

分析师：涂羚波
执业证书编号：S0050208010103
Tel：010-59355910
Email：tulb@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街 5 号新
盛大厦 7 层(100140)

医药生物

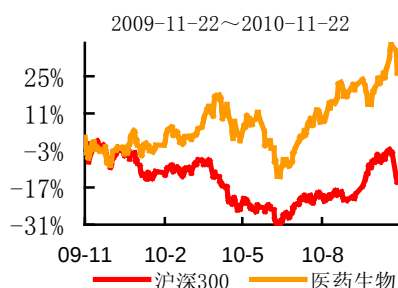
投资评级

本次评级：推荐
跟踪评级：调高

市场数据

医药生物行业指数	5044.36
沪深 300 指数	3178.85
上证指数	2888.57
深证成指	12295.85
中小板指数	7478.07

行业指数相对沪深 300 表现



相关研究

行业研究小组

迎接新医药时代的到来

2011 年医药行业投资策略

投资要点

- **未来仍是资金追逐的热点。**医药板块与大盘的溢价率达到 125%，创出历史新高；2011 年动态市盈率约 39 倍，尚属合理。作为国家的战略新兴产业，增长的确性使得医药行业会持续得到资金青睐，未来估值高溢价率将成为常态。
- **价格存在压力，放量可持续。**在劳动力和原材料成本上升，药品价格又受到限制甚至降价的形势下，医药行业毛利率有进一步走低的压力。但中国药品市场的容量及卫生费用支出还有相当大的提升空间，医改的进一步推进保证药品需求还将持续扩容。
- **未来机会在于创新、品牌、升级和整合。**医药行业的政策导向以调结构为主线，着重于创新、升级和转型，加快推动兼并重组和培育大型医药企业集团。在产业政策的引领下，我国必然诞生一批具有国际竞争能力的大医药企业集团，新医药时代即将到来。
- **五类公司值得重点关注。**建议关注具有研发创新能力的企业、承接国际产业转移能力的仿制药公司、基本药物中药独家品种企业和现代中药企业、大型品牌普药企业、医药商业龙头等。
- **重点推荐公司：**科伦药业（002422）、誉衡药业（002437）、沃森生物（300142）、九安医疗（002432）等。

正文目录

一、估值处于高位，未来仍将是资金追逐的热点	4
（一）未来仍将跑赢大盘	4
（二）溢价率处于历史高位	4
二、放量可持续，价格有压力	5
（一）行业发展态势良好	5
1、1-8 月继续延续高增长	5
2、前三季度上市公司净利润平稳增长	5
（二）价格存在压力	6
（三）放量可持续	7
1、药品市场容量还有很大空间	7
2、卫生费用支出提升空间巨大	7
三、未来机会在于创新、品牌、升级和整合	8
（一）创新类公司估值有望进一步提升	9
（二）基本药物中药独家品种企业和现代中药企业是良好的抗通胀品种	9
（三）具有承接国际产业转移能力的企业迎来大发展	9
（四）大型品牌普药企业将获得发展机遇	10
（五）医药商业龙头公司长期看好	11
四、重点公司推荐	11
（一）誉衡药业（002437）：营销和研发优势推动未来成长	11
（二）科伦药业（002422）：内涵和外延比翼双飞	12
（三）沃森生物（300142）：定位于中高端市场的二类疫苗企业	12
（四）九安医疗（002432）：明年是业绩爆发年	12

图表目录

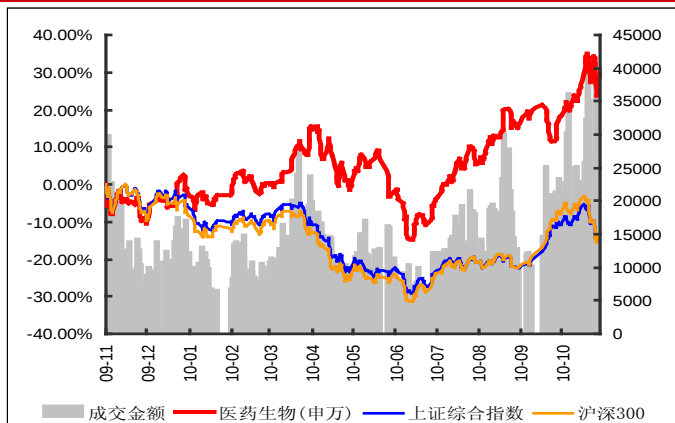
图 1: 近一年医药生物相对 A 股走势	4
图 2: 近一年医药生物子行业走势	4
图 3: 医药板块与大盘的 PE 溢价率 (截止 2010-11-16)	4
图 4: 各行业市盈率比较 (2010-11-19)	5
图 5: 医药制造业营业收入及增长率	5
图 6: 医药制造业利润总额及增长率	5
图 7: 医药制造业毛利率和净利率 (%)	6
图 8: 医药制造业期间费率 (%)	6
图 9: 化学制剂毛利率和净利率 (%)	6
图 10: 中成药毛利率和净利率 (%)	6
图 11: 生物制品毛利率和净利率 (%)	7
图 12: 中药饮片毛利率和净利率 (%)	7
图 11: 主要国家药品市场规模排名图.....	7
图 12: 全球主要国家卫生费用对比图	8
图 13: 1978-2008 年我国卫生总费用及占 GDP 比重	8
图 14: 1998-2008 年政府预算卫生支出及占总费用的比重	8
图 15: 2010-2012 年将要到期专利药	10
图 16: 美国前三家医药流通企业的历年市场占有率.....	11
图 17: 全球主要发达国家医药流通业集中度	11
表 1: 医药行业主要财务指标	6
附录: 估值评级表	14

一、估值处于高位，未来仍将是资金追逐的热点

（一）未来仍将跑赢大盘

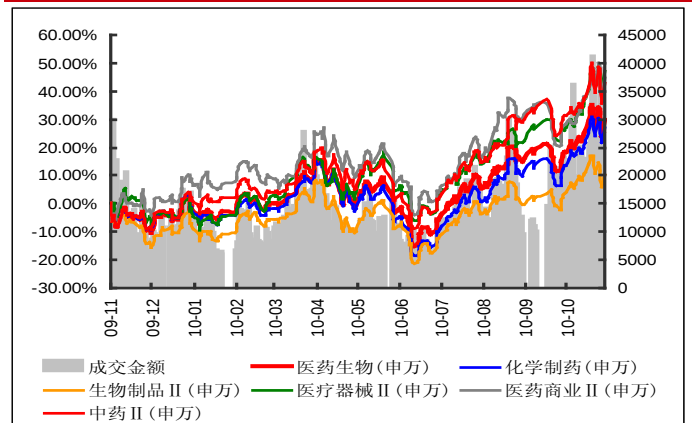
医药板块近一年（截至 2010.11.19）累计上涨 29.85%，同期上证综合指数、沪深 300 指数分别上涨-13.48%、-13.28%，医药板块整体涨幅领先大盘 43 个百分点。从各子行业看，医疗器械、医药商业、中药等子行业涨幅都超过了 40%，化学制药受降价因素的影响，涨幅仅 27%，生物制品由于前期上涨大，近一年整体涨幅 10%。总体来看，医药行业以其良好的成长性、弱周期性，以及政策的持续倾斜，受到了资金的青睐。在目前宏观经济收紧和通胀的双重背景下，医药行业的防御性优势凸现，未来仍将跑赢大盘。

图 1：近一年医药生物相对 A 股走势



资料来源：万得资讯，民族证券

图 2：近一年医药生物子行业走势



资料来源：万得资讯，民族证券

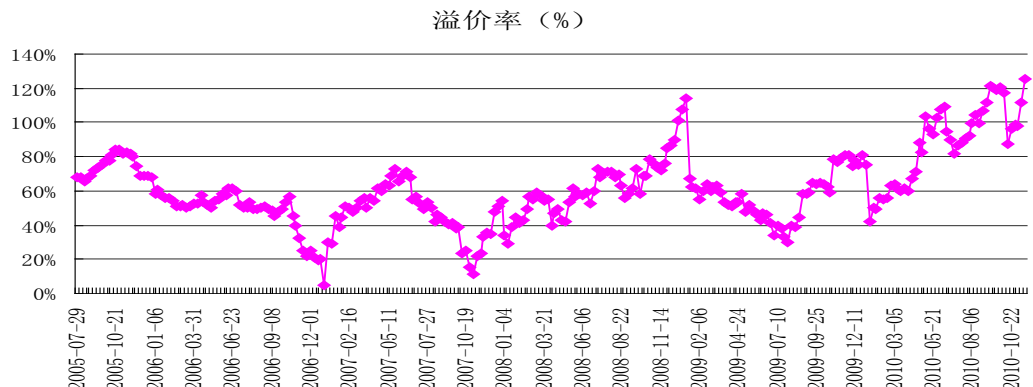
（二）溢价率处于历史高位

从医药板块与大盘的溢价率水平看，溢价率达到 125%，创出了历史新高。2010 年整体动态市盈率在 49 倍左右，其中，一、二线股票 2010 年 PE 为 50-55 倍，二、三线股票为 40-50 倍，相对于全部 A 股，估值处于高位。

近半年以来，医药板块相对于全部 A 股的溢价率始终处于较高水平，预计这一态势未来仍将延续。原因是在目前市场环境下，高通胀、宏观经济和房地产行业的不确定性等，使得确定性增长行业成为稀缺品种。医药行业关系到国计民生，未来持续扩容，作为国家扶持的新兴产业，成为投资的良好标的。

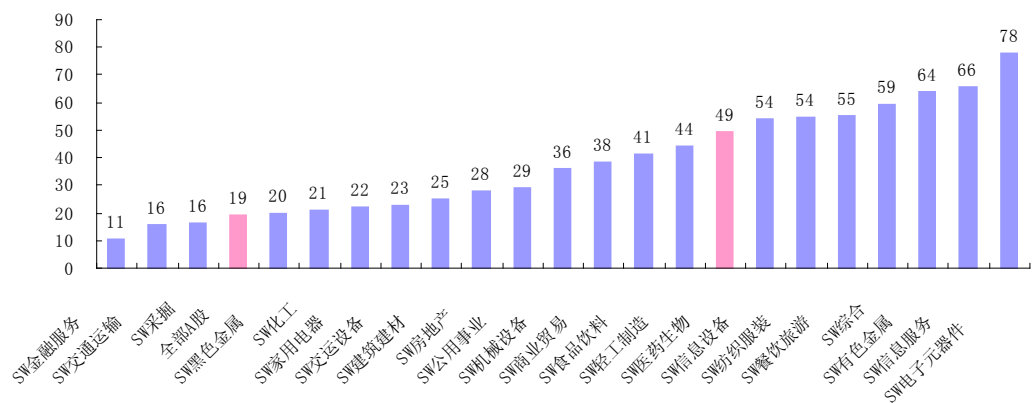
经过我们的测算，2011 年医药板块整体市盈率将达到 39 倍左右，估值仍属合理范围，未来仍将是资金追逐的热点。

图 3：医药板块与大盘的 PE 溢价率（截止 2010-11-16）



数据来源：万得资讯，民族证券

图 4：各行业市盈率比较（2010-11-19）



数据来源：万得资讯，民族证券

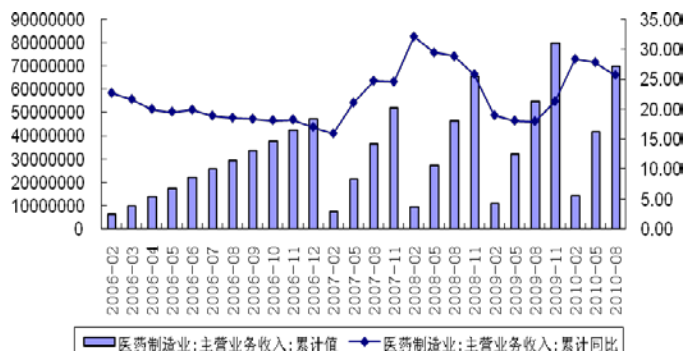
二、放量可持续，价格有压力

（一）行业发展态势良好

1、1-8 月继续延续高增长

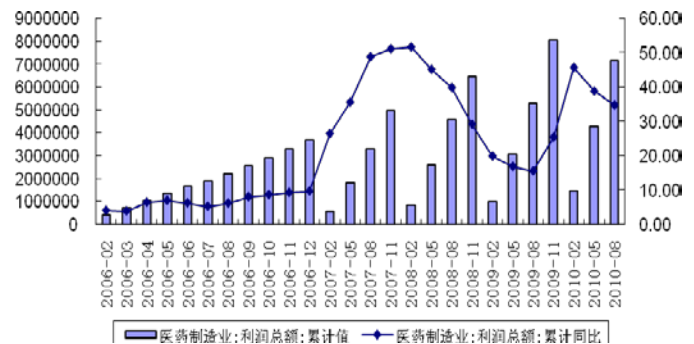
2010 年 1-8 月数据显示，医药制造业实现营业收入 6976 亿元，同比增长 25.69%；实现利润总额 718 亿元，同比增长 34.71%，增速相比前 5 个月略有下降，但仍维持高增长态势。利润的增长主要来源于营业收入的增长和期间费用率的下降。从各子行业看，中药饮片和生物类药品高于行业增长，增速均在 50%以上。

图 5：医药制造业营业收入及增长率



资料来源：万得资讯，民族证券

图 6：医药制造业利润总额及增长率



资料来源：万得资讯，民族证券

2、前三季度上市公司净利润平稳增长

从上市公司情况看，医药板块前三季度营业收入和净利润同比增速较前二季度有所回落，毛利率略有提升，三项费用率保持稳定。受金融危机带来的 09 年前两个季度基数较低的影响，全年医药行业仍将延续前高后低的态势。

表 1: 医药行业主要财务指标

指标	2008-12-31	2009-3-31	2009-6-30	2009-9-30	2009-12-31	2010-3-31
	SW 医药生物	SW 医药生物	SW 医药生物	SW 医药生物	SW 医药生物	SW 医药生物
销售毛利率 (%)	28.93	28.86	28.69	28.74	28.97	29.89
销售净利率 (%)	8.42	9.33	9.38	9.34	9.33	9.63
营业费用率 (%)	11.39	11.62	11.03	10.78	10.86	11.4
管理费用率 (%)	6.59	6.67	6.69	6.47	6.41	6.62
财务费用率 (%)	1.38	1.27	1.16	1.01	1.03	0.98
营业收入增长率 (%)	7.79	11.16	14.6	23.52	21.39	20.2
净利润增长率 (%)	9.88	24.85	58.9	46.52	35.67	21.34

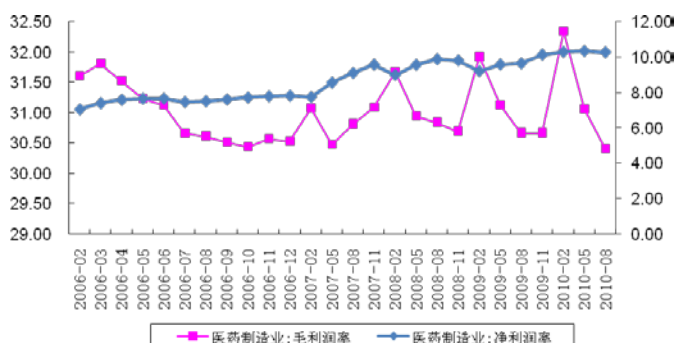
资料来源: 万得资讯, 民族证券

(二) 价格存在压力

从近年来医药制造业的利润率来看, 净利润率一直呈现稳中有升的态势, 而毛利率今年以来出现了明显的下降势头, 从年初的 32.34% 下降到 30.41%, 反映了净利润率的增长主要源于费用的控制。分析其产生的原因, 主要是在目前通胀的大背景下, 劳动力和原材料成本上升, 绝大多数医药制造企业受到国家政策限制, 产品无法提价, 不能很好的向下游传导成本的压力。预计明年随着通胀形势的缓解, 成本的挤兑效应将减小。

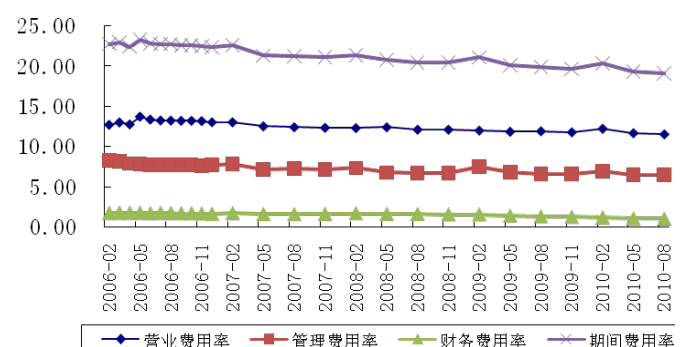
从各子行业看, 化学制剂和中成药毛利率下降水平较大。化学制剂从年初的 39.78% 下降到 38.31%, 中成药从年初的 36.67% 下降到 34.55%, 中药饮片从 21.80% 到 20.28%。化学制剂和中成药生产厂家众多, 竞争激烈, 下降尤为明显。同时, 这两个子行业都有众多品种纳入国家医保目录和基本药物目录, 受到价格控制, 无法转嫁成本。预计随着新的国家《药品价格管理办法》的出台, 价格进一步走低可能性较大, 毛利率将继续承压。

图 7: 医药制造业毛利率和净利率 (%)



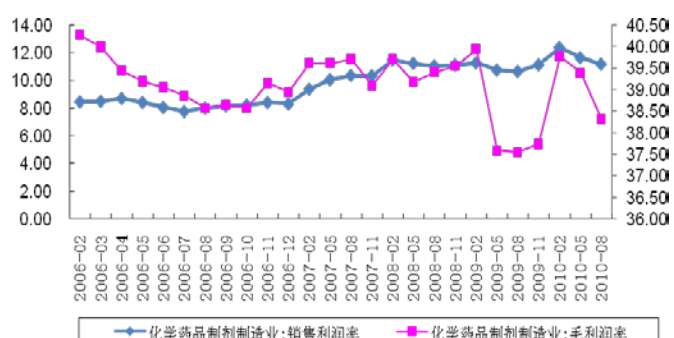
资料来源: 万得资讯, 民族证券

图 8: 医药制造业期间费率 (%)



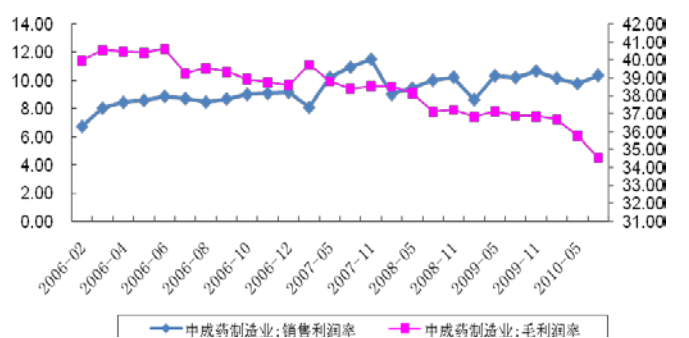
资料来源: 万得资讯, 民族证券

图 9: 化学制剂毛利率和净利率 (%)



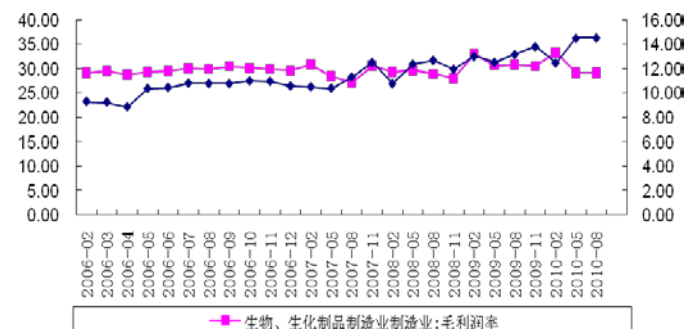
资料来源: 万得资讯, 民族证券

图 10: 中成药毛利率和净利率 (%)



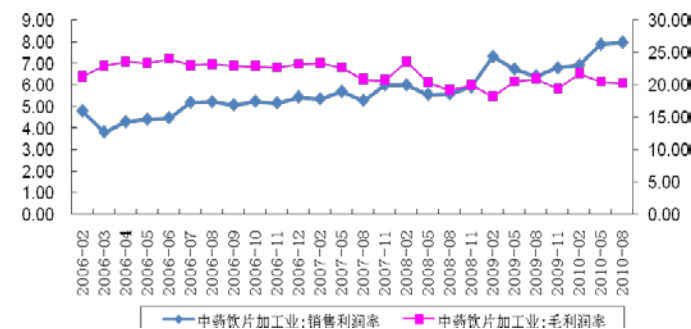
资料来源: 万得资讯, 民族证券

图 11：生物制品毛利率和净利率（%）



资料来源：万得资讯，民族证券

图 12：中药饮片毛利率和净利率（%）



资料来源：万得资讯，民族证券

（三）放量可持续

1、药品市场容量还有很大空间

2010 年，医改工作继续推进，城镇居民医保门诊统筹已扩大到 60% 的地区，新农合门诊统筹达到 50%，城镇职工基本医疗保险、城镇居民基本医疗保险参保人数超过 4 亿。随着医改的进一步推进，对药品消费的拉动作用还将持续。近日根据 SFDA 南方经济研究所发布的 2010-2011 年医药行业的经济预测，预计 2010 年全国医药工业总产值 12560 亿元，同比增长 25%，2011 年有望达到 15450 亿的规模，同比增长 23%。

另据 IMS Health 最新数据分析，中国近年来是世界上增长最快的地区市场之一。同时预测，中国药品市场未来还将继续快速增长，2020 年市场容量接近 2200 亿美元，约为现有市场规模的 4 倍。2020 年将达到 40188 亿元，成为国际上第二大药品市场。

图 11：主要国家药品市场规模排名图

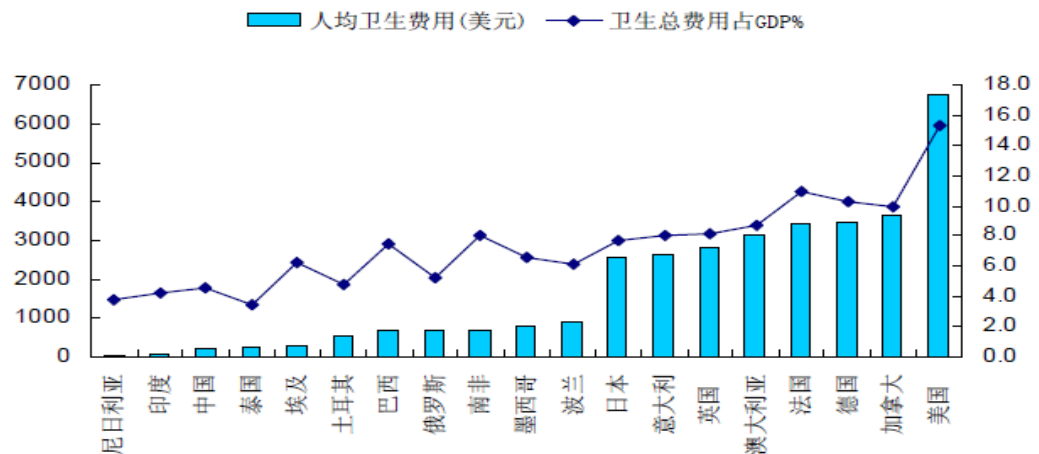


资料来源：IMS Health

2、卫生费用支出提升空间巨大

从我国卫生费用占 GDP 的比值看，仅占 GDP 的 4.6%，与发达国家普遍超过 10% 的比例还有较大差距。经研究发现，经济越发达，该国的卫生费用占 GDP 的比重越高，该国的政府投入占卫生费用的比重也越高。如果中国经济从中低收入国家发展到中高收入国家，即人均卫生费用将从 295 美元/年增长到 705 美元/年，卫生费用还有很大的提升空间。

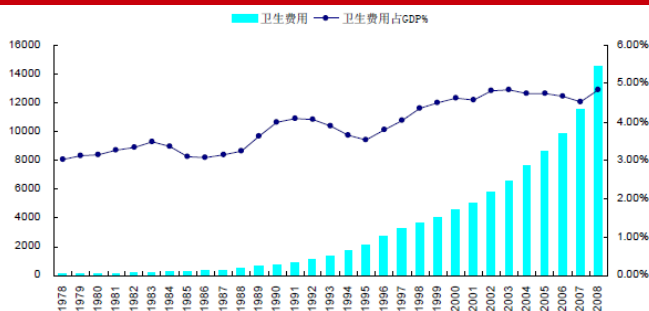
图 12：全球主要国家卫生费用对比图



资料来源：卫生部

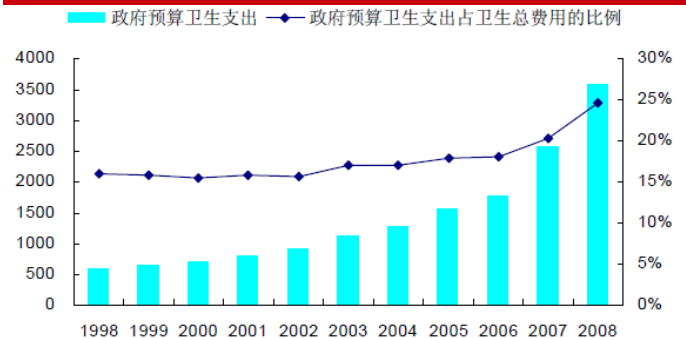
从我国投入的卫生总费用构成看，近年来，政府预算卫生支出的数额及占卫生总费用的比例均逐年上升。随着中国经济的发展，政府加大卫生费用投入的趋势将延续，且增长速度会加快。

图 13：1978-2008 年我国卫生总费用及占 GDP 比重



资料来源：卫生部

图 14：1998-2008 年政府预算卫生支出及占总费用的比重



资料来源：卫生部

三、未来机会在于创新、品牌、升级和整合

2010 年 11 月 9 日晚，工业和信息化部、卫生部、药监局等三部门联合印发了《关于加快医药行业结构调整的指导意见》。“意见”中提出医药行业要以结构调整为主线，加强自主创新，促进新品种、新技术研发，推动兼并重组，培育大企业集团，加快技术改造，增强企业素质和国际竞争力，逐步实现我国医药行业由大到强的转变。

同时，生物医药产业发展“十二五”规划也将于 12 月份出台，此次规划未特别强调生物医药产业的发展速度，而是将重点放在“转型”和“升级”上，包含了对药物制剂产业、现代中药、创新药的具体支持政策。

我们相信，医药行业在产业政策的引领下，必然从目前数量多、规模小、附加值低的粗放式经营状态，向创新能力强、产品附加值高的集约化发展方向转变，届时将诞生一批有国际竞争能力的大医药企业集团，新医药时代即将到来。而未来的投资机会在于创新、品牌、升级和整合。

（一）创新类公司估值有望进一步提升

在化学药领域，要研发满足我国疾病谱的重大、多发性疾病法制需求的创新药物，争取有 10 个以上自主知识产权药物实现产业化；在生物技术领域，加大传染病新型疫苗研发力度，争取有 15 个以上新的生物技术药物投放市场。继续加大医药研发的投入，对具有我国自主知识产权的新药研制、在科研立项、经费补助、新药审批、进入医保目录和技术改造投资上给予支持，根据创新程度，对成本费用和利润实行差别控制，特别是对拥有自主知识产权的产品，在价格核定过程中给予单独制定价格的政策。

在目前药价趋降的形势下，创新类产品无疑会获得价格和审批等诸多优惠，这对具有创新能力的公司，尤其是具备研制国际前沿的一类新药的企业带来利好。由于一类新药一旦进入市场并放量，会给公司构筑很高的竞争壁垒和高毛利率水平，提升公司的核心竞争力，这类公司应该给予估值溢价。

重点推荐：誉衡药业(002437)、沃森生物(300142)、华兰生物(002007)、信立泰(002294)、天士力(600535)、双鹭药业(002038)、信邦制药(002390)等。

（二）基本药物中药独家品种企业和现代中药企业是良好的抗通胀品种

原料成本上升对中药行业的盈利能力影响甚为明显，为应对成本上升对医药企业带来的冲击，提价是唯一的选择，对于进入医保和基本药物目录的产品，价格受到管制。只有中药独家品种才能享受定价待遇，并能充分分享进入医保和基本药物目录放量带来的益处。我们看好具有定价能力的公司，在通胀背景下，可以通过整合产业链上下游的资源，维持较高的利润率水平，有效地化解成本压力。

重点推荐：云南白药(000538)、东阿阿胶(000423)、马应龙(600993)、千金药业(600479)、江中药业(600750)。

对于中药创新类企业，国家将优先发展具有中医药治疗优势的药品，培育疗效确切、物质基础清楚、作用机理明确、安全性高、剂型先进的现代中药。作为现代中药企业的先进代表，我们重点推荐天士力(600535)、康缘药业(600557)、益佰制药(600594)。

（三）具有承接国际产业转移能力的企业迎来大发展

全球仿制药市场正在快速增长，一批临床用量大、销售额居前列的专科药将陆续专利到期。加快仿制研发、培育具有国际竞争优势的专利到期药新品种已势在必行。在出口结构方面，国家鼓励加快转变出口增长方式，抓住仿制药市场快速增长的机遇，扩大制剂出口，特别是增加面向美国、欧洲、日本等世界主要医药市场的销售。筛选具有比较优势的制剂产品，加快国际注册和生产质量体系国家认证，建立国际营销渠道。通过政策引导和扶持，推动制剂企业通过发达国家的 GMP 认证，制剂在药品出口中所占比重达到 20% 以上。

据权威数据统计，2009-2014 年，将有近 2500 亿美元的专利药失去专利保护，其中很多药品为全球重磅炸弹式产品，仿制药大发展的时代即将到来。

我国目前已经有少数企业在仿制药领域经营卓有成效，已建立了符合国际标准的 GMP 车间，并有部分制剂出口到发达国家，正在逐步实现由原料药企业向制剂企业的转型。这些专利药的到期，给这类具有承接全球医药产业转移能力的公司带来了无限的商机。

重点推荐：海正药业(600267)、华海药业(600521)、美罗药业(600297)。

图 15：2010-2012 年将要到期专利药

商品名	化学名	原生产商	2009 美国销售 额（百万美元）	治疗领域
2010				
Effexor XR	Venlafaxine	辉瑞	2788	抑郁症
Aricept	Donepezil	辉瑞	2280	阿尔兹海默症
Levaquin	Levofloxacin	强生	1745	抗生素
Cozaar/Hyzaar	Losartan/HCTZ	默克	1650	高血压
Flomax	Tamsulosin	勃林格殷格翰	1635	良性前列腺增生
Taxotere	Docetaxel	赛诺菲	1235	肿瘤
Gemzar	Gemcitabine	礼来	750	肿瘤
Protonix	Pantoprazole Sodium	辉瑞	500	质子泵抑制剂
Kadian	Morphine Sulfate	Alpharma Inc.	270	止痛
Azor	Olmesartan	第一三共	160	高血压
Epivir	Lamivudine	GSK	110	抗病毒
2011				
Lipitor	Atorvastatin	辉瑞	5650	降胆固醇
Plavix	Clopidogrel Bisulfate	赛诺菲	4000	抗血小板
Seroquel	Quetiapine	阿斯利康	3400	精神分裂症
Actos	Pioglitazone	武田	3415	糖尿病
Zyprexa	Olanzapine	礼来	3000	精神分裂症
Yaz	Drospirenone/estradiol	拜耳	780	口服避孕药
Xalatan	Latanoprost	辉瑞	630	青光眼
Caduet	Atorvastatin	辉瑞	445	高血压/胆固醇
Avapro	Irbesartan	百时美施贵宝	500	高血压
Femara	Letrozole	诺华	585	乳腺癌
Temodar	Temozolomide	默克	375	脑肿瘤
2012				
Singulair	Montelukast	默克	3750	哮喘
Diovan	Losartan	诺华	3300	高血压
Lexapro	Escitalopram	Forest Lab	2750	抑郁症
Geodon	Ziprasidone	辉瑞	1160	精神分裂症
Provigil	Modafinil	Cephalon, Inc	1000	嗜睡
Viagra	Sildenafil	辉瑞	1000	ED
Detrol LA	Tolterodine	辉瑞	915	尿失禁
Boniva	Ibandronate	GSK	735	骨质疏松
Avandia	Rosiglitazone	GSK	520	糖尿病
Xopenex	Levalbuterol	第一三共	550	哮喘
Exelon	Rivastigmine	诺华	390	老年痴呆症
Exforge	Amlodipine/Valsartan	诺华	290	高血压
Revatio	Sildenafil	辉瑞	255	肺动脉高压
Avandamet	Rosiglitazone/Met.	GSK	220	糖尿病

资料来源：CEBM 民族证券

（四）大型品牌普药企业将获得发展机遇

推动基本药物生产企业的兼并重组，促进基本药物生产向优势企业集中，鼓励其采用新技术、新设备进行技术改造是未来发展方向。基本药物主要品种销量居前 20 位企业所占市场份额应到达 80%以上，实现基本药物生产的规模化和集约化。同时鼓励优势企业兼并重组，力争医药百强企业销售收入达到全行业收入的 50%以上，并对大型企业跨省（区、市）重组后的改扩项目优先予以核准，在股票发行、企业债券、中期票据以及银行贷款方面给予支持。大型品牌普药企业产品具备安全、高效、质优等特点，在基本药物趋于集中化的形势下，将优先获得整合资源。

重点推荐：科伦药业（002422）、双鹤药业（600062）、哈药股份（600664）、广州药业（600332）、白云山（000522）。

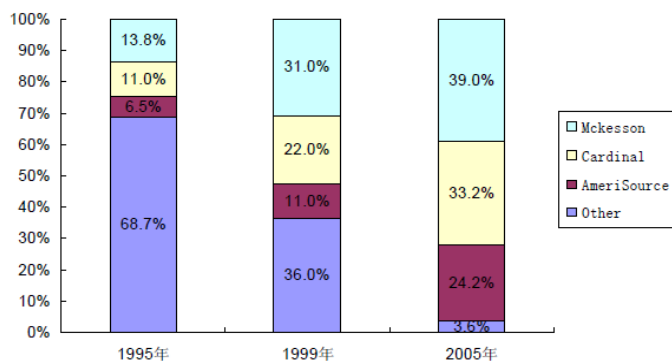
（五）医药商业龙头公司长期看好

医药流通行业“十二五”规划：重点在于要培育 1-2 家千亿企业，20 家百亿企业，解决行业集中度不高，以药养医等问题。目前我国医药流通领域存在小、散、乱、差等现象，大量中小流通企业由于地方保护主义的存在获得了生存空间。2009 年我国医药流通行业前三大企业的市场份额仅 23%，而在美国这一比例超过 90%，日本和欧洲也在 50%-80%之间。“十二五”规划的出台，将打破地方垄断，促进医药流通资源的有效整合，鼓励和支持全国性和区域性优势龙头企业通过收购兼并的方式，实现规模化经营。国家一方面会依托现有的医药商业龙头来推进行业的兼并重组，另一方面还将出台流通加价率政策，来压缩中小流通企业的生存空间。

预计随着行业集中度的提高，医药流通业毛利率还将进一步压缩，但行业市场的规范将带来费用率的大幅下降，净利率会提升。具有规模和经营优势的商业龙头在医药流通业的整合大潮中，将实现规模和利润率的双重提升。我们长期看好医药商业龙头企业。

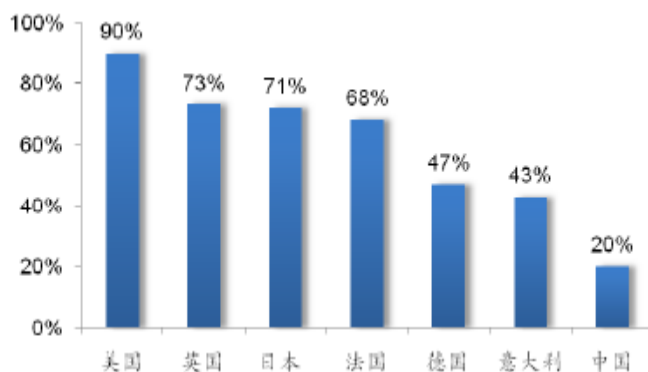
重点推荐：上海医药（601607）、国药股份（600511）、一致药业（000028）。关注高估值的九州通（600998）。

图 16：美国前三家医药流通企业的历年市场占有率



资料来源：卫生部

图 17：全球主要发达国家医药流通业集中度



资料来源：卫生部

四、重点公司推荐

（一）誉衡药业（002437）：营销和研发优势推动未来成长

●**主导产品稳定增长。**公司骨科鹿瓜多肽为骨科用药的一线品种，市场占有率 70%，预计全年增速 30%左右，随着新的适应症扩大，增速有望进一步加快；吉西他滨虽然价格下跌，但销售量保持了 40%的增长；头孢米诺已经开始招标，是抗生素中的明星产品，预计明年将实现 5000 万左右的销售收入。

●**新药品种储备丰富。**公司研发实力较强，在研品种丰富，研发费用投入占收入比接近 10%。目前一类新药银杏内酯 B 已完成临床试验，疗效确切，预计明年获得新药证书，市场潜力大；一类新药注射用秦龙苦素处于三期临床阶段；一类新药人神经生长因子已完成临床试验。后续丰富的品种保证里公司的持续发展。

●**具有突出的营销优势。**公司营销模式吸收了代理制和直销制两种模式的优点，形成了对代理商“专卖店式”管理的特色模式，渠道掌控能力强。管理层都是在医药行业从业多年的职业经理人团队，具备和管理着一支可以面向医院全科的处方药销售队伍。

●**给予“谨慎推荐”评级。**我们预计公司 2010、2011、2012 年实现净利润 1.82 亿元、2.64

亿元、3.70 亿元，同比增长 40%、45%、40%，每股收益 1.30 元、1.89 元、2.64 元。给予公司 2010 年 50 倍估值，目标价 94.5 元。

（二）科伦药业（002422）：内涵和外延比翼双飞

● **产业升级和集中度提高是未来大输液行业的发展方向。**大输液行业正处于软塑包装替代玻璃包装的产业升级过程中，龙头企业凭借技术、规模和资金优势，将获得整合行业企业的优势，获得更高的市场份额，进一步做大作强。

● **公司处于产业结构升级的快速推进中。**毛利率较低的玻璃输液占比将不断下降，毛利率较高的软塑包装输液占比不断提升，未来三年增速在 25%左右；直立式软袋是公司未来发展重点，盈利能力和产品附加值上新台阶；开发液固双腔袋等产品，面向高端市场；非输液产品，将利用与输液产品的联动效应，未来十年有望形成与输液产品等强的格局。

● **外延式并购扩大全国布局。**公司具有整合行业内资源的核心优势，上市前陆续收购了湖南科伦、黑龙江科伦等 11 家企业，初步形成了大输液的全国性战略布局。上市后加快了外延式扩张步伐，又收购了河南大洲 90%股权、浙江国境药业 85%股权，兼并收购是公司未来发展的战略性举措。

● **给予“推荐”评级。**我们预计公司 2010、2011、2012 年实现净利润 6.73 亿元、9.03 亿元、11.48 亿元，同比增长 57%、34%、27%，每股收益 2.80 元、3.76 元、4.78 元。给予公司 2011 年 50 倍市盈率估值，目标价 188 元。

（三）沃森生物（300142）：定位于中高端市场的二类疫苗企业

● **定位于中高端市场的二类疫苗民营企业。**公司主要从事二类疫苗的生产、研发和销售，拥有覆盖国内 29 个省市、2000 多个区县的营销网络。目前主导产品有 Hib 和冻干 A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗，为高附加值产品，能保证未来二年的快速增长。控股股东李云春先生，占发行后总股本的 15.05%。

● **疫苗行业呈现高速增长态势。**2001-2008 年全球疫苗市场复合增长率超过 20%，远高于药品市场的增长率。而我国疫苗行业的增速高达 25%，随着政府投入的增加和对预防保健意识的日益增强，仍将保持高速增长态势。二类疫苗作为新型疫苗市场的代表，有望获得高于行业的增长速度。

● **竞争优势来源于研发和丰富的产品储备。**公司具有突出的研发能力，储备品种多达 10 余个，涵盖了病毒性疫苗、细菌性疫苗、基因工程疫苗、新型佐剂疫苗、联合疫苗等领域，其中，2 个已经申请临床批件、2 个已完成临床总结，1 个正进行临床研究，预计将陆续上市，公司持续增长有保证。

● **给予“推荐”评级。**我们预计公司 2010、2011、2012 年实现净利润 1.56 亿元、2.65 亿元、3.89 亿元，同比增长 104%、70%、47%，每股收益 1.56 元、2.65 元、3.89 元。给予公司 2010 年 60 倍 PE 估值，目标价 159 元。

（四）九安医疗（002432）：明年是业绩爆发年

● **医疗健康产品的主流企业。**公司是全球医疗健康电子产品供应商，产品主要销往欧洲和美洲。电子血压计占主营收入和利润的比重均在 75%以上。

● **核心优势来源于营销和研发能力。**公司在国际市场已形成稳定的客户群，国内市场已基本形成覆盖全国的销售网络；公司的研发能力能保证不断推出适应市场需求的新产品。

● **家用医疗健康行业面临广阔的发展空间。**我国家用医疗健康行业才刚刚起步，预计电子血压计行业年增长速度在 30%以上。同时，行业特点决定了销售平台的协同效应，对企业品牌的认可将带动多种相关产品的销售。

● **未来业绩将爆发。**未来业绩的爆发点一方面来源于与 APPIE 公司的合作，公司已经研

制出一款能集 iphone、ipad 充电器和电子血压计为一体的产品，目前尚处于 FDA 认证阶段，预计年底左右可以通过认证并生产；另一方面是公司血糖产品国内市场和美国市场潜力巨大。此外，血压计产品国内将加大销售力度，美国市场方面已经和 Mabis, CVS 和沃尔玛等主要渠道商建立了合作。

●给予“推荐”评级。2010 年不考虑海外市场两项新业务的影响，预计公司 2010、2011、2012 年实现净利润 0.47 亿元、1.01 亿元、1.47 亿元，同比增长 20%、116%、45%，每股收益 0.38 元、0.81 元、1.18 元。公司是快速增长行业的高速成长企业，2010 年后将迎来业绩爆发性增长，给予 2011 年 50 倍 PE 估值，目标价 40.5 元。

附录：估值评级表

代 码	简 称	每股收益 (EPS)				动态市盈率 (PE)				股价	目标价位	投资评级
		09	10E	11E	12E	09	10E	11E	12E			
000999	华润三九	0.72	0.85	1.02	1.21	38	32	27	23	27.96	32.20	谨慎推荐
600993	马应龙	1.09	1.08	1.53	2.03	37	37	26	20	44.08	50.00	谨慎推荐
600750	江中药业	0.68	0.91	1.09	1.35	59	44	37	30	39.77	54.50	谨慎推荐
600535	天士力	0.65	0.81	0.96	1.13	67	54	45	39	43.70	48.00	谨慎推荐
600557	康缘药业	0.39	0.51	0.65	0.88	53	40	31	23	20.35	26.00	谨慎推荐
600479	千金药业	0.43	0.50	0.63	0.85	49	42	33	25	20.96	25.20	谨慎推荐
000538	云南白药	1.13	1.24	1.68	2.19	58	53	39	30	65.82	84.00	推荐
000423	东阿阿胶	0.60	0.93	1.28	1.74	86	55	40	29	50.40	64.00	推荐
600062	双鹤药业	0.79	0.97	1.16	1.38	41	34	28	24	33.68	33.25	谨慎推荐
002007	华兰生物	1.06	1.41	1.49	1.97	50	37	35	27	54.57	59.60	谨慎推荐
002294	信立泰	0.95	1.47	1.90	2.46	82	53	41	32	77.70	95.00	谨慎推荐
000028	一致药业	0.67	0.87	1.19	1.55	55	42	31	24	38.65	47.60	谨慎推荐
600267	海正药业	0.56	0.76	0.96	1.24	70	52	41	32	40.98	48.00	谨慎推荐
600521	华海药业	0.37	0.35	0.48	0.66	48	51	37	27	19.52	21.60	谨慎推荐
600216	浙江医药	2.70	3.64	4.11	4.67	13	9	8	7	35.43	41.10	谨慎推荐
002001	新合成	1.40	1.99	2.12	2.30	19	13	12	11	27.00	31.80	谨慎推荐
002038	双鹭药业	0.96	1.27	1.68	2.20	61	47	35	27	63.50	67.27	谨慎推荐
600664	哈药股份	0.75	0.88	1.06	1.29	32	28	23	19	25.80	31.80	谨慎推荐
300086	康芝药业	0.98	1.42	1.96	2.84	84	57	42	29	86.89	98.16	谨慎推荐
002422	科伦药业	1.78	2.80	3.76	4.78	89	56	42	33	157.00	188.22	推荐
002432	九安医疗	0.31	0.38	0.81	1.20	88	73	34	23	30.34	40.53	推荐
002437	誉衡制药	0.93	1.30	1.89	2.64	91	65	45	32	84.90	94.37	谨慎推荐
600998	九州通	0.21	0.31	0.41	0.53	82	56	42	32	17.44	20.38	中性
300142	沃森生物	0.76	1.56	2.65	3.89	190	93	55	37	151.51	158.84	谨慎推荐

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备 8 年医药行业的从业经验，以及 8 年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn