模及增长速度	27
图 58 全球药品和医疗器械市场占比	27
图 59 中国药品和医疗器械市场占比	27
图 60 各国医疗器械人均费用比较	28
图 61 我国本土企业占据中、低端医疗器械市场	28
图 62 中国医药行业市场集中度不高	30

表目录

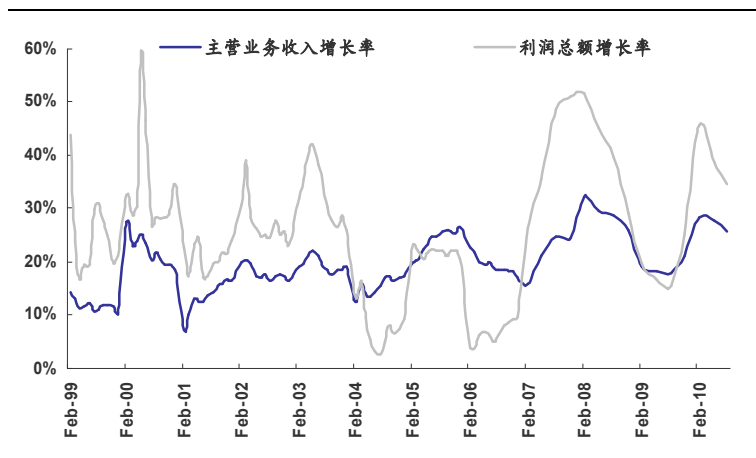
表 1 2010 年 1-8 月医药行业及各子行业主要经济效益指标	5
表 2 近年来我国疾病谱变化	9
表 3 我国卫生费用投入情况	10
表 4 中药在心血管领域广泛应用	12
表 5 医药商业上市公司近年并购情况	16
表 6 全国 17 家国家级中药材交易市场概况	18
表 7 爱尔眼科的收入，利润和利润率	23
表 8 通策医疗旗下各医院经营状况	23
表 9 目前旗下拥有医院资产的 A 股上市公司	24
表 10 世界各国生物产业战略规划	25
表 11 我国医疗器械市场主要产品及供应商汇总	29
表 12 医药上市公司成长股的估值情况（单位：百万元）	30

1. 医药行业继续强劲增长，盈利能力屡创新高

1.1. 1-8 月数据表明医药行业整体继续保持强劲增长

从刚刚公布的 2010 年 1-8 月医药行业运行数据分析，医药行业整体继续保持了强劲的增长态势，销售收入同比增长了 25.69%，利润总额同比增长了 34.71%，同时利润率同比提高了 0.64 个百分点，行业整体盈利能力进一步增强。

图 1 1999 年 2 月-2010 年 8 月医药制造业主营收入及利润总额增长率



数据来源：Wind 资讯、安信证券研究中心

各子行业的销售收入均保持了 20% 以上的增长速度，中药饮片和生物制药是增长最为迅速的子行业，其中中药饮片在行业整合和消费升级的推动下销售收入同比增长了 36.75%，利润同比增长了 64.72%；生物制药是技术创新最为活跃的领域，销售收入同比增长了 30.73%，利润总额同比增长了 50.46%。值得注意的是，作为医药行业占比最大的子行业，同时也是处方药占主体的化学制剂行业，销售收入继续保持了 22.81% 的增长速度，利润总额同比增长了 26.07%，这显示了在终端需求的强劲增长推动下，化学处方药行业继续保持了高速增长的态势。

表 1 2010 年 1-8 月医药行业及各子行业主要经济效益指标

子行业	2010 年 1-8 月收入 (亿元)	同比增长	2010 年 1-8 月利润总额 (亿元)	同比增长	毛利率	同比增加	利润率	同比增加
医药行业	6,976	25.69%	718	34.71%	30.41%	-0.26%	10.29%	0.64%
化学原料药	1,470	22.46%	123	32.86%	22.46%	1.28%	8.39%	0.62%
化学制剂	2,171	22.81%	242	26.07%	38.31%	0.77%	11.17%	0.52%
中药饮片	404	36.75%	32	64.72%	20.28%	-0.73%	7.98%	1.56%
中成药	1,458	26.53%	151	33.76%	34.55%	-2.34%	10.34%	0.15%
生物制药	728	30.73%	106	50.46%	29.21%	-1.65%	14.55%	1.37%
医疗器械	685	23.87%	70	15.58%	23.49%	-1.20%	10.21%	-0.70%

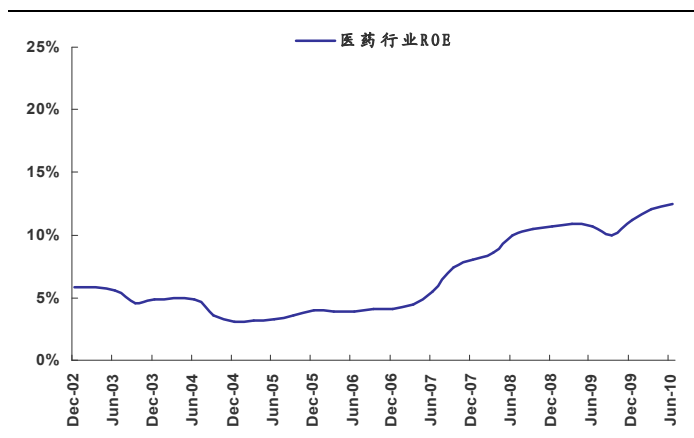
数据来源：Wind 资讯、安信证券研究中心

1.2. 1-6 月医药上市公司 ROE 继续创新高

医药上市公司层面，2010 年 1-6 月行业整体及部分子行业 ROE 再创新高，盈利能力进一步提升。从细分子行业来看，中药行业、医疗器械行业、生物制品行业的 ROE 再次刷新了近 7 年的高点；医药商业则从 2010 年 1 季度创造的近 7 年的高点出现了小幅回落；化学制剂行业则创造了近两年以来的新高，正在逐步逼近 2007 年 4 季度创造的高点；化学原料药行业的 ROE 较 2010 年 1 季度继续提升，但是仍然低于 2008 年 4

季度的历史高点。

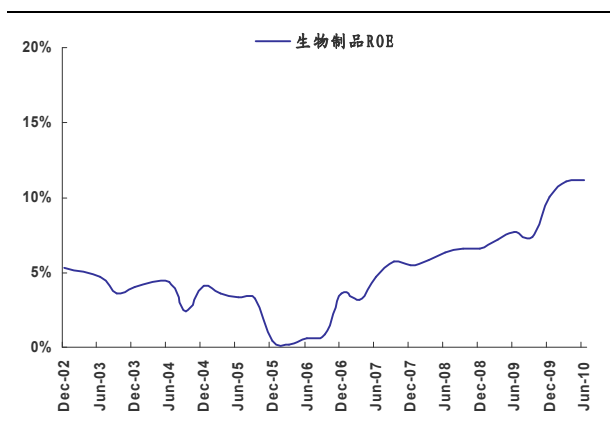
图 2 医药行业 ROE 再创新高



资料来源: Wind 资讯、安信证券研究中心

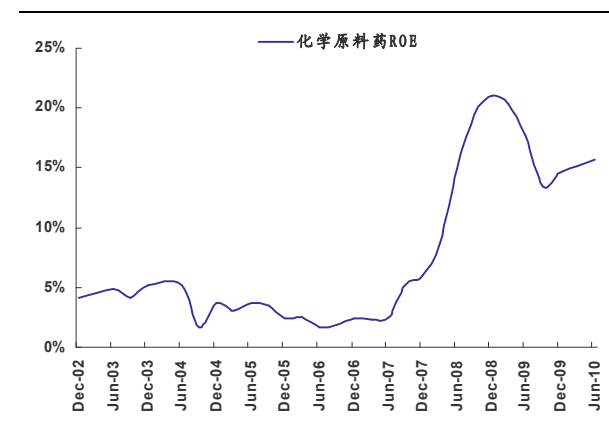
在 2004-2006 年国家对医药行业的整顿后, 主要医药企业的盈利能力逐步提升。除了原料药行业受价格波动影响较大以外, 近年来医药商业、中药行业、化学制剂、生物制品行业的盈利能力改善明显。

图 3 2003 年以来生物制品行业 ROE 走势



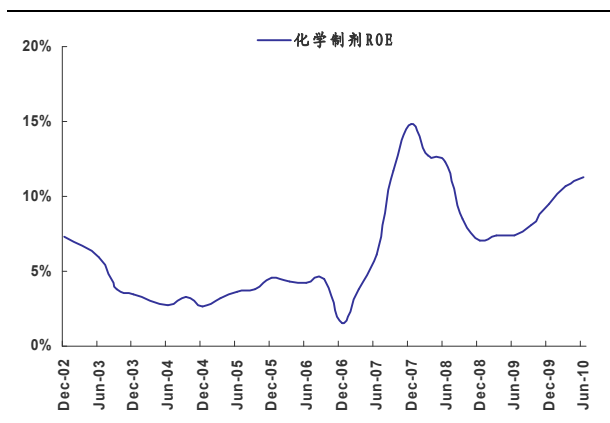
数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心

图 4 2003 年以来化学原料药行业 ROE 走势



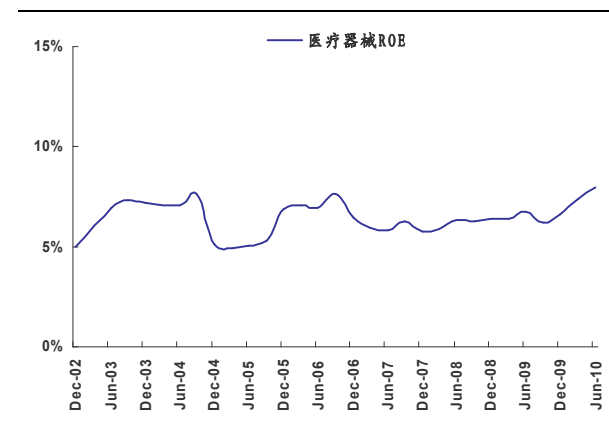
数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心

图 5 2003 年以来化学制剂行业 ROE 走势



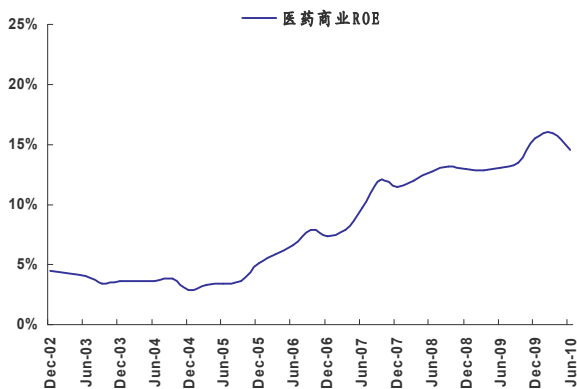
数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心

图 6 2003 年以来医疗器械行业 ROE 走势



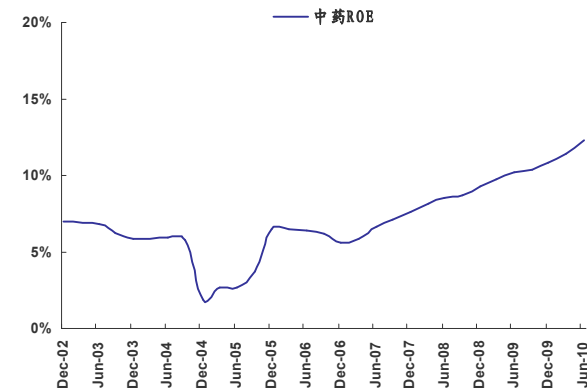
数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心

图 7 2003 年以来医药商业 ROE 走势



数据来源：Wind 资讯、安信证券研究中心

图 8 2003 年以来中药行业 ROE 走势

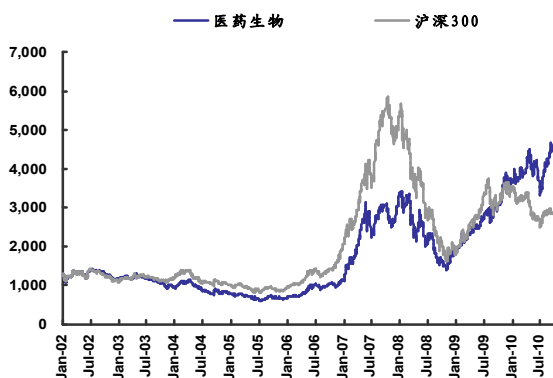


数据来源：Wind 资讯、安信证券研究中心

1.3. 盈利能力提升是医药股持续走强的内在动力，目前估值较为合理

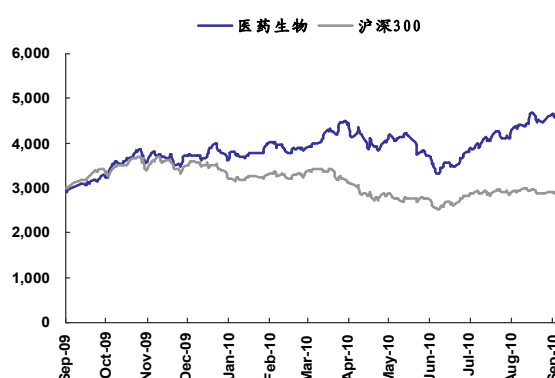
自 2009 年 8 月以来，沪深 300 指数即进入调整阶段。此后相当长一段时间内，医药股走势明显强于沪深 300 指数。但从 2010 年 4 月下旬开始，医药股在估值压力和政策利空的双重作用下开始补跌，7 月初又开始随大盘强劲反弹。行业及上市公司盈利不断提升，是医药股持续走强的内在动力，政策利空之后医药股强劲反弹的本质原因也是基于市场对行业盈利确定性的判断。2009 年 9 月 30 日到 2010 年 9 月 30 日，沪深 300 指数跌幅为 2.3%，医药股指数的涨幅则高达 55.9%，医药股远远跑赢大盘。

图 9 2002 年以来医药股相对沪深 300 指数的走势



数据来源：Wind 资讯、安信证券研究中心

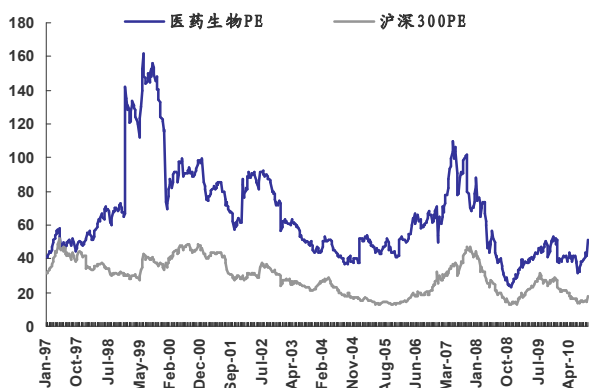
图 10 2009 年 9 月以来医药股相对沪深 300 指数的走势



数据来源：Wind 资讯、安信证券研究中心

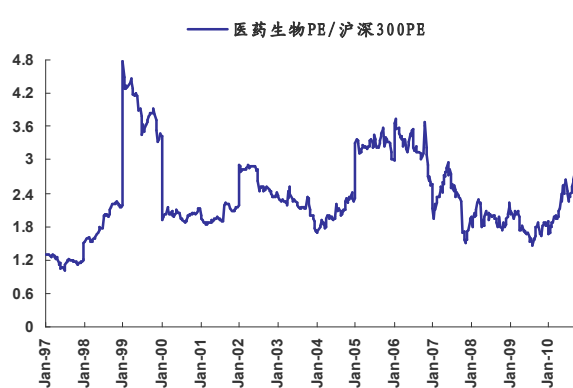
医药股相对估值目前仍然处于较合理水平。按照 Wind 市盈率（整体法，TTM）的方法计算，截至 2010 年 9 月 30 日，沪深 300 平均 PE 为 17.99 倍，医药股的平均 PE 为 51.05 倍，医药板块 PE/沪深 300 PE 为 2.84 倍。医药行业从历史溢价率水平看，目前仍处于较合理的水平；医药企业也将通过确定性的盈利增长化解估值压力。

图 11 1997 年以来医药股与沪深 300PE 比较



数据来源：Wind 资讯、安信证券研究中心

图 12 1997 年以来医药股相对沪深 300 的溢价率水平



数据来源：Wind 资讯、安信证券研究中心

1.4. 短期政策因素并不影响行业长期健康发展

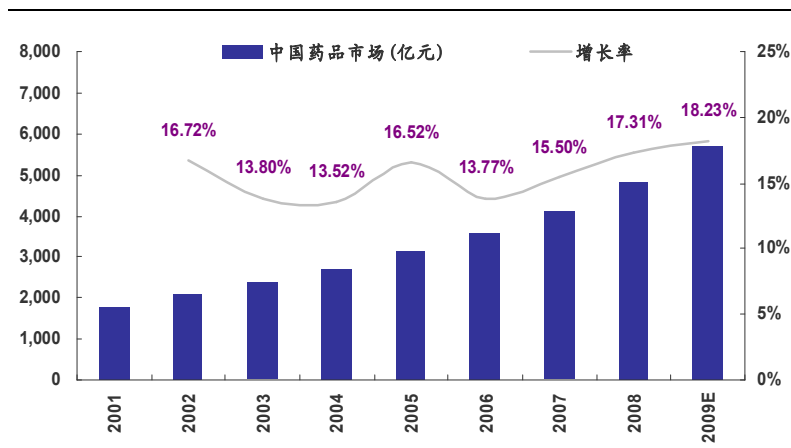
2010 年 6 月颁布的《药品价格管理办法》征求意见稿及反商业贿赂通知一度引起市场恐慌，诱发医药股大幅下跌。但是我们始终坚持认为：短期政策因素并不影响行业长期快速发展，只是规范和约束使行业更健康发展。

《药品价格管理办法》征求意见稿并不意味着大范围降价，国家鼓励创新用药的基本原则不变。在进一步价格管控下，由于内需快速释放，新技术新产品层出不穷，企业盈利仍将维持快速增长，国内医药市场的潜力正在逐步显现。而反商业贿赂则是行业长期趋势，竞争环境趋于良性的情况下，真正有核心竞争力的优势企业更具投资价值。

后续即将出台的产业政策包括新版 GMP、新版药典、医药流通业“十二五”规划草案、生物产业“十二五”规划，这一系列的政策是中央深化医药卫生体制改革和促进战略性新兴产业发展的部署，更为我国医药行业的发展提供了大的历史机遇。

2001-2009 年，中国药品市场规模从 1,782 亿元增长到 5,706 亿元，年复合增长率为 15.66%，远高于同期我国的 GDP 增速。而未来 5 年，IMS 预测中国药品市场复合增长率将达到 24%，2011 年中国将成为全球第三大药品市场，2013 年中国会超过日本成为全球第二大药品市场，2020 年中国将超过美国成为第一大药品市场。也就是说，中国医药行业即将迎来发展的“黄金十年”

图 13 中国药品市场以高于 GDP 的增速快速增长



资料来源：南方所、安信证券研究中心

注：总体市场指药品终端零售价格计算的药品市场零售总规模。

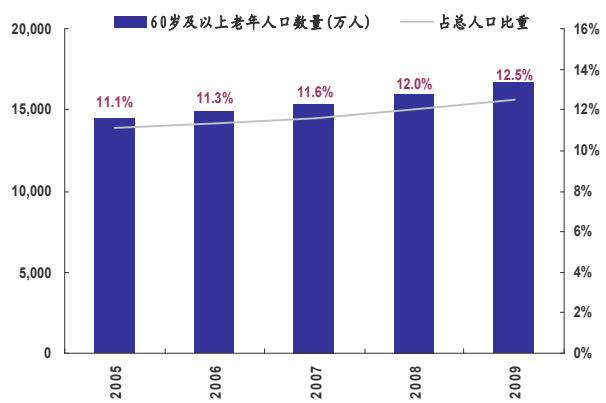
1.5. 四大因素推动医药行业进入“黄金十年”

推动医药行业进入“黄金十年”的四大因素：人口老龄化及城镇化水平逐步提高，医药消费的升级，疾病谱变化扩大医药消费需求，医改以杠杆作用撬动医药消费需求快速释放。

1.5.1. 人口老龄化及城镇化

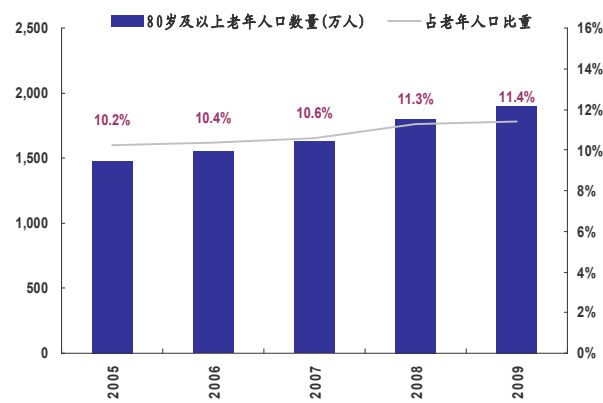
2009 年，全国 60 岁及以上老年人口达到 1.67 亿，同比净增长 725 万人，占总人口的比重为 12.5%，增长了 0.5 个百分点。其中 80 岁以上老年人口达到 1,899 万，占老年人口比重为 11.4%。据预测，到 2020 年，中国的老年人口将达到 2.48 亿人，老龄化水平将达到 17.17%。到 2050 年，中国的老年人口总量将超过 4 亿人，老龄化水平将超过 30% 以上。老年人口生理功能衰退，罹患各类疾病的概率更高，药品和医疗器械的消费需求也更大。目前，老年人口的药品消费已占药品总消费的 50% 以上，随着社会高龄化速度逐渐加快，对老年人疾病用药及医疗保健需求将进一步提高。2009 年国家统计局：中国城镇人口已超 6.22 亿，人口占比达 46.6%，城镇化进程加快也将助推医药消费需求的快速释放。

图 14 我国 60 岁以上人口数量及占比



数据来源：全国老龄办、安信证券研究中心

图 15 我国 80 岁以上人口数量及占比

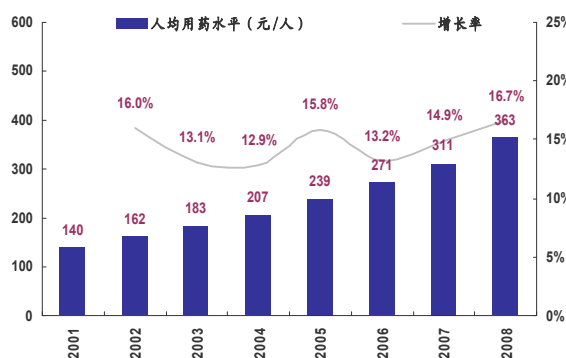


数据来源：全国老龄办、安信证券研究中心

1.5.2. 医药消费升级

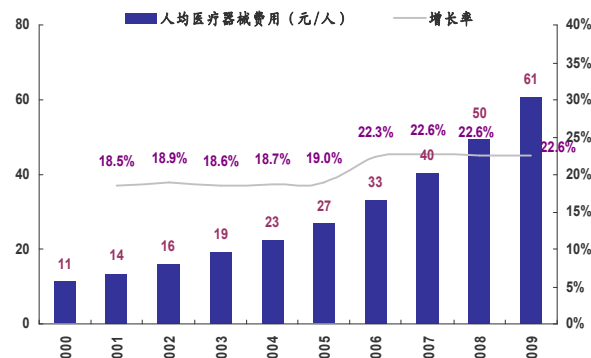
第二个驱动因素是医药消费的升级。从我国人均用药费用来看，已经从 2001 年的 140 元/人提高到了 2008 年的 363 元/人，增长了将近 3 倍，并且这几年的增速还在加快，但与美国人均用药费用的 319 美元、日本的 348 美元以及欧洲其他发达国家相比，还有较大差距。从我国人均医疗器械的费用来看，已经从 2000 年的 11 元上升到 2009 年的 61 元，增长了将近 6 倍，但与人均医疗器械消费为 329 美元的美国、157 美元的日本以及其他欧美发达国家相比差距依然明显。

图 16 我国人均用药水平迅速提高



数据来源：南方所、安信证券研究中心

图 17 我国人均医疗器械消费迅速提高



数据来源：中国医疗器械行业协会、安信证券研究中心

1.5.3. 疾病谱变化

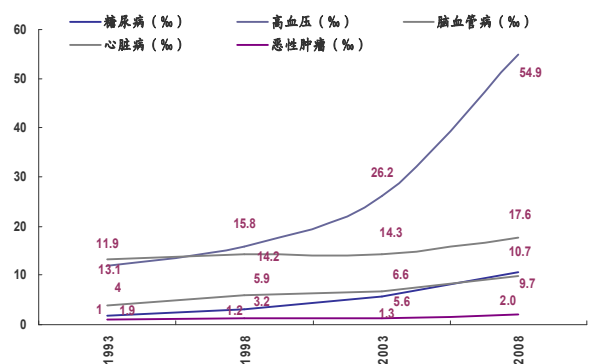
疾病谱变化是第三大驱动因素。从我国慢性病的发病率来看，高血压、糖尿病、恶性肿瘤、心脑血管等慢性疾病的发病率出现较快的提升，而消化系统疾病、血液及造血器官疾病的发病率则出现了一定程度的下滑。从终端数据来看，肿瘤、心血管等重大疾病的用药占比正在逐步加大。据卫生部报告，目前慢性病导致了 45.9% 的全球疾病负担，而中国已达到 60% 以上。世界卫生组织预测，到 2015 年，中国慢性病造成的直接医疗费用将达到 5,000 多亿美元。

表 2 近年来我国疾病谱变化

用 药 类 别	2007 年 份额	2008 年 份额	2009 年上 半年份额	2009 年上半 年销售增速
抗感染药	24%	24.04%	23.47%	17.78%
抗肿瘤药和免疫抑制剂	17%	17.40%	17.78%	13.38%
心血管系统药	13.20%	13.39%	13.38%	12.75%
消化系统药	13.20%	12.52%	12.75%	10.89%
血液和造血系统药	12%	10.95%	10.89%	8.66%

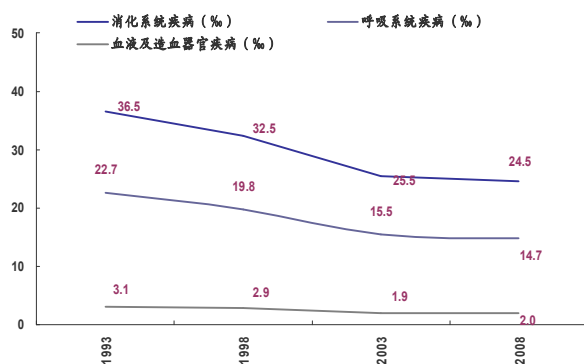
数据来源：南方所、安信证券研究中心

图 18 我国部分慢性病的患病率 1



数据来源：卫生部统计年鉴、安信证券研究中心

图 19 我国部分慢性病的患病率 2



数据来源：卫生部统计年鉴、安信证券研究中心

1.5.4. 医改拉动需求增长

同时，新医改政策下，政府加大对医疗卫生的投入，将以杠杆作用拉动医药消费需求的高速增长。据 WHO 统计：当政府投入占卫生总费用的比例小于 20% 时，其卫生系统绩效也比较差，而我国相当长时间低于 20%。在新医改阶段，这个比例已经达到 20.13%，这将有利于刺激医药消费需求的增长。未来三年，各级政府将投入 8,500 亿元，用于五项重点改革，其中中央政府投入 3,318 亿元，其他资金需要地方政府投入。

表 3 我国卫生费用投入情况

时间	政府卫生投入		个人卫生投入	
	平均增长率	占比	平均增长率	占比
第一轮医改（1985-1999 年）	14.14%	18.99%	20.32%	47.92%
第二轮医改（2000-2006 年）	15.91	16.94%	16.21%	54.48%
第三轮医改（2007 年至今）	29.13%	20.30%	21.27%	45.20%

数据来源：南方所、安信证券研究中心

另外，2008 年医保基金的结余率达到 31%，远远高于国外的 10%，且历年累计的结余率达到 26%，即节余达 3,432 亿元，其中统筹基金结存 2,290 亿元，个人账户积累 1,142 亿元。政府继续追加投入还有很大的空间，因此提出“二次补偿”，如：新农合当年基金使用率必须达到 85%，结余不能超过 15%，累计结余不能超过当年的 25%。从 2009 年下半年开始，新农合补偿封顶线（最高支付限额）要达到当地农民人均纯收入的 6 倍以上。2009 年将城镇职工医保、城镇居民医保统筹基金最高支付限额原则上分别提高到当地职工年平均工资、居民可支配收入的 6 倍左右。

1.6. “黄金十年”背景下医药行业的投资机会

四季度我们建议重点配置受终端刚性需求增长推动，估值有待进一步修复的**高端专科处方药行业**；以及与其高度相关、在医改统一招标采购中集约化、规模化提升最快、盈利能力弹性大的**医药商业行业**。

今年以来，市场给予**中药材及中药饮片行业**、**品牌消费及 OTC 类中药企业**较高的溢价，该类企业仍具长期投资价值。除此之外，我们认为四个子行业未来有可能面临更大的发展机遇，建议投资者长期配置，它们分别是：受益于国际制药业产业转移，产业升级中的**特色原料药行业**；受益于国家公立医院改革，体制变革中迅速被激活的**医院产业**；新技术和重磅药物不断涌现，引领制药业进入医学蓝海的**生物制药行业**；受益于医药行业消费结构调整，增速明显快于行业的**医疗器械行业**。

并从投资风格角度关注医药企业并购整合，以及高成长的次新股。

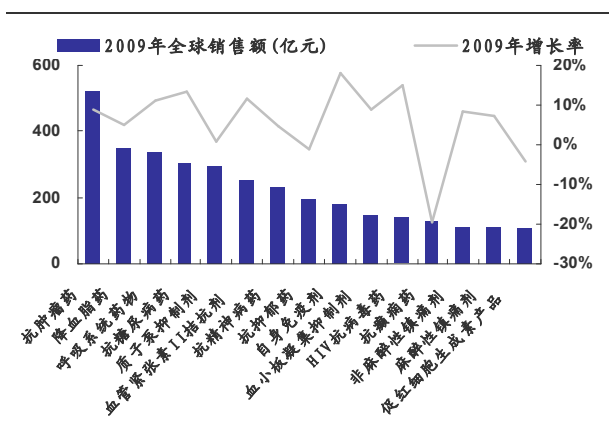
2. 上篇：传统行业，不乏机会

2.1. 高端专科处方药需求刚性，仍长期看好

我们在这里界定的高端专科处方药公司，是指在某一治疗领域有药效明确、安全性高的优质产品及产品线储备，同时具备多年积淀的专业化营销队伍，在医院科室及医生中拥有极高的人际壁垒，与经销商之间有良好的合作关系及较强的议价能力的制药公司，上述特质也是该类公司在专科领域中能够持续稳定发展的核心竞争力。

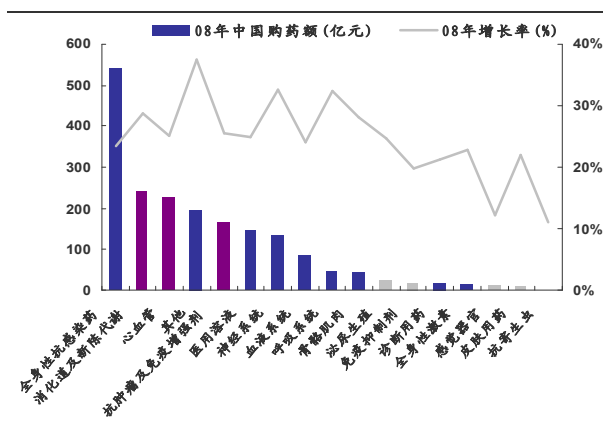
从 IMS 数据看到，全球用药量最大的四个领域分别为心血管（降糖、降脂、降压）、抗肿瘤、呼吸系统、消化道用药；而中国因对抗感染药使用过度，分别为抗感染、消化道用药、心血管、抗肿瘤药。由此可见，国内外心血管、抗肿瘤、消化道等专科用药都是市场规模最大、增速最快的。另外，新医改下，医保向重大疾病倾斜将使重症用药面临更大机会，这将给肿瘤、心脑血管等重大疾病用药带来较大增量的机会。

图 20 2009 年各大药品类别全球市场规模及增速



数据来源：IMS Health、安信证券研究中心

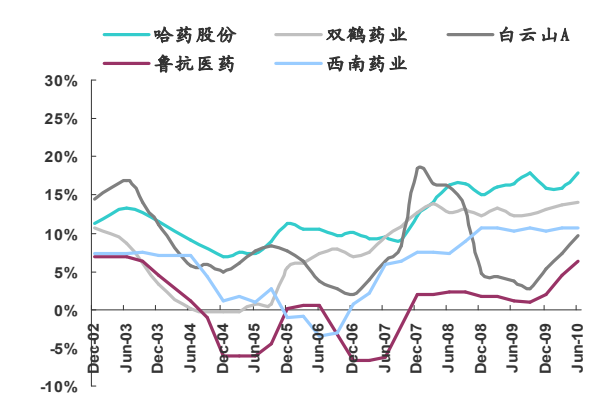
图 21 2008 年各大药品类别中国市场规模及增速



数据来源：IMS health、安信证券研究中心

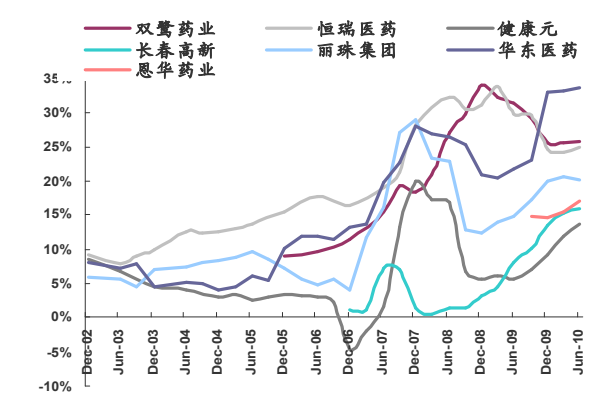
化学药高端专科处方药公司以产品研发、专业化销售为核心竞争力。根据这些因素，我们建议关注**恒瑞医药、双鹭药业、丽珠集团、华东医药、长春高新、恩华药业**，从该类公司以往的 ROE 增长情况看，相对于基本药物公司而言，刚性需求、稳健增长特征更为显著。

图 22 主要基本药物公司的 ROE



数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心

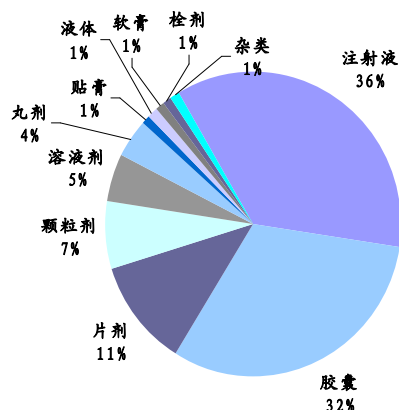
图 23 主要专科药物公司的 ROE



数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心

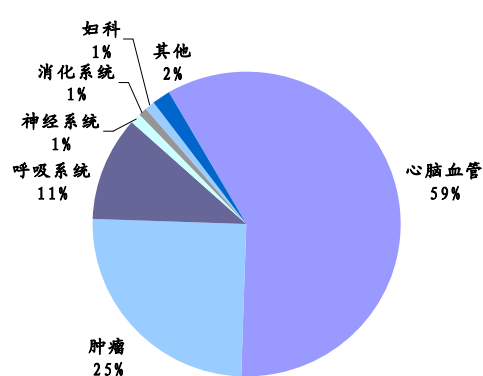
中药处方药公司中，我们始终看好拥有优质和安全有效的中药注射剂的公司，如康缘药业、益佰制药、金陵药业、丽珠集团、华润三九均拥有自主品牌的中药注射剂产品。从 2009 年南方所中药各剂型采购金额看，中药注射剂占整个中药采购金额的 35%，始终占据主导地位；而中药注射剂中的 25%和 59%分别用于肿瘤和心血管疾病的治疗。随着国家对中药注射剂质量标准的提高，审批和监管的日趋严格，优质的中药注射剂公司将更发挥出产品和研发优势。

图 24 2009 年中药各种剂型采购金额比例



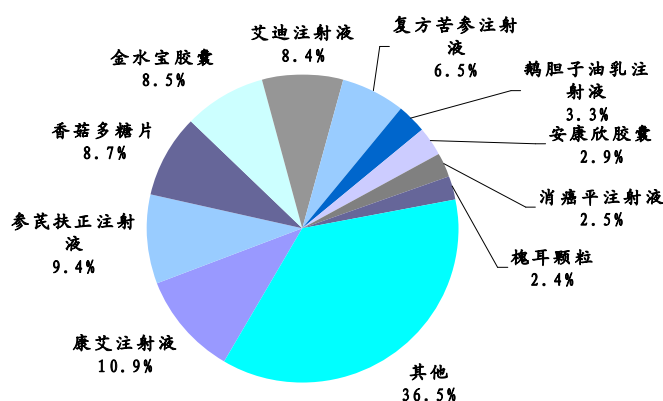
数据来源：南方所、安信证券研究中心

图 25 2009 年中药注射剂各种类别所占比例



数据来源：南方所、安信证券研究中心

图 26 2009 年我国肿瘤用药中各种中成药的市场份额



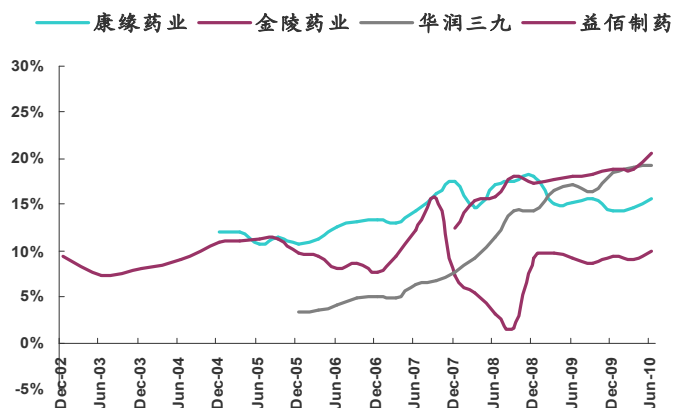
数据来源：南方所、安信证券研究中心

表 4 中药在心血管领域广泛应用

排名	品牌名	生产企业	2007	2008	2009
1	疏血通注射液	黑龙江牡丹江友博药业	2.17%	2.09%	5.00%
2	丹红注射液	山东步长制药有限公司	3.00%	4.79%	4.66%
3	醒脑静注射液	江苏无锡山禾药业股份有限公司	2.08%	3.32%	3.90%
4	血栓通注射液	广西梧州制药	2.89%	3.25%	3.57%
5	银杏叶注射液	河北神威药业有限公司	1.27%	2.01%	2.71%
6	通心络胶囊	河北石家庄以岭药业	3.42%	3.20%	2.60%
7	银杏叶注射液	黑龙江珍宝岛制药有限公司	2.21%	2.52%	2.49%
8	复方丹参滴丸	天津天士力制药股份有限公司	3.04%	2.68%	2.16%
9	银杏叶片	江苏扬子江药业集团有限公司	2.09%	2.11%	2.14%
10	丹参酮 II A 磺酸钠注射液	上海第一生化药业有限公司	1.94%	1.78%	1.95%
CR10			24.11%	27.75%	31.19%

数据来源：南方所、安信证券研究中心

图 27 现代中药公司的 ROE

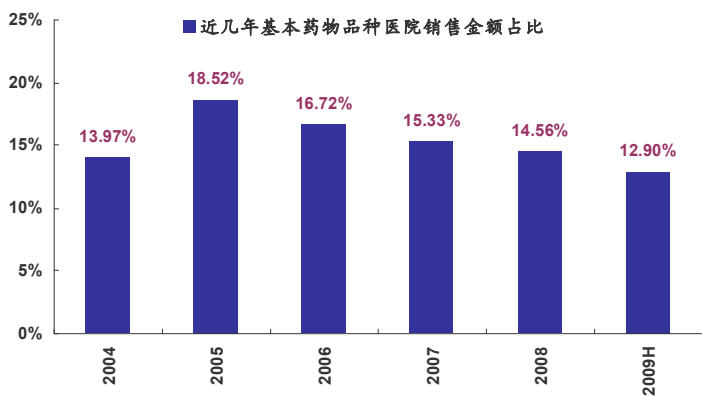


数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心

在上一轮的医药版块普遍调整和本轮的反弹中, 高端专科处方药公司始终走势较弱, 市场对政策的担忧、和对基本面影响的不确定性是主要原因。我们在这里力图对国内处方药行业的本质特点做一定的剖析, 为投资者的投资决策提供一定的参考。

1) 刚性需求下, 高端专科处方药始终是用药的主流。药品终端消费量 70%以上是通过医院药房供给患者, 而其中又以城市大型医院为主。在城市的大型医院又主要是高端专科用药的天下, 基本药物占比很小。高端专科药往往用于重症、慢性疾病治疗, 需求刚性是上述现状的根本形成原因。另外, 医院可从价格昂贵的高端专科用药上赚取较高的药品加成, 在国家对公立医院的补偿机制不到位的情况下, “以药养医”的体制弊病难以从根本上撼动。而在新医改下, 基层医疗机构规定了基本药物使用的金额比例, 而在城市医院只规定了数量的比例, 也是充分考虑以上两点的权宜之计。

图 28 基本药物在医院用药占比不断降低



资料来源: 南方所、安信证券研究中心

2) 新医改下处方药企业机遇与挑战并存。2009 年 10 月 13 日, 卫生部发布了关于印发《临床路径管理指导原则(试行)》的通知, 下发了 112 个病种的临床路径, 选择 60 个病种开展病种质量管理和单病种付费试点。目的是避免大检查和大处方, 避免乱收费, 医保支付必须以规范治疗为前提。同时打击商业贿赂、价格调控政策, 也对部分带金销售的处方药企业再次加大了法律约束。国内处方药公司在临床路径、医患矛盾、医生考核、医保审查的新形势下, 将面临新的发展趋势, 营销模式和战略如何顺应新的形势是决定企业日后发展的关键。

3) 新医改下学术推广成为处方药销售上量的关键。处方药营销在物价、医保、招投标和目录之外, 专业化学术推广的重要特征凸显: 以高明的医学策划为前提, 以大量的循证依据为支撑, 以强力的学术推广为手段, 以学术招商互动为特征, 以医患政企四方共赢为目标。医生处方量一方面由病种治疗的内在需求决定, 在刚性需求得到

基本满足的基础上；寻求收益和提升自我的柔性需求会凸现，合并外部政策环境的约束和压力，医师处方行为需要有一个合理的理由，学术推广即将成为处方药销售上量的关键。

4) 处方药专业化学术推广受众：从医生教育过渡到医生和患者教育相结合阶段。DTC 营销即 Direct-to-Consumer 的简称，是一种直接面对消费者的营销模式，它包括任何以终端消费者为目标而进行的传播活动。对于药品而言，终端消费者就是患者以及潜在的患者。DTC 营销不同于直接面向医学专业人员的营销，其优势主要体现在更加接近药品的最终消费者，使患者掌握相关药品信息，改变药品消费的决策权完全集中于有自身利益取向的医师的局面。

5) 国内处方药进口替代的步伐在加快。外资企业的营销策略所带来的收益与传统处方药带金销售的差异，就是成熟期的持久性问题和衰退期的收益延展性，国内处方药企业近年越发注重品牌延伸带来的长尾效益，代金销售逐步向学术推广过渡。学术推广+关系营销，使得国内企业与外资企业的处方药营销推广模式逐步趋同，国内处方药进口替代的步伐在加快。

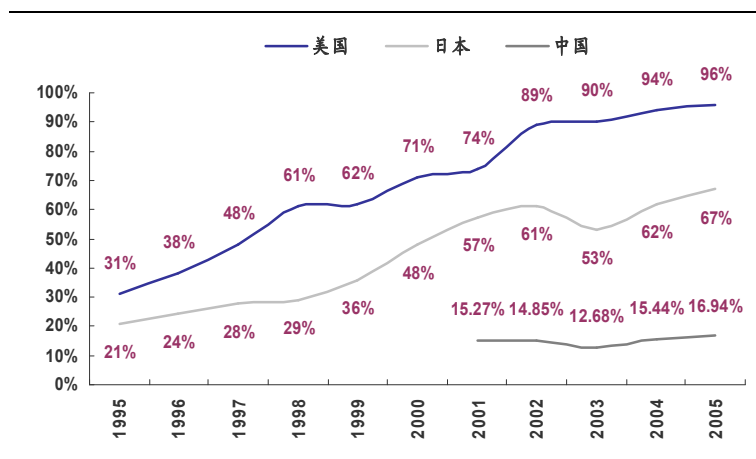
6) 国内处方药企业销售下沉进行时。新农合带来了整个医药市场的下沉和扩容，县级医院作为县域内的医疗卫生中心，主要负责以住院为主的基本医疗服务及危重急症病人的抢救，并承担对乡村卫生机构的业务技术指导和乡村卫生人员的进修培训。今后，县级医院将改变目前弱势的状态，成为医疗体系中重要的环节，县级医院也将成为新的用药终端，潜力巨大。大城市和县医院的疾病谱其实者比较接近，这些年，感染性疾病占比很小，大部分病症还是三高（高血压、高血脂、高血糖）、糖尿病、冠心病、肿瘤等。从用药来看，县级医院基本备有各种档次的药品，只是品种不够丰富。国内处方药企业销售下沉是必然趋势。

7) 国内处方药企多种营销模式并存。由于内外环境的复杂性，医药企业对营销模式选择的影响因素是十分复杂的，企业选择营销模式时也往往不是单一的。分析今后一段时间，专业化的处方药市场仍然会以自建办事处和销售队伍的推广模式、以及代理制模式为主流。代理制模式和自建销售队伍的专业推广模式的组合销售将会兴起。企业在重点地区和在企业能覆盖的地区，会采用专业推广或区域经销制的营销模式，而对于企业暂时无力顾及的地区，就采用买断代理制的营销模式。同时重点品牌采取专业推广模式，非重点品种或无力促销的品种，采取代理制模式。

2.2. 医药商业：行业整合与集中度提升，龙头公司将受益

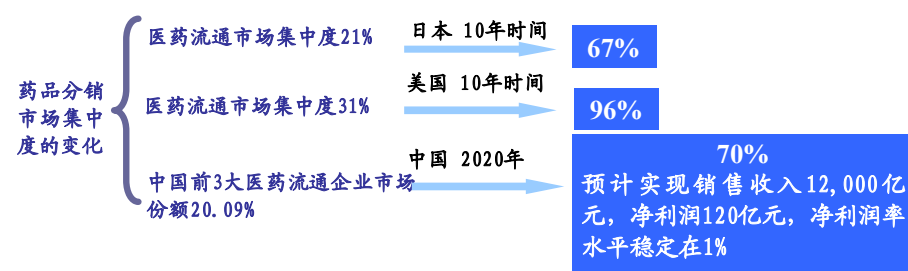
从美国和日本过去十几年医药商业企业的发展历程来看，均经历了大规模整合和行业集中度不断提高的过程。日本用了 10 年，前三位商业分销企业市场占有率从 21% 提高到了 67%；美国用了 10 年时间，前三位商业分销企业市场占有率从 31% 提高到了 96%。这样迅速整合的原因主要是由于医药商业企业要求规模化发展，随着行业毛利率的不断降低，只有现金充裕，规模大的龙头企业才能够生存。业内预计，中国前 3 大医药商业企业的市场份额将从现在的 20% 提高到 2020 年的 70%。

图 29 中美日三国药品分销市场集中度历年变化



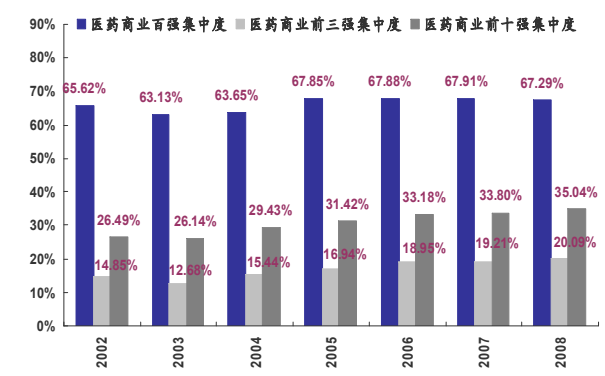
资料来源：南方所、安信证券研究中心

图 30 中美日三国药品分销市场集中度



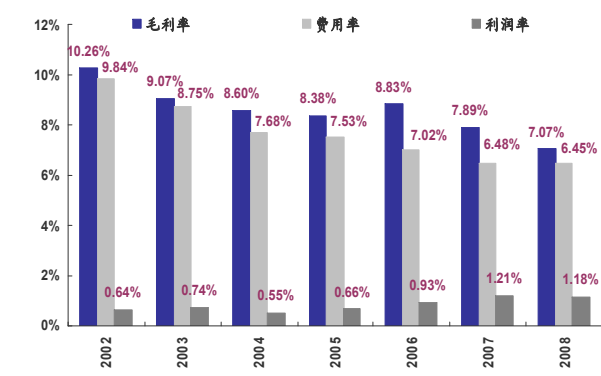
资料来源：南方所、安信证券研究中心

图 31 我国医药商业市场集中度逐年提升



数据来源：南方所、安信证券研究中心

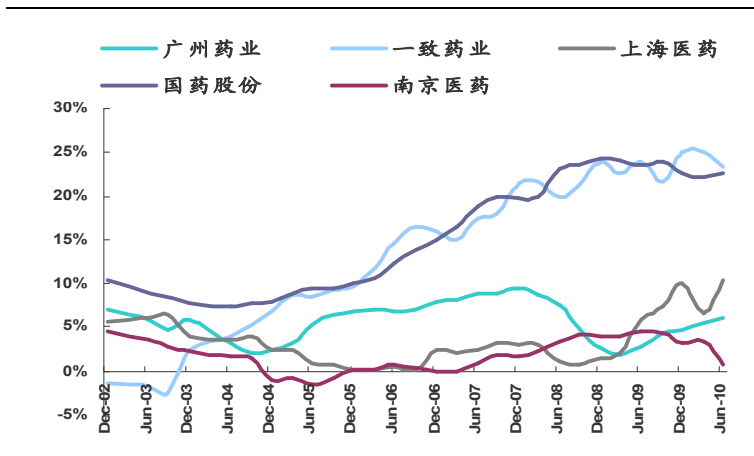
图 32 我国医药商业整体净利润率呈上升趋势



数据来源：南方所、安信证券研究中心

从 2002-2008 年我国医药商业行业前几大企业的市场份额看，我国的医药商业行业的集中度正在稳步提高，我们正走美国和日本过去的发展路径。而且，龙头企业的盈利能力都比行业平均水平高。2008 年，医药商业销售额前 20 名企业占全国医药商业销售额的比例达到 43%，利润总额占比达到 63%；平均利润率为 1.58%，高于行业平均 1.18% 的利润率水平。

图 33 医药商业公司的 ROE



资料来源：Wind 资讯、安信证券研究中心

表 5 医药商业上市公司近年并购情况

公司	被并购公司
国药控股	国控海南, 国控云南, 国控福州, 国控山东, 上海国大东信药房, 国控安徽, 国控河北
一致药业	国控湛江, 国控南宁, 东莞一致, 广西一致, 致君万庆 (工业)
上海医药	福达制药, 信谊天平, 贵州华氏大药房, 宁波四明大药房
南京医药	南京同仁堂, 河南金宝康
华东医药	财通科技, 华东中药饮片

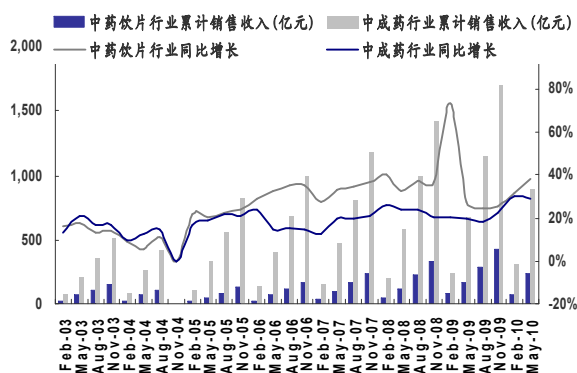
数据来源: 各公司年报、安信证券研究中心

2009 年, 我们所关注的医药商业上市公司都在通过不断的并购来迅速扩大规模, 继续扩大自己在行业中的优势。国内最大的医药商业企业国药控股 09 年在香港上市, 其募集资金的主要投向也是不断地在各地方收购商业企业。九州通即将上市, 募集资金用于外延式并购、加快发展也是预期内的。未来的发展趋势是商业企业的集中度进一步提高, 形成几家大的区域流通企业龙头, 建议关注**一致药业**, **上海医药**, **华东医药**, **国药股份**, 而**南京医药**具有比较好的并购价值。

2.3. 中药饮片: 非凡征程, 草木芳华

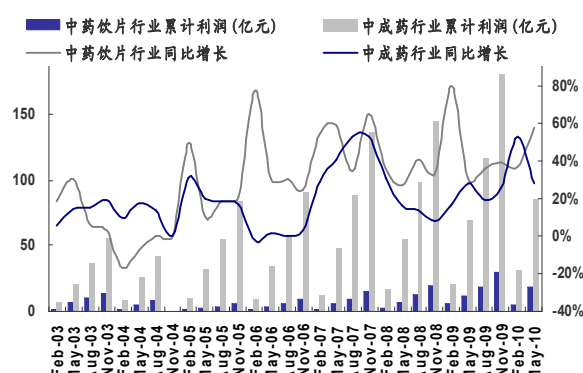
中医药产业已迎来历史上最好的发展机遇, 作为中医药产业的上游环节, 中药材和中药饮片行业也将迎来快速发展时期。目前在政府主导下, 中药材及中药饮片行业正在逐步规范, 配套政策也在逐步完善。我们预判, 行业未来将更加规范, 内部竞争机制将得到有效梳理。

图 34 中药饮片和中成药行业收入增速情况



数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心

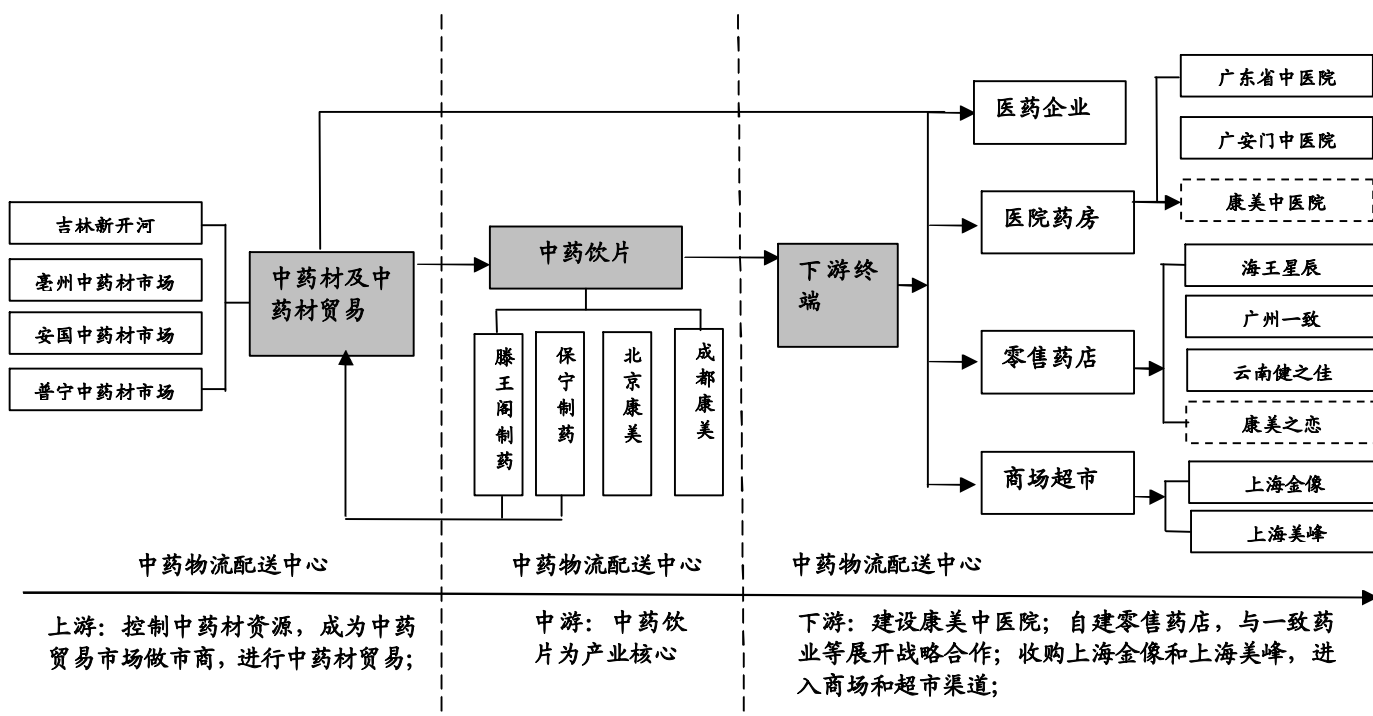
图 35 中药饮片和中成药行业利润增速情况



数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心

康美药业作为行业领导者, 目前顺势而为, 积极布局产业并致力于产业整合、引领产业升级。目前, 公司贯通中药饮片上下游“中药材、中药材交易-中药饮片-医院、OTC、消费品”的产业链一体化模式初具雏形, 围绕中医药领域做强做大的基础已经基本具备。未来公司将以中药饮片为产业核心, 构建遍布全国的药材采购、物流、生产和销售网络, 掌握药材资源, 同时拓展新销售渠道, 发展饮片下游产品, 从而逐步形成完整的中药材及中药饮片产业链。

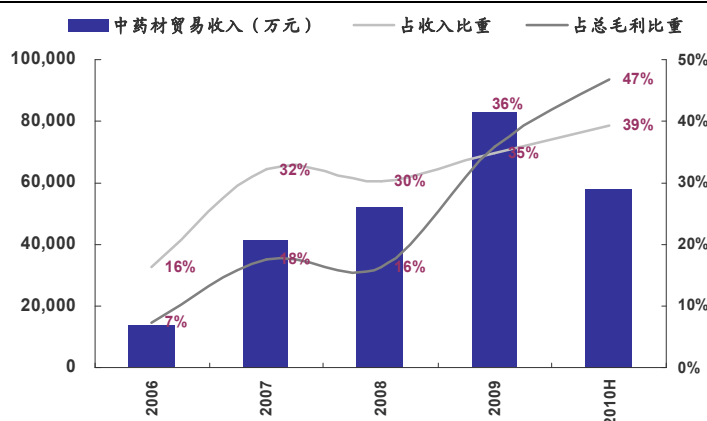
图 36 公司产业链一体化模式初现雏形



数据来源：康美药业公告，安信证券研究中心

中药材贸易成为康美目前最重要的利润增长点之一。公司自 2006 年介入中药材贸易以来，凭借其对市场供需情况和行业的准确把握，获得了不错的收益，中药材贸易占公司收入和利润的比重也迅速增加。2010 年 1-6 月，中药材贸易业务占公司主营收入的比重为 39%，占公司毛利的比重为 47%，成为公司最主要的利润来源。

图 37 公司中药材贸易业务发展迅速



数据来源：康美药业公告，安信证券研究中心

非凡征程、草木芳华。在国家鼓励中医药发展、鼓励中药材、饮片行业标准规范的大背景下，康美对中药材市场的全面介入才刚刚拉开帷幕：2010 年 3 月，公司计划投资 15 亿元建设康美（亳州）华佗中药城，将项目建设成面向世界的中药行业贸易中心及医药物流中心，确立在国内中药流通领域的领先地位。2010 年 8 月，公司在完成普宁中药材市场企业化改造的基础上，建设一个占地总面积 650 亩，投资不少于 10 亿元的普宁中药材专业市场。2010 年 9 月，公司又将以不超过 7,000 万元的价格收购安国中药材交易中心，在安国市总投资 10 亿元建设康美（安国）中药材现货交易平台。公司由此已初步布局国内三大药材交易市场。

收购中药材市场是公司介入中药流通的第一步，而后续的整合才是公司能否在中药流

通领域获得成功的关键。目前，公司方面计划将康美（亳州）、康美（安国）和康美（普宁）建设成集“贸易、会展、检验检测、信息发布、金融服务、物流配送、办公、配套商务于一体”的综合型医药行业集散中心，打造中药材及饮片、中药养生保健品等专业交易市场，并逐步推行统一仓储、统一包装、统一结算、统一票据、统一质检的“五统一”管理模式，形成品牌规模和品牌效应，从而实现中药材交易市场的规范化经营。由此可见，公司的建设思路完全符合目前中药材流通领域的发展趋势，公司有望通过构建集约化、现代化的交易模式而一举奠定其在中药材流通领域的行业领导者地位。

表 6 全国 17 家国家级中药材交易市场概况

中药材交易市场	市场特征	年交易额
安徽亳州中药材交易中心	国内规模最大的中药材专业市场	100亿元
河南省禹州中药材专业市场		3亿元
成都市荷花池药材专业市场	西部最大的中药材专业市场	N/A
河北省安国中药材专业市场	主要经营大宗药材和冷偏药材	50亿元
江西樟树中药材市场		10亿元
广州市清平中药材专业市场	南中国最大的中药材特别是贵细滋补性中药材专业市场	10亿元
山东鄞城县舜王城药材市场		3亿元
重庆市解放路药材专业市场		N/A
哈尔滨三棵树药材专业市场	我国北方中药材经营的集散地	N/A
兰州市黄河中药材专业市场		1亿元
西安万寿路中药材专业市场		5亿元
湖北省蕪州中药材专业市场	长江中、下游重要的中药材集散地	3亿元
湖南岳阳花板桥中药材市场		3亿元
湖南省邵东县药材专业市场		10亿元
广西玉林中药材专业市场		10亿元
广东省普宁中药材专业市场	贵细药材为主	8.5 亿元
昆明菊花园中药材专业市场		10 亿元

数据来源：中国市场信息网、安信证券研究中心

综上，康美药业凭借较强的资本运作能力，已初步构建了中药材、中药饮片的全国性产业布局，并形成了一体化产业链优势，这是其他竞争对手难以复制的，这将有助于公司在中药材及中药饮片行业的竞争中抢占制高点，并作为产业链整合者获取更大的回报。基于此，我们十分看好公司未来的发展前景。

3. 下篇：花开四朵，各有风流

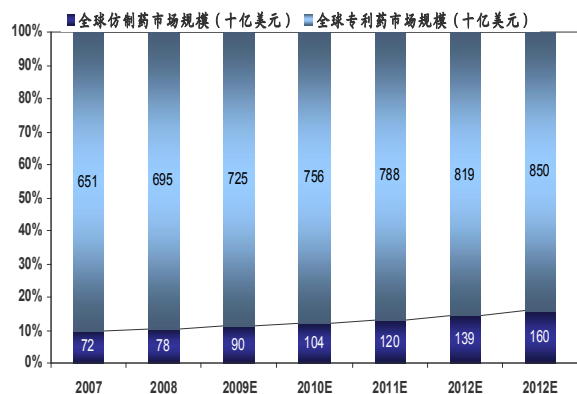
医药行业整体即将进入快速发展的“黄金十年”，在医药行业蓬勃发展的各子行业中，我们认为四个子行业有可能面临更大的发展机遇，它们分别是：受益于国际制药业产业转移，产业升级中的**特色原料药行业**；受益于国家公立医院改革，体制变革中迅速被激活的**医院产业**；新技术和重磅药物不断涌现，突破新药研发瓶颈，引领制药业进入医学蓝海的**生物制药行业**；在医药行业消费结构调整中，占比逐渐提高，增速明显快于行业的**医疗器械行业**。

3.1. 特色原料药：风鹏正举，扶摇云霄

3.1.1. 全球仿制药市场快速增长，特色原料药转移加速

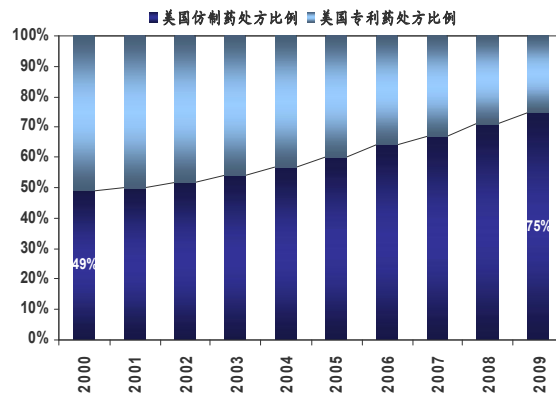
自 2002 年以来，全球仿制药市场的增速持续超过整个医药市场的增速，其增长速度是专利药的两倍有余，行业处于快速增长期，仿制药的市场份额逐渐加大。预计未来驱动全球仿制药市场快速增长的因素主要有以下三个：全球药品专利到期规模高峰来临，各国出于财政原因而削减药品支出的意图，及规范市场生物仿制药的放开为生物仿制药带来巨大的发展空间。

图 38 全球仿制药市场高速增长



数据来源：IMS Health、安信证券研究中心

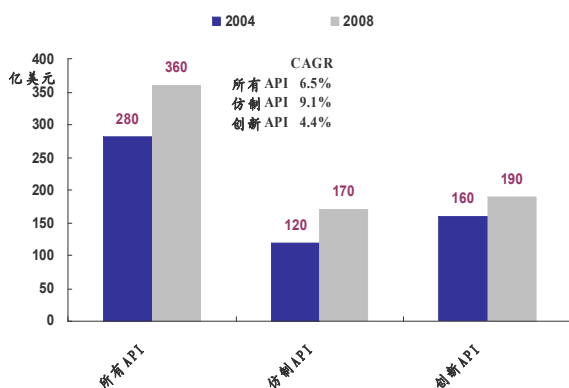
图 39 美国仿制药处方比例持续提升



数据来源：IMS Health、安信证券研究中心

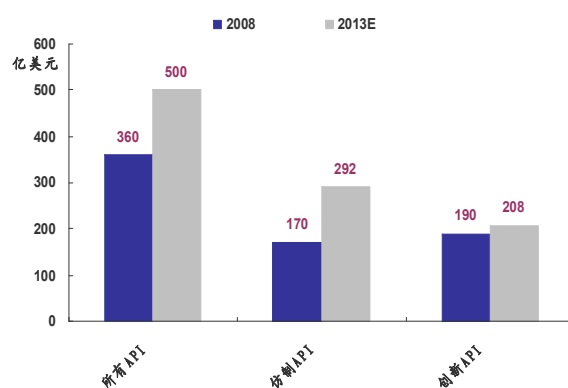
全球仿制药市场的迅速发展使得制药企业对于特色原料药的需求越来越大，全球仿制药 API 的增速显著超过专利药 API 的增速。出于成本和环保压力，二十世纪九十年代末期特色原料药开始向亚洲转移，印度领先于中国开始承接特色原料药的生产，而中国目前也有越来越多的企业参与特色原料药的生产。

图 40 2004-2008 年全球外购市场 API 增速



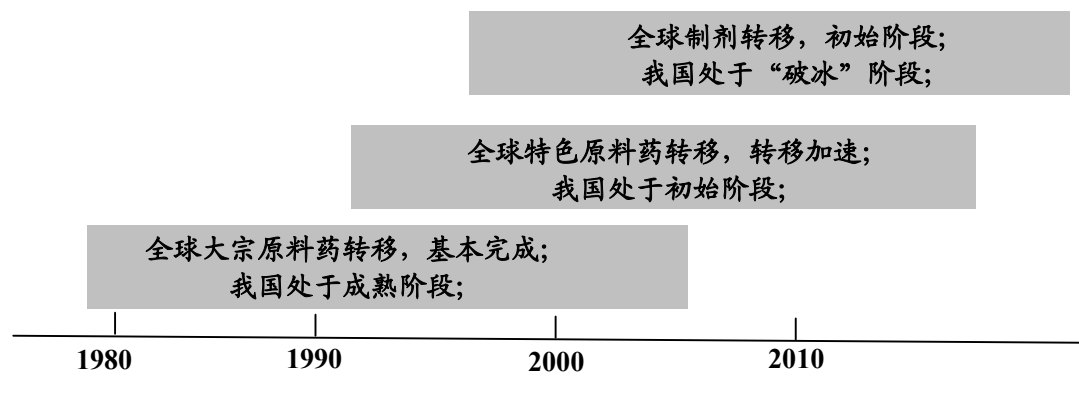
数据来源：CPA、安信证券研究中心

图 41 2008-2013 年全球外购市场 API 预测增速



数据来源：CPA、安信证券研究中心

图 42 全球医药产业转移趋势示意图



数据来源：安信证券研究中心

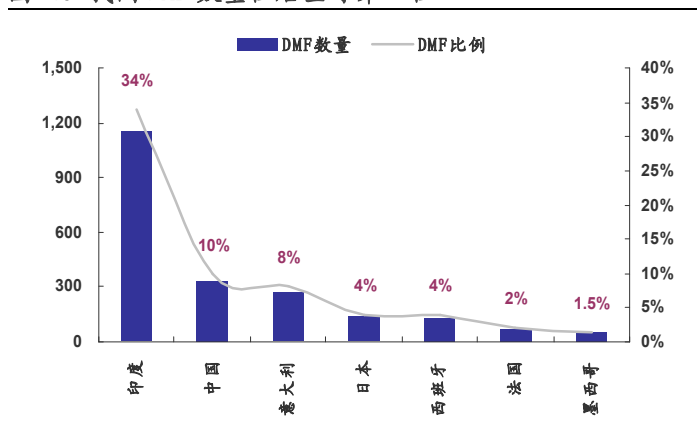
3.1.2. 软硬件能力的提升促成我国制药企业与国际制药企业的对接

过去几年，虽然我国特色原料药的产销规模有所扩大，但是与国际制药企业的直接合作很少，原因主要在两个方面：一是我国制药企业避工艺能力等技术方面的不足导致我国能够生产的特色原料药品种较少，从而使得国际制药企业与国内企业合作时面临

选择余地较小的困境。二是我国制药企业生产的原料药质量不高，难以得到国际制药企业的认可，许多原料药是出口印度经过再加工以后出口到欧美市场。

而近年来，我国制药企业开发的特色原料药品种数量不断增加，越来越多的产品和生产线通过欧美规范市场的认证，这逐步消除了我国原料药企业与国际制药企业合作的障碍。

图 43 我国 DMF 数量位居全球第二位

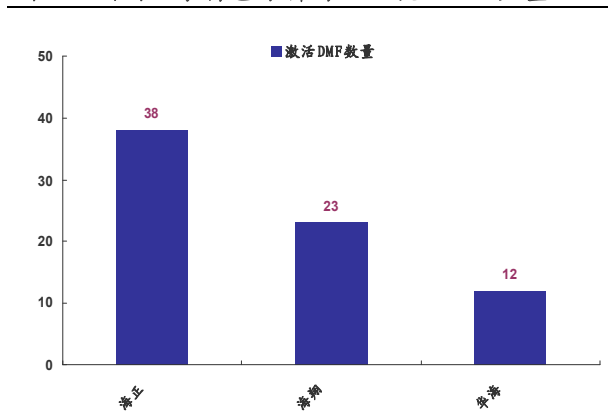


数据来源：Indian Pharma CRAMS、Reliance Money、安信证券研究中心

目前国内已经有不少企业开始接受国际制药企业的转移生产，譬如海正药业早期就从先灵葆雅承接恩拉霉素的转移生产，并于 2009 年继续签订了兽用预混剂的生产协议。公司在为雅来合同定制生产万古霉素的基础上成立了合资公司，未来利润将以分成的模式分配，并将启动后续 5 个产品的生产。此外，公司还将承接礼来卷曲霉素、米尔贝肟和潮霉素三个产品的转移生产。

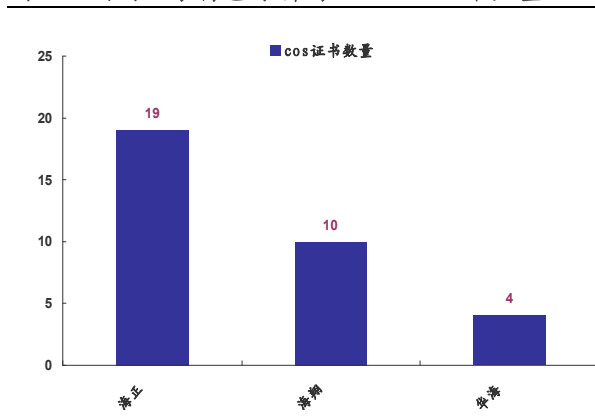
拥有技术质量优势和药政认证优势的企业未来的发展必将超过行业平均水平。在未来中国特色原料药企业参与国际市场竞争中，除了成本上的竞争，还有质量上的挑战。近年来，国内企业在规模和成本优势的基础上，研发能力、技术成熟度、质量优势、国外认证经验、国际谈判能力、环保及 EHS 管理体系等软硬件实力都大幅提升。例如海普瑞即凭借先进的生产工艺和严格的质量控制体系使得公司产品通过美国 FDA 和欧盟 COS 认证，成为全球最大的肝素钠原料药供应商。拥有技术质量优势和药政认证优势的企业未来的发展必将超过行业平均水平。我们看好**海正药业**，**海翔药业**，**华海药业**及**海普瑞**的未来发展。

图 44 国内三家特色原料药企业激活 DMF 数量



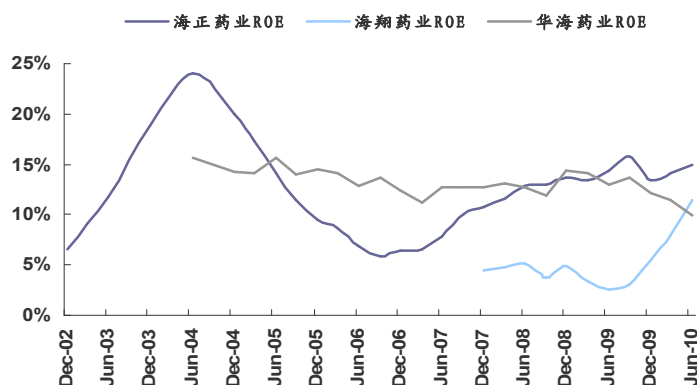
数据来源：FDA、安信证券研究中心（截至 2010 年 2 季度）

图 45 国内三家特色原料药企业 COS 证书数量



数据来源：EDQM、安信证券研究中心（截至 2010 年 8 月 31 日）

图 46 特色原料药企业 ROE



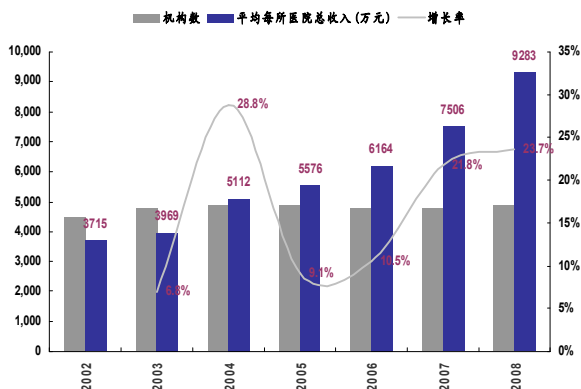
数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心

3.2. 医院产业，扬帆起航

我国医院产业高速增长，医疗市场正在一场深刻变革的前夜。作为医疗市场主体的医院产业正在高速增长，平均每所医院的收入从 2002 年的 3,715 万元提高到了 2008 年的 9,283 万元，年增速达到了 20% 以上。但我们同时看到医疗机构的数目增长并不多，国家对于新设立医院持谨慎态度，造成我国的医院市场仍缺乏活力。现在，这个潜力巨大的市场正处于深刻变革的前夜。

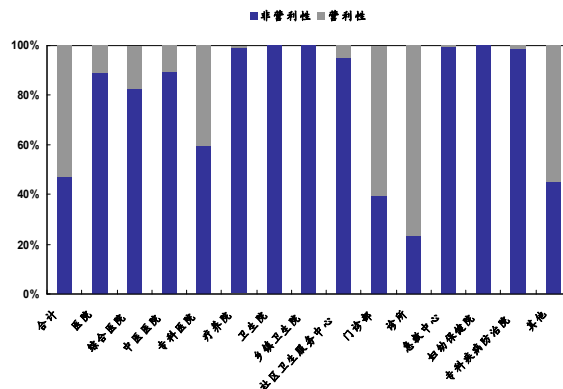
我国目前以公立医院为主体的医疗体制缺乏效率。我国 90% 以上的医院是非营利性的，这其中大部分为公立医院。我国的营利性医院与非营利性医院的主要区别除了所得的盈利能否用于医院以外的投资或分红以外，还在于税制不同。国家对营利性医院缺乏政策支持。

图 47 我国医疗机构数量和平均收入



数据来源: 卫生部统计年鉴、安信证券研究中心

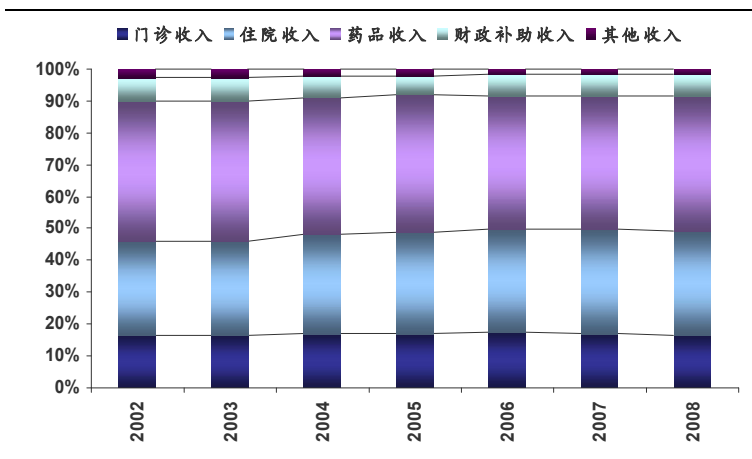
图 48 我国医院行业以非营利性医院为主



数据来源: 卫生部统计年鉴、安信证券研究中心

我国公立医院收入中药品占比过高，给医生薪酬过低。在我国公立医院收入构成中，正好与国外相反，药品收入占到了 42%，住院收入占 33%，门诊收入占 16%，还有 7% 是来自于国家的财政补贴。公立医院目前主要靠“以药养医”，药品加成收入占比过高，同时公立医院给医生的薪酬过低，缺乏良好的激励机制。

图 49 我国医院行业药品加成占比过高

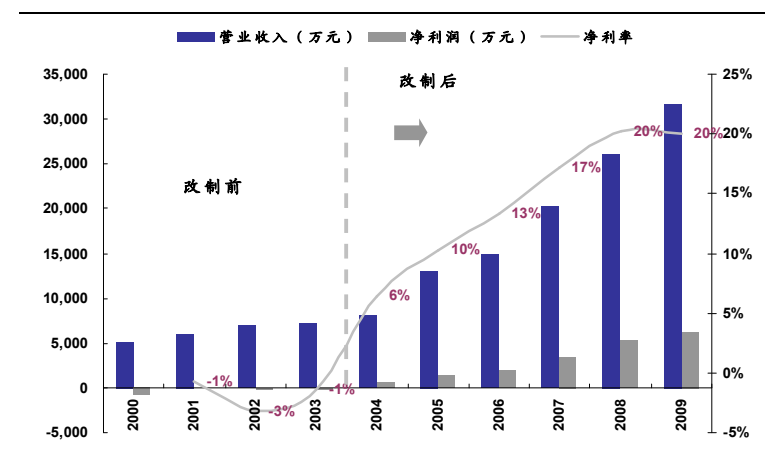


资料来源：卫生部统计年鉴、安信证券研究中心

公立医院改革启动，核心在于产权制度明晰。2010年2月23日，卫生部发布了《关于公立医院改革试点的指导意见》，公立医院改革启动，中国医院产业迎来巨大的发展机遇。改革的核心在于改变体制和管理机制：建立“管办分开”的有效形式，改革公立医院法人治理机制，改革公立医院运行机制。鼓励社会资本进入医院产业和多元化办医，这将激活整个医疗市场。

国家鼓励公立医院改制，将使医院行业迎来深刻变革。**金陵药业**旗下的宿迁市人民医院是我国第一家上市公司主导公立医院改制的成功案例，对于此次公立医院改革的方向具有极大的借鉴意义。公立医院发展的另一个重要方向是医院集团化，医院集团化可以避免医疗资源的重复购置，有效地降低了医疗成本，我国多家公立医院已经开始了集团化的发展道路。北大方正集团正在通过多种方式进入医院产业，**西南合成**是方正集团旗下唯一的医药上市公司，将打造医药资产整合平台，后续有医院资产注入的预期。

图 50 宿迁市人民医院改制前后营业收入、净利润和净利率



数据来源：金陵药业年报，安信证券研究中心

国家鼓励社会资本进入医院产业，将使民营医院迎来巨大发展机遇。民营资本进入医院产业通常有几种方式：向政府主管部门申请创办独资医院、申办中外合资股份制性质的营利性医院、独资买断国有企业停办的企业医院、采用委托经营的方式等。还有一种成功的模式就是建立连锁专科医院，将某一专科治疗领域做深做精，同时发挥比公立医院更好的服务质量、较低的治疗费用等优势，依靠品牌和管理质量迅速扩张。具有代表性的是眼科连锁医院龙头**爱尔眼科**和口腔科连锁医院龙头**通策医疗**，还有正在从肛肠药制造业发展到肛肠治疗方案提供商的**马应龙**。

行业深度分析

表 7 爱尔眼科的收入，利润和利润率

	持 股 比例	总资产 (万元)	2008 年收 入 (万元)	2008 年净利 润 (万元)	净利率	2009 年收 入 (万元)	2009 年净利 润 (万元)	设 立 方式
一级医院								
上海爱尔	60%	3,848	3,001	-392		3,387	-383	
二级医院								
成都爱尔	100%	4,304	3,482	987	28%	4,812	1,282	
武汉爱尔	100%	8,117	10,324	2,283	22%	11,846	2,533	
长沙爱尔		5,250	4,489	1,552	35%			
沈阳爱尔	100%	6,613	5,818	1,804	31%	10,228	2,435	收购
重庆爱尔	100%	3,420	3,270	159	5%	3,984	221	
哈尔滨爱尔	60%	1,585	1,297	-282				收购
合肥爱尔	100%	2,267	2,143	190	9%	2,692	268	
济南爱尔	51%	832	438	-203				
广州爱尔	95%	1,143	559	-54				收购
汉口爱尔	100%	2,034	150	-54				
南昌爱尔	51%						-467	新建
太原爱尔	100%						-655	新建
三级医院								
衡阳爱尔	100%	2,059	1,902	416	22%	2,462	714	
株洲爱尔	51%	2,960	2,107	416	20%	2,709	697	
常德爱尔	100%	1,732	1,461	236	16%			
黄石爱尔	92%	1,245	1,250	150	12%			
邵阳爱尔	100%	1,085	301	-246				
襄樊爱尔	100%	1,729	275	-224				
岳阳爱尔	100%	1,380					-119	新建

资料来源：爱尔眼科公告，安信证券研究中心

表 8 通策医疗旗下各医院经营状况

地区	医院	持股比例 (%)	注册 资 本 (万元)	2010 年中 期收入 (万元)	收入同比 增长	占总收 入比例
杭州	杭州口腔医院	100%	4770			
	杭州古翠口腔门诊部	100%	600	8,620	24.36%	84.2%
	杭州东河口腔门诊部	100%	200			
宁波	宁波口腔医院	90%	600	715	6.44%	7.0%
沧州	沧州口腔医院	70%	944	352	32.43%	3.4%
黄石	黄石现代口腔医院	100%	500	212	8.18%	2.1%
衢州	衢州口腔医院	100%	300	166	51.11%	1.6%
北京	北京京朝口腔医院	92%	610	137	183.91%	1.3%
宁海	宁海口腔医院	100%	84	23	17.75%	0.2%
嘉兴	嘉兴口腔医门诊部	70%	300	10	-42.97%	0.1%

资料来源：通策医疗公告，安信证券研究中心

其他拥有医院资产的 A 股上市公司：医院改革的启动和医疗市场的迅速发展，将为国内拥有医院资产的 A 股上市公司带来投资机会。康美药业正从中药饮片到中医医院的产业链一体化发展；益佰制药作为肿瘤中药注射剂优势企业，目前也进入到医疗产业；三精制药正向妇科和肾脏专科医院领域延伸；华润三九正在建立国内顶级的脑科医院。

表 9 目前旗下拥有医院资产的 A 股上市公司

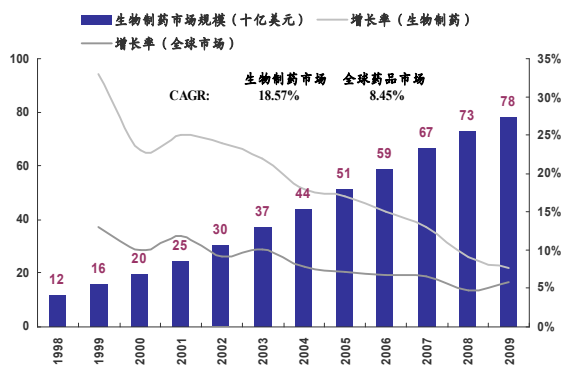
分类	上市公司	医院名称	级别	注册资本	经营范围	持股比例	是否并表	性质	09 年销售收入	09 年净利润	床位数
综合性医院	金陵药业	宿迁市人民医院	三级	8000 万元	综合	63%	是	非营利性	3.2 亿元	6248 万元	900 张
	益佰制药	灌南县人民医院	二甲	5000 万元	综合	90%	是	非营利性	9396 万元	45 万元	340 张
	康美药业	普宁康美中医院	三甲	22171 万元	中医	100%	N/A	营利性	N/A	N/A	900 张
	诚志股份	丹东市人民医院	三级	4251 万元	综合	60%	是	非营利性	N/A	N/A	510 张
专科医院	马应龙	武汉马应龙肛肠医院	三级	3000 万元	肛肠科	100%	是	营利性	N/A	-267 万元	105 张
		北京长青医院	一甲	公司投资 1000 万元	肛肠科	70%	N/A	营利性	N/A	N/A	90 张
	三精制药	哈尔滨三精女子医院	N/A	4900 万元	妇科	100%	是	非营利性	N/A	N/A	40 张
		哈尔滨三精肾脏病专科医院	N/A	在建工程 7111 万元	肾科	100%	是	N/A	N/A	N/A	N/A
	华润三九	三九脑科医院	三甲	500 万美元	脑科	100%	是	非营利性	1.5 亿元	2000 万元	800 张

资料来源：各公司公告，公司调研，安信证券研究中心

3.3. 生物制药：星汉灿烂，若出其里

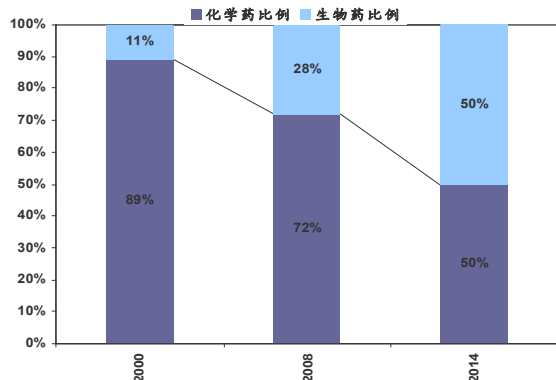
传统的化学制药研发遇到瓶颈，大部分的先导化合物已经过筛选，研发管线干涸。生物技术的革命为新药研发带来了全新的视角和领域，近年来全球生物制药发展迅速，源于生物制药攻克了许多传统药物无法解决的医学难题，生物制药行业也因此成为全球医药行业中增长最为迅速的子行业，1998 年-2009 年的复合增长率达到了 18.57%，远高于全球药品市场 8.45% 的增长率。从 2000 年-2009 年全球前 100 大的重磅药物中，生物制药所占的比例不断提高。

图 51 全球生物制药市场增速显著高于药品市场



数据来源：IMS、安信证券研究中心

图 52 生物药占全球前 100 畅销药物数量的比重



数据来源：EvaluatePharma、安信证券研究中心

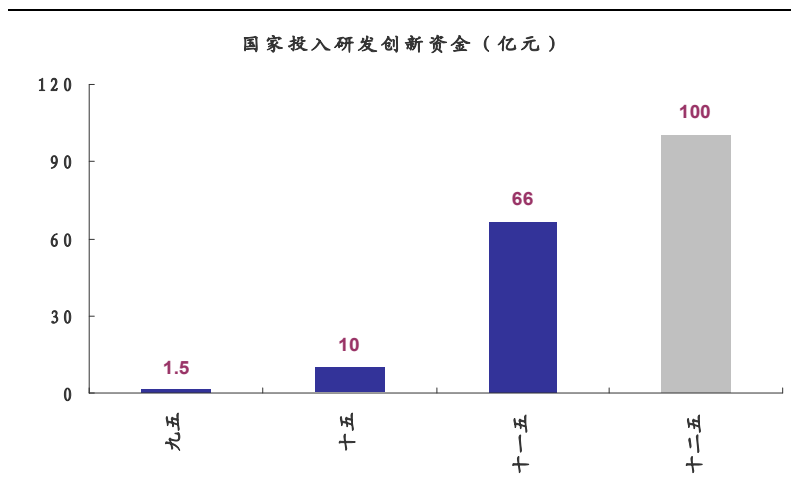
世界各国看到了生物技术在医药等领域未来发展的巨大潜力，纷纷都在未来的发展规划中把生物产业作为战略发展重点，出台了一系列的扶持政策和法规，如加大研发投入，建立政府引导投资基金，税收优惠，以及给予技术上的支持和加强专利保护等。尤其是美国建立了完善的风险投资机制和健全的专利保护制度，推动了美国的生物技术公司迅速成长。

表 10 世界各国生物产业战略规划

国家	相关法案	相关扶持与战略规划内容
美国	《生物技术未来投资和拓展法案》、《州政府生物技术议案》	加大政府投入，支持生物产业基地建设；制定延长专利保护期等优惠政策；鼓励风险投资；
日本	《生物产业立国》	大幅增加研究经费，巩固日本生物技术基础和培养生物技术人才，同时放松新药审查规定，建设具有国际竞争力的生物技术企业；
德国	《生物技术框架计划》	大幅增加政府投资力度；优化专利技术转让环境；
法国	《2002 年生物技术发展计划》	注重技术平台和生产工艺开发，政府提供种子资金；优化发展环境，允许政府资金投入私营企业；

数据来源：中国电子商务、安信证券研究中心

图 53 国家在“九五”到“十二五”期间在生物产业投入的创新基金



资料来源：发改委、安信证券研究中心

我国也将生物产业作为国家战略重点。国家在“九五”到“十一五”期间生物产业投入的创新基金不断提高，在即将开始的“十二五”期间我国将投入 100 亿元以上用于资助企业重大新药的创制，平均每个新药将获得 500-1,000 万元的项目资金。这将为国内的优质生物制药企业注入发展动力。

每一代生物技术革命都伴随着新的重磅药物诞生，这些新兴的生物制药领域是不断成就基因泰克式财富神话的温床。在即将出台的《生物产业“十二五”规划》中，这些领域也将成为国家重点扶持的领域，也是我们未来寻找优质生物制药公司投资标的的大方向。

单克隆抗体药物是近年来增长最为迅速的生物制药领域。单克隆抗体被誉为“生物导弹”，它能够作用于肿瘤等细胞的特定蛋白靶点，不伤及体细胞，其疗效明显，安全性高。1999 年-2009 年十年间全球单抗药物市场的复合增长率达到了 62.88%，2009 年全球单抗市场达到了 400 亿美元的规模，同比增长了 38%。

在生物制药领域，我们建议重点关注的公司有：

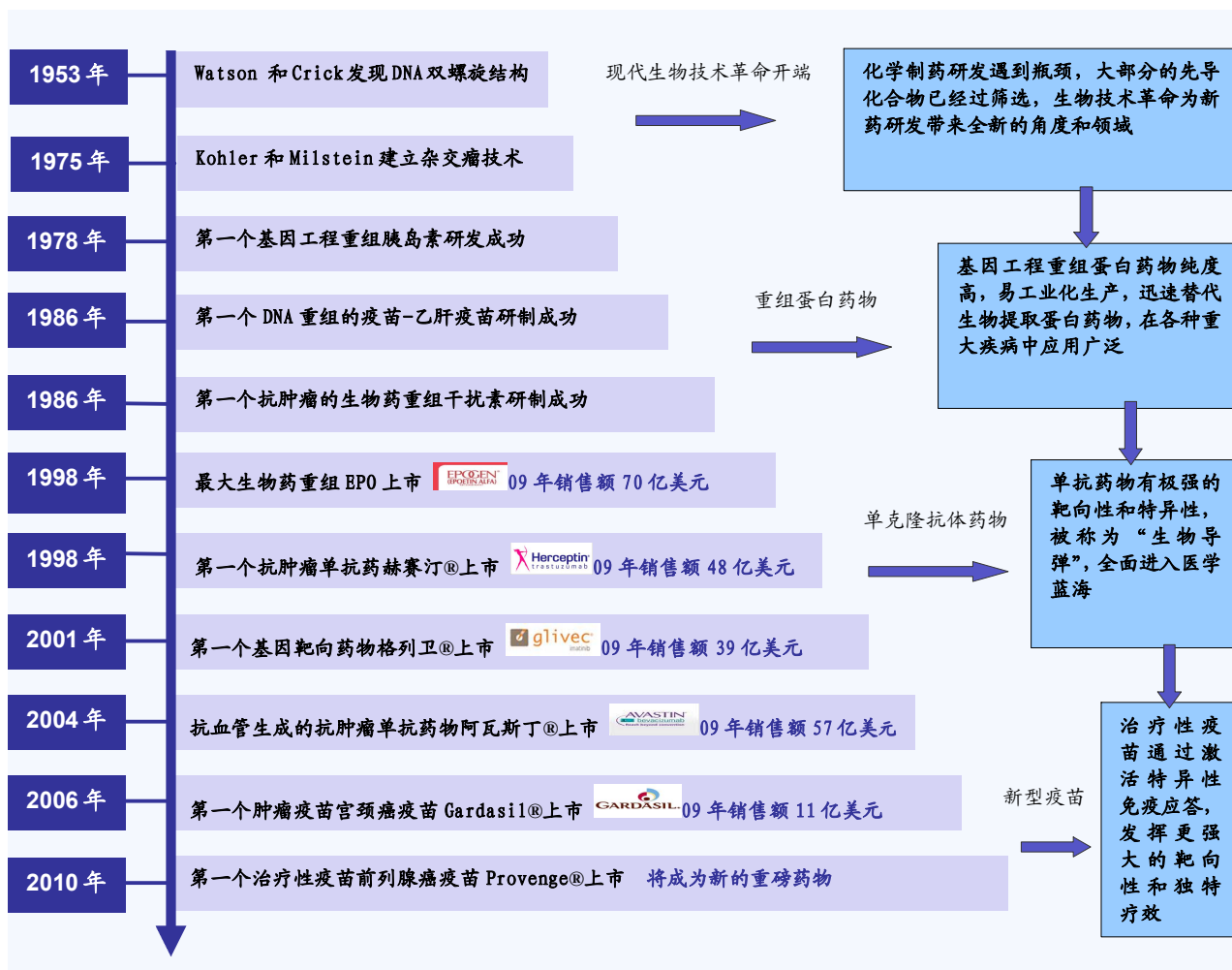
重组蛋白药物领域中将进入多产品组合时代的中国最大基因工程公司金赛药业（长春高新子公司），研发实力强大的国内生物药龙头企业双鹭药业；

单克隆抗体领域中后续新药储备丰富、正在迅速成长的中国单抗明日之星中信国健，近期新介入单抗领域的优质上市公司丽珠集团、健康元、双鹭药业、海正药业、一致药业以及复星医药；

疫苗领域中依托中生集团强大背景、受益于国家免疫扩容的疫苗龙头天坛生物，正在

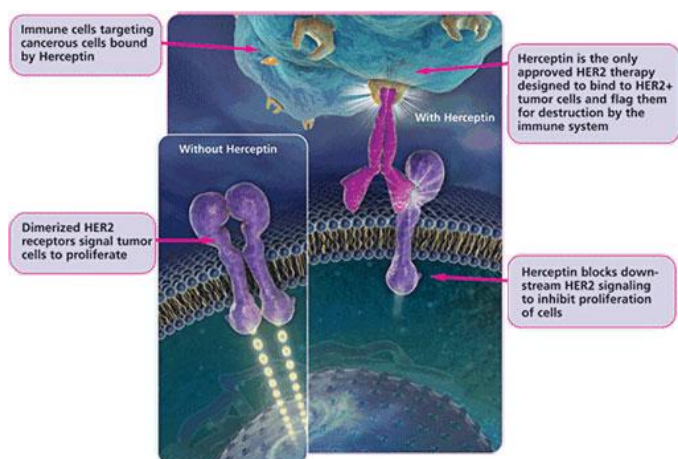
成为国内疫苗产业新一代领军者的华兰生物、百克生物（长春高新子公司）、智飞生物、成大生物，同时关注百克生物、天坛生物以及重庆啤酒在创新型疫苗领域的研发进展。

图 54 生物制药行业的发展伴随着不断的技术革命和重磅药物的诞生



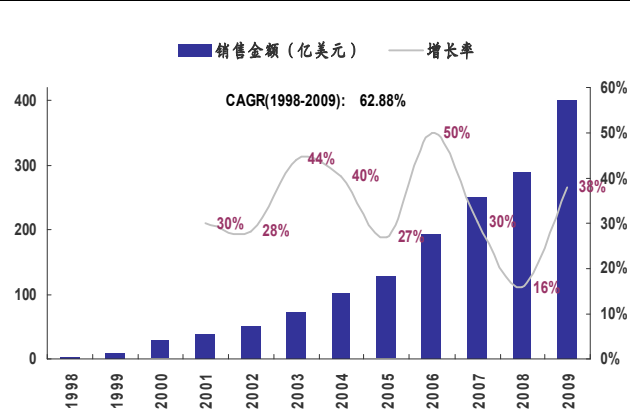
资料来源：各公司年报，安信证券研究中心

图 55 单克隆抗体 Herceptin 靶向作用的机理



数据来源：Genentech、安信证券研究中心

图 56 全球单克隆抗体销售金额



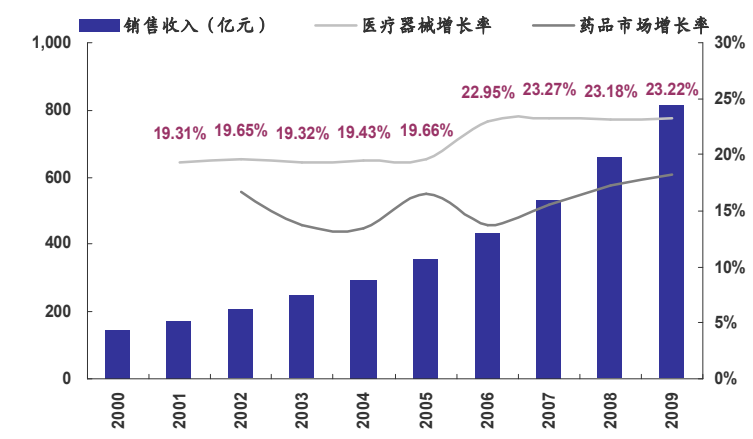
数据来源：IMS、安信证券研究中心

3.4. 医疗器械：新茁兰芽，早树争春

3.4.1. 医疗器械与药品消费的结构性调整预示未来高速增长

我国医疗器械行业发展较晚，从上个世纪 80 年代才开始，但行业整体发展速度较快，尤其是进入 21 世纪以来，行业整体步入高速增长阶段。在 2000 年至 2009 年 10 年间，医疗器械行业市场规模翻了近 6 倍，复合增长率高达 21.1%，增长速度超过同期全国药品市场规模的增长速度。经过 30 年的持续高速发展，中国医疗器械行业已初步建成了专业门类齐全、产业链条完善、产业基础雄厚的产业体系。

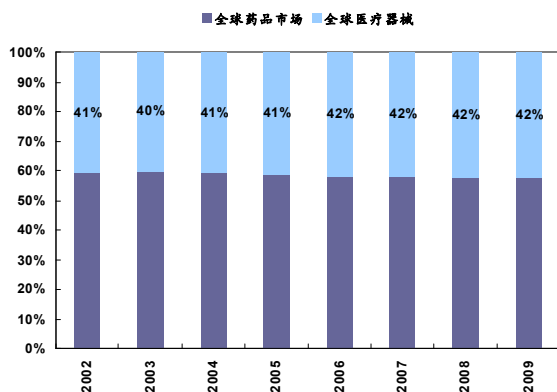
图 57 2000-2009 年中国医疗器械市场规模及增长速度



数据来源：中国医疗器械行业协会、南方所、安信证券研究中心

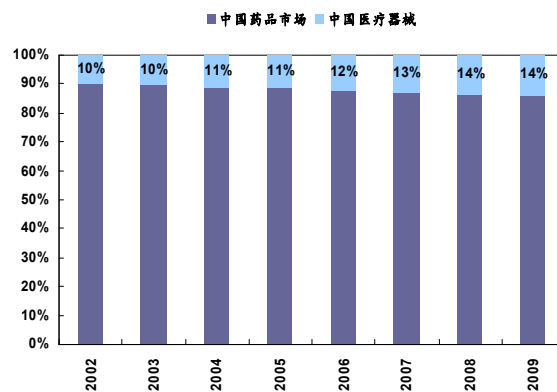
尽管如此，国内医疗器械行业仍然有着巨大的增长潜力：从**医疗器械市场规模与药品市场规模**的对比来看，全球医疗器械市场规模大致为全球药品市场规模的 40%，而我国这一比例近年来虽然有所提高，但是仍然不到 15%。医疗器械与药品消费的结构性调整将使其增速快过药品。从**人均医疗器械费用**来看，我国目前医疗器械人均费用仅为 6 美元/人，而主要发达国家人均医疗器械费用大都在 100 美元/人以上，瑞士更是达到了惊人的 513 美元/人。从**具体配备**看，基层医疗机构医疗器械配备水平较低，目前我国 2000 余所县医院装备配置在不同地区平均缺口率达到 30%-50%，亟需“填补空缺”。从**现有设备水平**来说，有 15% 左右是上世纪 70 年代前后的产品，60% 左右是上世纪 80 年代中期以前的产品，亟需“更新换代”。

图 58 全球药品和医疗器械市场占比



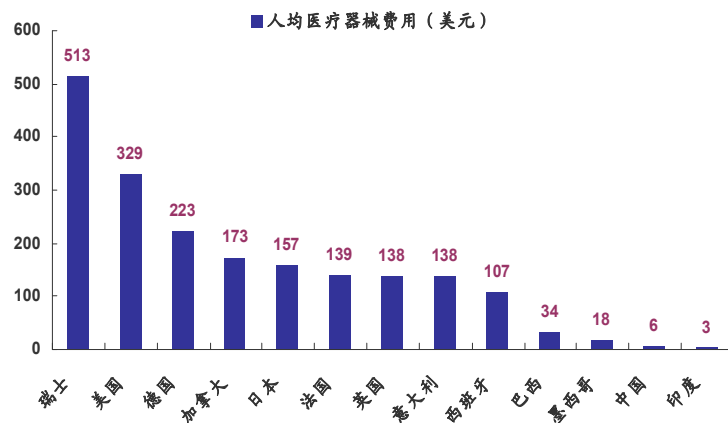
数据来源：欧盟医疗器械委员会、安信证券研究中心

图 59 中国药品和医疗器械市场占比



数据来源：中国医疗器械行业协会、安信证券研究中心

图 60 各国医疗器械人均费用比较



数据来源: Espicom、Global Data、安信证券研究中心

从需求驱动因素来看,新医改将在短期内推动基层医疗服务机构的“填补空缺”和“更新换代”从而刺激我国医疗器械中低端市场。而人口老龄化、消费升级、医院信息化建设等因素将成为促进我国医疗器械需求增长的长期内生驱动力。

3.4.2. 我国医疗器械企业迅速崛起,从进口替代到行业整合

随着技术进步,我国医疗器械企业逐步实现进口替代,从中低端市场向高端市场突破。同时各国降低医疗卫生费用的大背景下,我国医疗器械企业产品出口将面临前所未有的发展机遇。医疗器械行业涉及多学科交叉技术,行业呈现出多、小、散、跨度大的特点,行业集中度提升和行业整合是大势所趋,假以时日,具备优秀基因的中国本土企业将脱颖而出。

我国医疗器械企业在中、低端市场中具有天然优势:如较低生产成本带来的价格优势,享受国家政策的相对倾斜,对本地化渠道掌握的优势等。国内企业主要占据了我国医疗器械行业的中、低端市场,一些细分行业出现龙头企业,主要集中在较高附加值的产品领域。而在低端耗材和黑白B超等低端医疗器械领域生产厂家较多,产品区分度低,行业集中度低。图中以上市公司为主,其中很多都是细分行业的龙头。

图 61 我国本土企业占据中、低端医疗器械市场



数据来源: 安信证券研究中心

我国一些细分领域的龙头企业也在努力向高端市场突破。比如国内研发团队规模最大、综合开发能力最强的迈瑞已经在国内高端监护仪市场占有率达 49%，五分类血球仪、全自动化仪和彩超等核心产品的部分自主创新技术已达到世界先进水平。而高端耗材产品龙头山东威高也正在通过与美敦力的合作提高技术和品牌，渗透高端市场。

表 11 我国医疗器械市场主要产品及供应商汇总

技术壁垒	销售渠道	美国通用	国际供应商	国内主要供应商
中、低端医疗设备（技术壁垒全较低）	零售终端	血糖仪、血压计、电子体温表等家用保健检测器材； 颈椎腰椎牵引器、家用制氧机等家庭康复设备；	罗氏（Roche）、 欧姆龙、强生（Johnson & Johnson）等	九安医疗、鱼跃医疗等
	医院终端	手术用巾、绷带、纱布、导管、插管等敷料和低端耗材类产品 和按摩器具； 听诊器、采血管、医用制氧机、轮椅车、消毒灭菌、输液器、体温计设备等医院基础器材；	碧迪(BD)等	新华医疗、鱼跃医疗等为医院基础器材供应商龙头； 低端耗材、按摩器具、低端仪器中国小供应商多，市场集中度低
高端医疗设备（技术壁垒较高）	医院终端	X 光机、CT、核磁共振、超声、血管造影机、核成像等医学影像诊断设备； 体外诊断、监护仪器等中小型设备；	通用医疗(GE)、西门子(Siemens)、 飞利浦(Philips)、 雅培（Abbott）等	迈瑞、万东、东软等
	医院销售	心脏支架、心脏起搏器、骨科器械等高端耗材	美敦力（Medtronic）等	乐普医疗、山东威高等

数据来源：安信证券研究中心

A 股上市公司中，建议重点关注战略明晰，拥有强大 OTC 营销实力的国内医疗器械龙头企业**鱼跃医疗**；专注心血管高端耗材领域，打造冠脉介入手术（PCI）产品组合的**乐普医疗**；将受益于新版 GMP 认证的国内消毒灭菌设备龙头**新华医疗**；国际订单有较大的弹性，正在积极开拓国内市场的家用医疗电子健康产品领军企业**九安医疗**；华润集团入主，整合预期强烈的国内 X 光机龙头**万东医疗**；真空采血行业龙头企业**阳普医疗**；通过收购汶河医疗进入医疗器械领域的**红日药业**。

4. 从投资风格角度关注医药企业并购整合及高成长的次新股

4.1. 关注医药企业并购整合

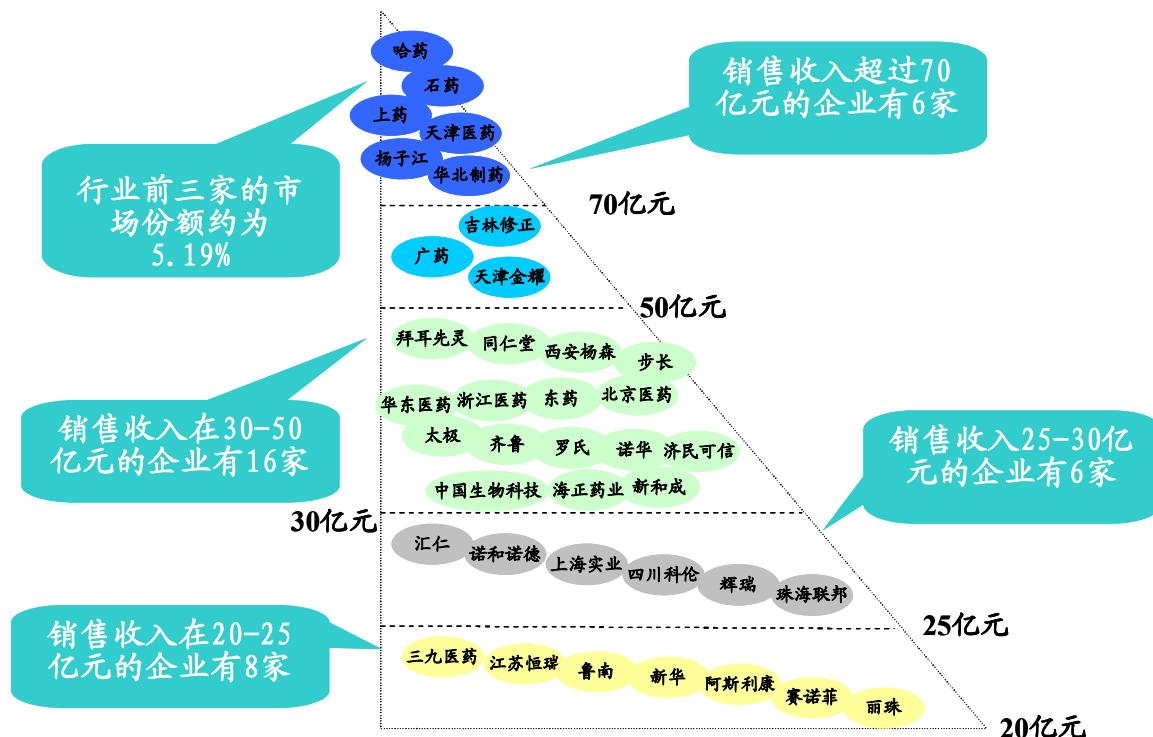
我国医药行业集中度低，收入超过 70 亿元的企业只有 6 家，前三家的市场份额只有 5.19%，整体竞争力不强。在大型跨国制药企业越来越多进入中国的今天，国内的制药企业需要通过不断的并购整合来扩大企业规模，提高竞争力。

近年来我国医药企业并购日益频繁，以下是我们总结的医药企业并购的的几种方式：

改变企业成长方式：制药企业发展初期往往依靠单一产品和单一主业发展，发展到一定的阶段需要外延式并购发展，进入新的产业领域。如仁和药业将通过并购从 OTC 领域向处方药领域延伸；西南合成将通过并购和资产注入进入前景广阔的医院产业；健康元通过收购丽珠集团从保健品向制药领域发展；华邦制药在主业皮肤病用药增长缓慢的情况下，通过吸收合并颖泰进入农药产业。

产业链上下游整合：制药企业通过收购上游原材料企业，或收购流通企业进行产业链整合。如康美药业收购新开河控制上游中药材红参资源，向下游向中医院拓展；北大国际医院集团正在建立从研发，原料药，到制剂，流通，再到医院的完善产业链条；一致药业收购苏州万庆向上游原料药延伸以降低成本；马应龙正从肛肠药制造商，发展下游的肛肠医院领域；双鹭药业收购普仁鸿药业向医药商业领域延伸，以弥补自身的营销能力不足。

图 62 中国医药行业市场集中度不高



资料来源：南方所、安信证券研究中心

完善产品组合：通过收购相关领域的企业，为了获得其某一个重要产品，构建更加完善的产品组合。如双鹭药业参股星昊医药以获得好的产品和技术；先声药业通过收购烟台麦得津公司获得重磅抗肿瘤药恩度；济民可信通过收购江西金水宝制药厂获得了日后重磅品种金水宝。

大型国企资源整合：近年来国企整合整体加速，医药行业具有代表性的如上实系中的上实医药，上海医药，中西药业三家整合；现代制药大股东医工院与国药整合；中生集团整合；华润重组北药集团旗下万东医疗及双鹤药业；太极系中太极集团、西南药业、桐君阁三家整合预期；广药系广州药业和白云山的重组。

我们认为这些医药企业的并购整合值得关注，未来将诞生越来越多的行业巨头。

4.2. 关注高成长的次新股

一些高成长、高估值的优质次新股，仍然值得投资者关注，次新股超募资金是普遍现象，其中不乏实施并购、加速发展的企业。我们建议关注乐普医疗、誉衡药业、科伦药业、信立泰、华仁药业、康芝药业。

表 12 医药上市公司成长股的估值情况（单位：百万元）

证券代码	证券简称	CAGR (2007-2009)	CAGR (2010-2012)	2010 预测 PE	2010 预 测 PEG	2009 营业收入	2009 净利润	市 值
300003.SZ	乐普医疗	39.70%	33.68%	50	1.28	565	292	20,365
002437.SZ	誉衡药业	31.99%	39.68%	59	1.40	430	130	10,990
002422.SZ	科伦药业	40.65%	31.52%	47	0.97	3,246	428	29,462
002294.SZ	信立泰	71.75%	34.01%	44	0.66	850	216	16,087
300110.SZ	华仁药业	33.41%	30.34%	47	1.25	289	61	3,939
300086.SZ	康芝药业	68.92%	25.95%	52	1.27	219	98	7,079

数据来源：Wind 资讯、安信证券研究中心，截至时间为 2010 年 9 月 30 日

5.重点公司盈利预测及投资评级

分类	证券代码	公司名称	现价(元)	每股收益(元)			市盈率(X)			目标价(元)	投资评级
				2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E		
高端专科用药	002038	双鹭药业	46.9	0.98	1.46	1.88	48	32	25	55.0	增持-A
高端专科用药	000513	丽珠集团	41.5	1.61	1.74	2.19	25	24	19	57.0	买入-A
高端专科用药	600276	恒瑞医药	48.8	1.07	1.05	1.37	55	46	36	54.8	增持-A
高端专科用药	000963	华东医药	29.1	0.87	0.80	1.00	33	36	29	35.0	增持-A
高端专科用药	600380	健康元	11.7	0.44	0.52	0.64	32	23	18	14.3	增持-A
高端专科用药	002437	誉衡药业	78.5	1.24	1.32	1.94	84	59	40	82.5	增持-A
高端专科用药	002294	信立泰	70.9	1.90	1.59	2.20	75	44	32	88.0	增持-A
高端专科用药	000661	长春高新	51.9	0.56	1.06	1.58	93	49	33	63.0	增持-A
基本用药	000522	白云山 A	15.6	0.23	0.48	0.58	68	33	27	16.8	增持-A
基本用药	600062	双鹤药业	30.6	0.79	1.04	1.20	39	29	25	33.8	增持-A
基本用药	600789	鲁抗医药	10.0	0.06	0.30	0.43	154	33	23	10.5	增持-A
基本用药	002422	科伦药业	122.8	2.38	2.63	3.68	69	47	33	128.0	增持-A
现代中药	000999	华润三九	26.4	0.72	0.92	1.15	36	29	23	32.0	增持-A
现代中药	600572	康恩贝	17.6	0.31	0.52	0.60	56	34	29	18.0	增持-A
现代中药	600594	益佰制药	26.8	0.52	0.74	0.92	52	36	29	27.6	增持-A
现代中药	600750	江中药业	41.3	0.68	0.85	1.08	61	49	38	43.2	增持-A
现代中药	600535	天士力	34.9	0.65	0.79	1.02	54	44	34	36.0	增持-A
现代中药	000650	仁和药业	19.9	0.68	0.50	0.62	51	40	32	20.0	增持-A
传统中药	600518	康美药业	18.7	0.31	0.42	0.52	63	44	36	20.8	增持-A
传统中药	600085	同仁堂	33.7	0.55	0.69	0.82	61	49	41	36.0	增持-A
传统中药	600993	马应龙	44.1	1.09	1.05	1.37	41	42	32	44.5	增持-A
特色原料药	002099	海翔药业	29.9	0.19	0.60	0.85	158	50	35	29.8	增持-A
特色原料药	002399	海普瑞	123.9	2.25	3.08	4.23	61	40	29	140.0	增持-A
特色原料药	600267	海正药业	43.4	0.6	0.75	1.01	77	58	43	45.0	增持-A
大宗原料药	600216	浙江医药	32.1	2.70	3.08	3.48	12	10	9	46.0	增持-A
大宗原料药	002001	新和成	32.3	2.98	2.45	3.04	15	13	11	37.0	增持-A
医疗器械	300003	乐普医疗	25.1	0.78	0.50	0.67	70	50	37	33.0	增持-A
医疗器械	002223	鱼跃医疗	40.9	0.65	0.67	1.02	104	61	40	46.0	增持-A
医药商业	000028	一致药业	37.9	0.67	0.91	1.21	57	42	31	42.4	增持-A
医药商业	601607	上海医药	22.4	0.31	0.73	0.89	257	31	25	25.6	增持-A
医院主题	000788	西南合成	14.8	0.25	0.31	0.41	94	48	36	16.0	增持-A
医院主题	000919	金陵药业	11.6	0.44	0.47	0.59	26	25	20	16.8	增持-A
医院主题	300015	爱尔眼科	34.5	0.88	0.52	0.76	99	66	45	38.0	增持-A
并购主题	600420	现代制药	17.3	0.31	0.45	0.59	56	38	29	20.0	增持-A
并购主题	002004	华邦制药	61.0	0.97	0.97	1.14	63	63	53	62.4	增持-A

数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心, 截至时间为 2010 年 9 月 30 日

作者简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。2009 年《新财富》最佳分析师。

李秋实，医药行业研究员，北京大学药学和经济学双学位，中国人民大学金融学硕士，曾就职于德国拜耳医药保健有限公司，具有 2 年证券行业从业经验，2010 年 3 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，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、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、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。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

黄方禅

021-68765913

张勤

021-68763879

凌洁

021-68765237

李昕

010-59113565

马正南

010-59113593

律烨

0755-82558076

胡珍

0755-82558073

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

lyye@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

梁涛

021-68766067

潘艳

021-68766516

潘冬亮

010-59113590

周蓉

010-59113563

曹加

0755-82558045

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

panyan@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

深圳联系人

caojia@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034