

行业景气长期持续，看好中药和流通整合——医药行业 2011 年年度策略

医药行业

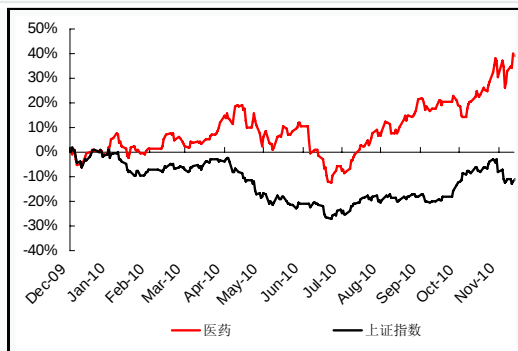
增持（维持）

报告日期：2010 年 12 月 12 日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅（%）
天相行业指数	6367	-4.41%
天相流通指数	3731	-8.44%
上证指数	2841	-8.81%

行业指数近一年走势图



相关报告

国务院下发《社会办医意见》，促非公立机构发展 2010-12-06

《关于加快医药行业结构调整的指导意见》点评 2010-11-10

中药仍倍受青睐——2010 年 3 季度基金持有医药股变化分析 2010-11-02

药品价格管理办法改革研究——新一轮药品价格调整高峰期将至 2010-09-07

天相医药组 联系人 彭晓

010-66045453 pengx@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 2010年医药行业盈利状况及大事回顾。
- 医药行业宏观环境持续维持景气。
- 回顾2010年医药股走势及2011年大盘及医药走势预测。
- 主要选股思路，建议关注具独家品种的中药和医药流通企业整合带来的机会。

投资要点：

- **2010年医药行业回顾：**金融危机过后，国际采购商去库存化，我国医药行业盈利状况逐渐好转。由于2009年上半年基数较低，而2010年上半年医药行业收入、利润快速回复增速较高，2010年四个季度收入、利润增速呈现前高后低走势。子行业走势分化，中受出口影响较大的化学原料药制造和化学药品制剂制造行业利润增速逐季放缓趋势尤为明显，而中药饮片加工、中成药制造、生物、生化制品制造利润增速逐季变化趋势并不明显。预计2010年行业全年利润增速会保持在30%左右。
- **长期处于景气周期。**全球药品市场规模持续增长，国际重磅专利药到期高峰来临，新兴国家市场迎来发展良机。我国庞大的人口基数及老龄化趋势保证需求增量，城镇化进程加快、人民生活水平提高带来消费升级。新医改政策实施，医保扩容更带来医药市场的需求增加，我国医药行业“黄金十年”正开端。在宏观大环境不变的情况下，医药行业收入、利润的继续可以保证持续平稳增长，是兼具防守和进攻性的良好标的。“十二五”规划即将出台，有利于医药行业的长远发展，我们继续维持对医药行业“增持”的投资评级。
- **对行情走势的预判。**2011大盘将继续箱体震荡格局，医药股走势仍将好于大盘。但短期面临较大估值压力。预计医药股年度一季度上涨动力主要为“十二五”规划等利好政策的刺激。政策密集期过后，医药股上涨动力不足，可能面临相对回调，随大盘上涨估值得到相对修复。随公司业绩的确定，下半年走势可能好于上半年。
- **个股推荐：**相对看好具独家品种的中药现代化企业，建议关注天士力、中恒集团、益佰制药；研发实力强劲，多个新药获批及国际化升级的恒瑞医药；医药流通整合加速的上海医药；反倾销带来市场份额提升的星湖科技。



正文目录

1. 2010 年前高后低，下半年增速放缓	4
1.1 医药行业收入利润增速呈现前高后低	4
1.2 产量平稳，大宗原料药出口呈现量增价跌	5
1.3 上市公司业绩平稳增长	7
1.4 医药指数屡创新高，年末仍有政策利好支持	8
1.5 行业大事盘点	10
2. 中国医药行业“黄金十年”正开端	11
2.1 全球药品场市场规模持续增长	11
2.2 专利药到期高峰，新兴国家市场迎来发展良机	11
2.3 稳增态势确定，“黄金十年”正开端	13
2.4 庞大的人口基数及老龄化趋势保证需求增量	14
2.4 城镇化进程加快、人民生活水平提高带来消费增加	14
2.5 政策投入加大，新医改实施迎来发展契机	15
3. 投资策略	17
3.1 行业长期景气，维持“增持”评级	17
3.2 估值处于历史高位，短期有回调风险	18
3.3 更加看好中药行业	19
3.4 看好医药流通资源整合	19
3.5 重点公司介绍	20



图表目录

图表 1: 医药制造业收入（左轴）及其增速（右轴）变化	
图表 2: 利润总额（左轴）及其增速（右轴）变化	4
图表 3: 2009 年-2010 年医药制造业各子行业产品销售收入增速变化	4
图表 4: 2009 年-2010 年医药制造业各子行业产品利润总额增速变化	5
图表 5: 医药制造业各子行业税前利润率（%）变化	5
图表 6: 2010 年 1-9 月我国医药保健品出口结构	
图表 7: 2010 年 1-9 月我国医药保健品出口主要地区	6
图表 8: 我国医药品进出口累计金额增速变化	
图表 9: 我国化学原料药月度产量（左轴）及增速（右轴）	6
图表 10: 我国VE出口量（左轴）和出口价格（右轴）	
图表 11: 我国VC出口量（左轴）和出口价格（右轴）	7
图表 12: 一级行业 09、10 年营业收入增速比较	
图表 13: 2010 年各季报营业收入增速比较	7
图表 14: 一级行业 09、10 年归属母公司净利润增速比较	
图表 15: 2010 年各季报归属母公司净利润增速比较	8
图表 16: 医药子行业上市公司和全部A股上市公司季度累计ROE（%）变化	8
图表 17: 2010 年初起始，医药指数和上证指数相对涨跌幅	
图表 18: 医药各子板块指数和上证指数相对涨跌幅	9
图表 19: 医药指数和上证指数多年走势	9
图表 20: 医药各子板块指数和上证指数多年走势	9
图表 21: 2010 年医药行业大事回顾	10
图表 22: 全球药品市场销售额（左轴）及增长率（右轴）	11
图表 23: 美国市场 2010-2012 年主要到期的专利药	12
图表 24: IMS预测中国全球医药市场排名变化	13
图表 25: 医药工业总产值（左轴）及增速（右轴）变化	13
图表 26: 我国总人口、老年人口（左轴）及老年人口占比变化（右轴）	14
图表 27: 我国城镇、乡村人口数（左轴）及城镇、乡村人口比重变化（右轴）	15
图表 28: 我国城乡居民家庭收入、消费支出（左轴）及医疗保健消费支出比例（右轴）	15
图表 29: 我国卫生总费用（左轴）及其GDP占比变化（右轴）	16
图表 30: 我国政府、社会、个人卫生支出的比例变化	16
图表 31: 我国新农合参保人数（左轴）及参保率（右轴）	
图表 32: 我国城镇职工和居民基本医疗保险参保人数	17
图表 33: 我国新农合和城镇居民基本医疗保险筹资及支出情况	17
图表 34: 全国工业及医药制造业企业景气指数变化	18
图表 35: 上证指数、医药板块一年滚动PE（左轴）和医药板块相对溢价水平（右轴）	18
图表 36: 我国医药流通企业前 20 家市场份额占比（%）	20
图表 37: 重点上市公司盈利预测和评级	24

1. 2010 年前高后低，下半年增速放缓

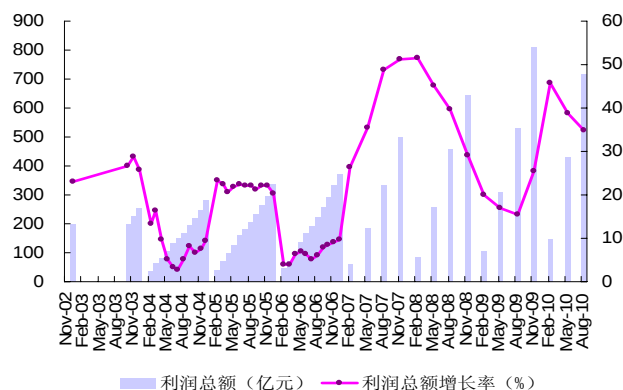
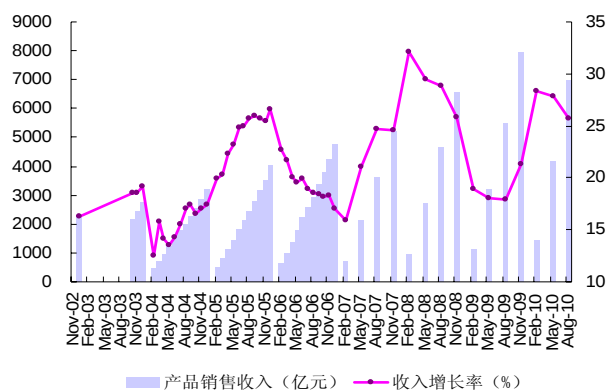
1.1 医药行业收入利润增速呈现前高后低

2010 年我国医药行业保持快速稳步增长，2010 年 1-8 月已实现医药工业总产值 7708.38 亿元，同比增长 25.23%，高于同期全国工业总产值 20.5% 的增长率。

据国家统计局数据，1-8 月份医药制造业实现产品销售收入 6976.15 亿元，同比增长 25.69%；实现利润总额 718.12 亿元，同比增长 34.71%。其中各子行业保持平稳快速增长，收入增速均超过 22%，利润总额增速均超过 26%。中药饮片加工和生物、生化制品制造子行业更是保持高速增长，收入增速超过 30%，利润总额增速超过 50%。

从季度变化来看，2009 年下半年起金融危机影响减弱，国际采购商去库存化，我国医药行业盈利状况逐渐好转。由于 2009 年上半年基数较低，2010 年上半年医药行业收入、利润增速较高，2010 年四个季度收入、利润增速呈现前高后低走势。其中受出口影响较大的化学原料药制造和化学药品制剂制造行业利润增速逐季放缓趋势尤为明显，而中药饮片加工、中成药制造、生物、生化制品制造利润增速逐季变化趋势并不明显。由于医药行业利润增速整体趋降，我们预计 2010 年行业全年利润增速会保持在 30% 左右。

图表 1：医药制造业收入（左轴）及其增速（右轴）变化 图表 2：利润总额（左轴）及其增速（右轴）变化



资料来源：国家统计局 天相投顾

资料来源：国家统计局 天相投顾

图表 3：2009 年-2010 年医药制造业各子行业产品销售收入增速变化

销售收入增长率(%)	2009 年 1-2 月	2009 年 1-5 月	2009 年 1-8 月	2009 年 1-11 月	2010 年 1-2 月	2010 年 1-5 月	2010 年 1-8 月
化学药品原料药制造	7.17	8.31	8.50	15.04	28.17	26.45	22.46
化学药品制剂制造	16.95	19.93	19.31	20.66	23.25	21.97	22.81
中药饮片加工	73.77	27.38	24.80	25.57	31.60	38.51	36.75
中成药制造	20.73	19.44	18.12	22.89	30.11	29.03	26.52
兽用药制造	24.09	24.64	24.35	25.39	35.40	33.36	30.10
生物、生化制品制造	18.54	21.46	24.97	26.93	37.80	37.35	30.73
卫生材料及医药用品制造	26.23	28.07	29.66	28.95	30.33	31.42	28.06

资料来源：国家统计局 天相投顾

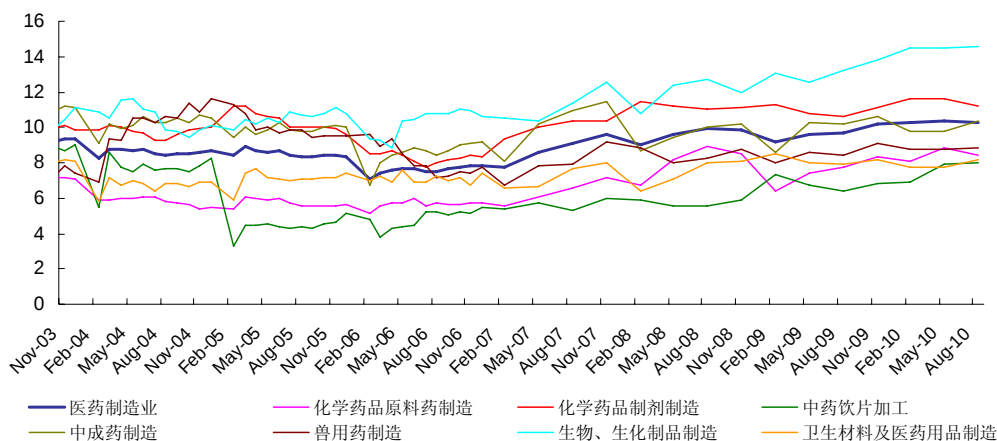


图表 4：2009 年-2010 年医药制造业各子行业产品利润总额增速变化

利润总额增长率(%)	2009 年 1-2 月	2009 年 1-5 月	2009 年 1-8 月	2009 年 1-11 月	2010 年 1-2 月	2010 年 1-5 月	2010 年 1-8 月
化学药品原料药制造	6.90	-4.13	-5.33	14.18	62.85	50.42	32.87
化学药品制剂制造	13.59	16.83	17.63	23.22	39.46	30.03	26.07
中药饮片加工	80.32	30.67	35.87	39.39	37.17	57.42	64.68
中成药制造	16.82	27.93	19.48	25.44	52.65	27.81	33.77
兽用药制造	2.57	18.18	20.04	22.88	72.11	44.76	47.10
生物、生化制品制造	43.40	20.69	26.59	44.11	29.56	63.36	50.46
卫生材料及医药用品制造	65.89	52.13	39.17	37.21	42.39	31.18	34.39

资料来源：国家统计局 天相投顾

图表 5：医药制造业各子行业税前利润率（%）变化



资料来源：国家统计局 天相投顾

1.2 产量平稳，大宗原料药出口呈现量增价跌

据中国医药保健品进出口商会数据，2010 年 1-9 月，我国医药保健品累计出口额为 290.74 亿美元，同比增长 23.09%。累计进口额为 148.88 亿美元，同比增长 24.77%。2010 年在国际医药市场全面恢复和国内市场扩容的背景下，我国医药进出口均实现了平稳较快增长。

从出口产品结构来看，我国出口比例最大的仍为西药类产品，占出口总金额比例维持在 60%左右。西药类产品中占主导地位的是各种化学原料药，西药原料药占出口总金额比例超过 50%。其次，医疗器械类占出口总金额比例在 30%左右，中药类占出口金额比例较小。从出口地区来看，美国、印度、日本、德国和韩国占据了我国对外出口 45%以上的市场份额。亚洲邻国和北美、欧盟经济变化将对我国医药出口造成较大影响。

2009 年尤其是上半年，受经济危机影响，国际市场整体需求萎缩，产品价格下跌，原料药出口走势持续低迷。而 2009 年四季度到 2010 年上半年，国际采购市场去库存和补库存带动需求逐步复苏，主要出口品种价格出现回升，出口数据明显好转。2010 年上半年出口状况延续 2009 年 V 型右侧走势，月度出口数据明显回升。GTI



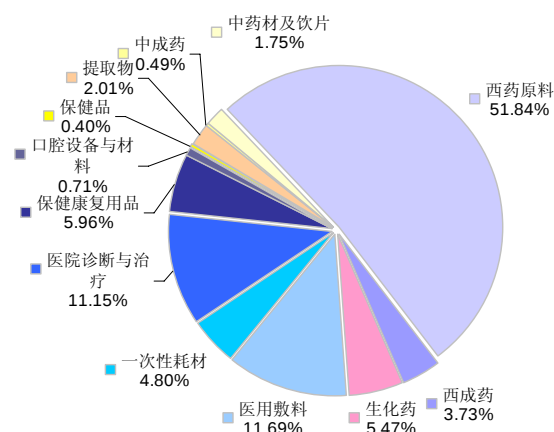
统计数据显示,北美、欧盟上半年对中国原料药进口增幅分别达到 26.57%和 29.30%,其 2010 年 1-5 月原料药进口量已接近或小幅超过历史最高的 2008 年同期水平,9 月更是创出历史新高。

2010 年 1-10 月,我国化学原料药总产量 178.5 万吨,同比增长 19.91%。1、2 月产量快速增长达到峰值之后,后续各月基本保持平稳增长。我国原料药出口依存度较高,化学原料制造业收入的 60%来自原料药的出口收入,原料药出口量约占我国产量的 45%。产量的平稳增长和出口状况基本相符。

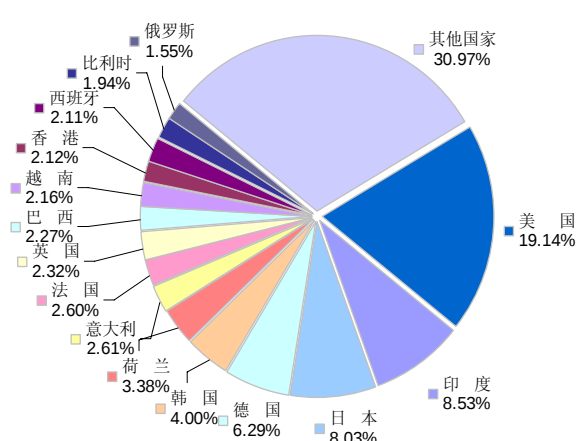
但在出口总量增长的同时,除肝素钠等少数品种出口价格持续上涨,维生素 E 出口价格比较稳定外,多数大宗原料药出口价格处于较低水平甚至出现下降。其中维生素 C 因山东鲁维扩产,市场供大于求,竞争激烈,价格较年初下跌超过 50%。由于 2 月起印度对我青霉素工业盐实行反倾销,其出口价格也受到一定影响。

但由于 2009 年下半年基数提高,国际市场补库存结束及大宗原料药价格下降,三季度以来我国出口额增速出现放缓,转向温和增长,预计四季度医药出口额增速放缓仍会继续,全年出口额增速将保持在 20%左右。

图表 6: 2010 年 1-9 月我国医药保健品出口结构



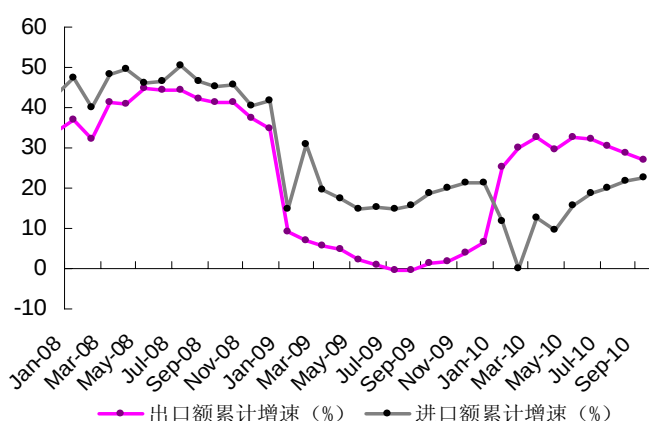
图表 7: 2010 年 1-9 月我国医药保健品出口主要地区



资料来源: 中国医药保健品进出口商会 天相投顾

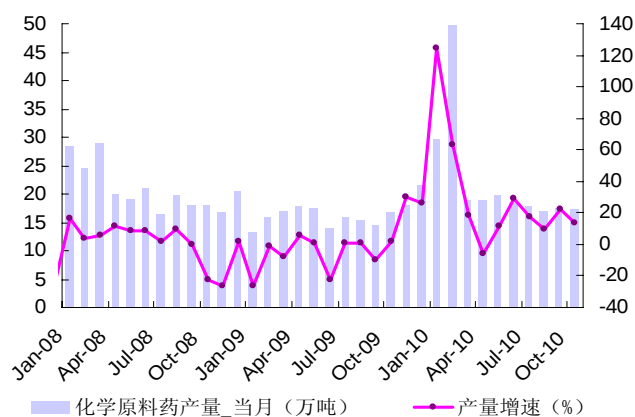
资料来源: 中国医药保健品进出口商会 天相投顾

图表 8: 我国医药品进出口累计金额增速变化



资料来源: 中国海关 天相投顾

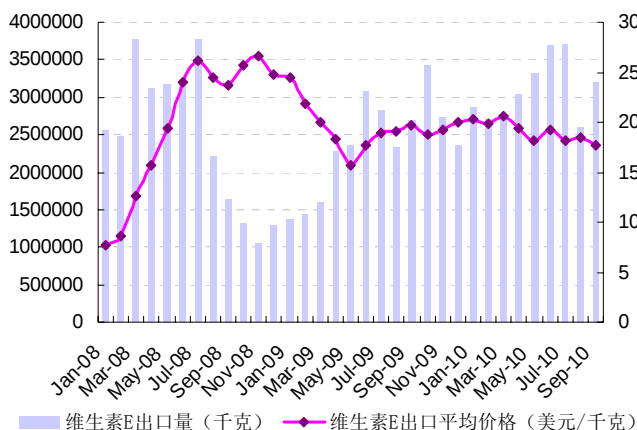
图表 9: 我国化学原料药月度产量(左轴)及增速(右轴)



资料来源: 国家统计局 天相投顾

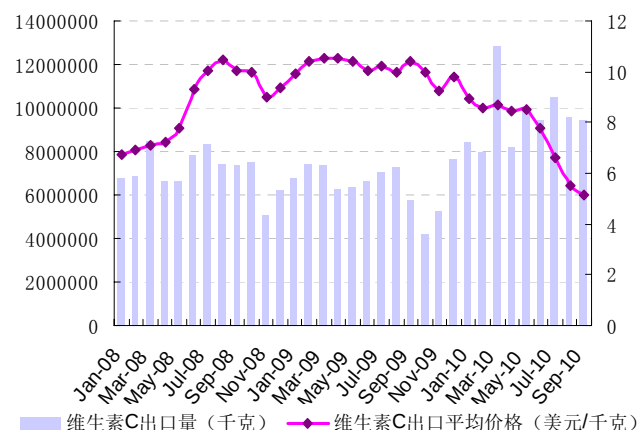


图表 10: 我国 VE 出口量 (左轴) 和出口价格 (右轴)



资料来源: 健康网 天相投顾

图表 11: 我国 VC 出口量 (左轴) 和出口价格 (右轴)



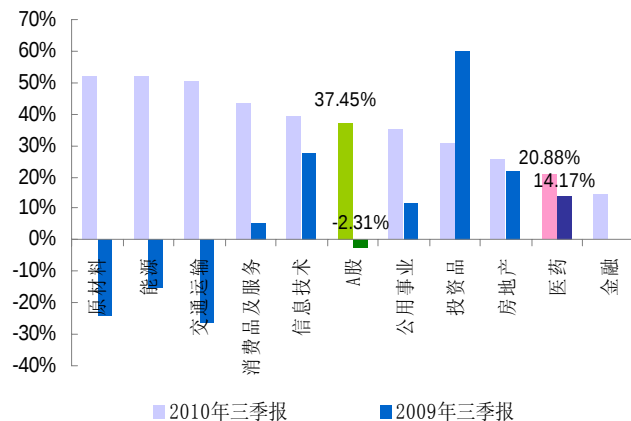
资料来源: 健康网 天相投顾

1.3 上市公司业绩平稳增长

2010 年 1-9 月, 医药上市公司的共实现营业收入 2308.41 亿元; 实现归属母公司净利润 216.57 亿元。去掉不可比公司 (2010 年以后上市的新股), 医药上市公司实现营业收入 1900.59 亿元, 同比增长为 20.88%; 实现归属母公司净利润 178.16 亿元, 净利润增速为 17.93%。医药上市公司收入和利润增速均好于 2009 年同期水平, 继续保持了较平稳的增长势头。但分季度来看, 在补库存结束, 原材料涨价等压力下, 2010 年医药上市公司的收入、利润增速也呈现逐季下降走势。

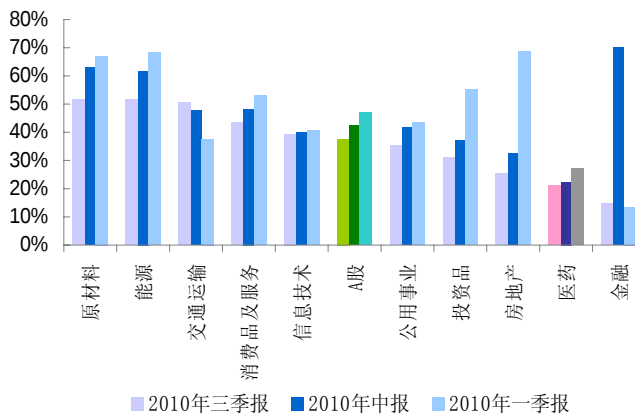
但以天相一级行业板块统计 (去掉 2010 年以后上市的新股), 2010 年以来医药上市公司收入和利润增速均低于 A 股平均水平。这主要是由于原材料、能源等强周期性公司收入、利润在经济危机前后, 分别呈现大幅下降和快速增长态势, 而医药公司由于药品本身的刚性需求, 在经济下行时, 收入、利润下降幅度小于强周期行业, 但在经济复苏时, 收入、利润增长幅度又小于强周期行业。非周期性行业的特性使医药公司业绩保持平稳增长态势。

图表 12: 一级行业 09、10 年营业收入增速比较



资料来源: 天相投顾

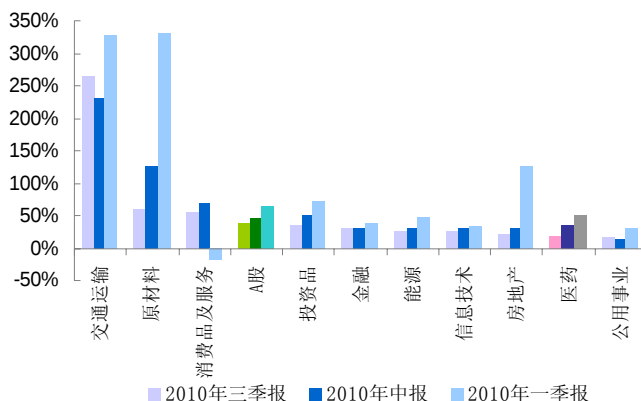
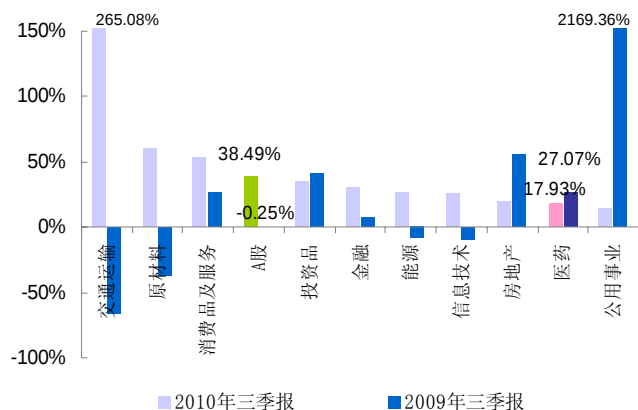
图表 13: 2010 年各季报营业收入增速比较



资料来源: 天相投顾



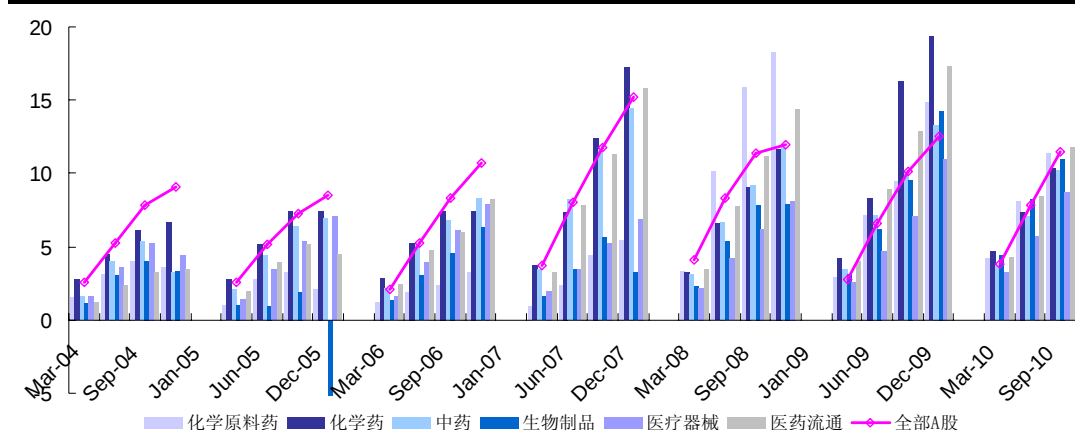
图表 14：一级行业 09、10 年归属母公司净利润增速比较 图表 15：2010 年各季报归属母公司净利润增速比较



资料来源：天相投顾

资料来源：天相投顾

图表 16：医药子行业上市公司和全部 A 股上市公司季度累计 ROE（%）变化



资料来源：天相投顾

1.4 医药指数屡创新高，年末仍有政策利好支持

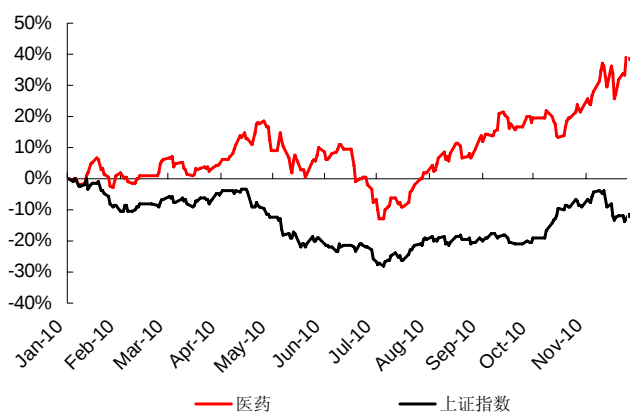
截止到 12 月 3 日，上证指数较 2010 年 1 月 1 日起始下跌 13.26%，而医药指数较年初上涨 31.88%，全年全面跑赢大盘 45.14 个百分点。尽管医药行业的非周期性限制了业绩上升的空间，由于对 2010 年经济复苏程度的不确定性，稳健成长的医药股仍受到市场的青睐。一季度到三季度，基金对医药行业增配幅度虽然有所减少，但一直维持超配状态。

从医药指数全年走势来看，医药板块从 2009 年下半年起持续上涨，2010 年二季度以来医药股估值显现一定压力，而 6 月中下旬因周期性行业表现较好，大盘持续上攻，同时国家发改委征求对《药品价格管理办法(征求意见稿)》的意见，酝酿药品调价偏利空消息传出，引发医药股整体下跌，出现了全年唯一一次较明显的回调。8、9 月“超级细菌”概念炒作带动医药板块再次上行，同时由于下半年国内经济增速放缓，而 CPI 屡创新高，出于中长期对医药股业绩持续稳定的预期，及防通胀压力考虑，资金寻找防御性板块避险，医药股因其非周期性再次受到追捧，指数再创新高。

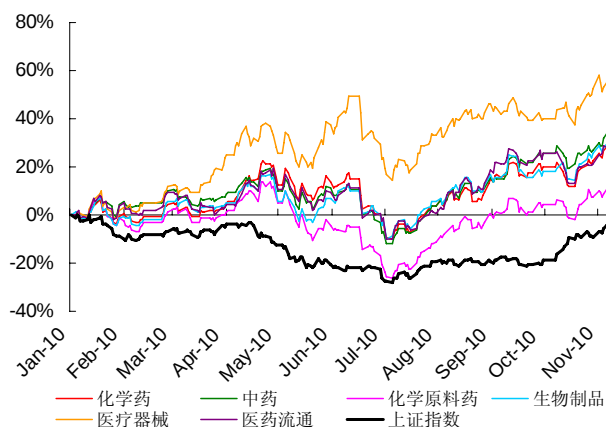


“十二五”规划预计将在年底出台，针对医药行业中生物医药、医药流通、化学制药等多项利好政策将会出台，今年末到明年一季度的政策密集期，预计医药股有望迎来又一波上涨的行情。

图表 17：2010 年初起始，医药指数和上证指数相对涨跌幅图表 18：医药各子板块指数和上证指数相对涨跌幅

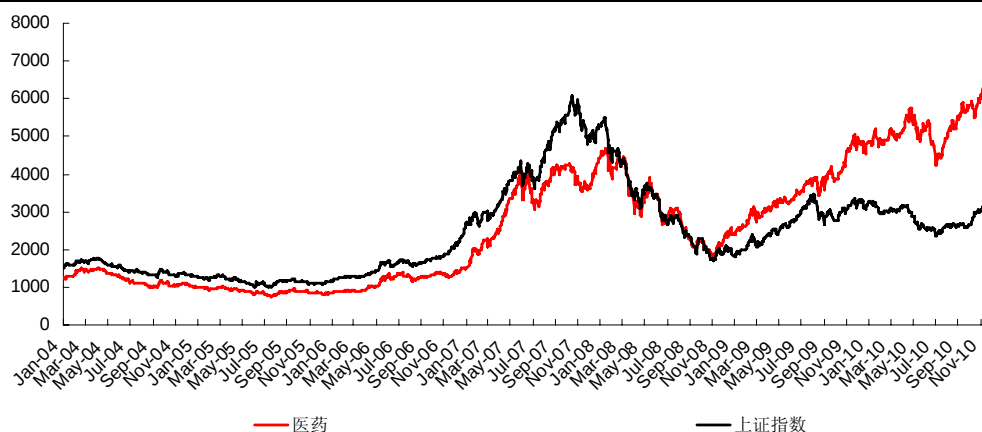


资料来源：天相投顾



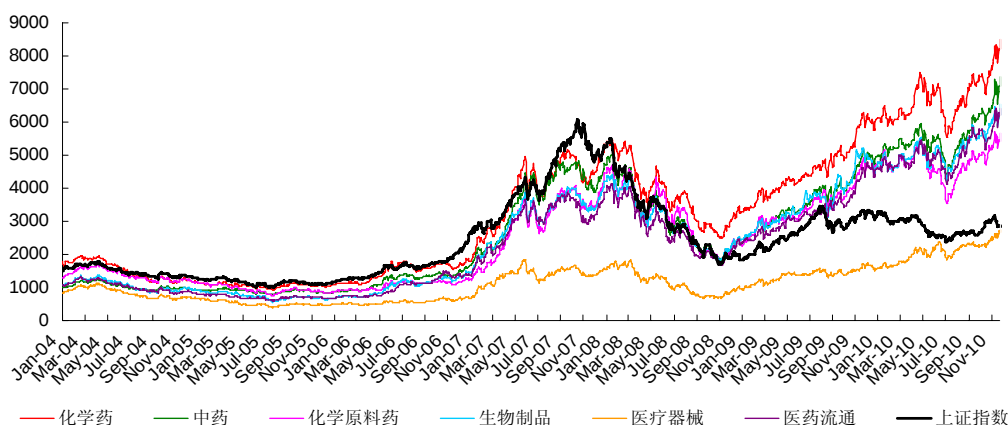
资料来源：天相投顾

图表 19：医药指数和上证指数多年走势



资料来源：天相投顾

图表 20：医药各子板块指数和上证指数多年走势



资料来源：天相投顾

1.5 行业大事盘点

图表 21： 2010 年医药行业大事回顾

时间	事件
2010-1-7	卫生部公布《2010 年卫生工作要点》，将开展公立医院改革试点，并鼓励社会资本举办非公立医院。
2010-1-12	六部门发布《关于加强卫生人才队伍建设的意见》，目标到 2011 年，每个乡镇卫生院至少有 1 名执业医师。
2010-1-13	国家食品药品监督管理局正式公布《关于加强药品流通行业管理的通知》，明确规定商务主管部门成为药品流通行业的管理部门。
2010-2-2	国务院通过《关于公立医院改革试点的指导意见》，在 16 个省市开始试点，并提出将设置药事服务费。
2010-2-9	ISO 机构落户申城，中国掌中医药国际标准化主导权。
2010-2-11	印度对我青霉素工业盐和 6-APA 反倾销做出初裁，没有任何一家中国企业享受市场经济地位，均被征收反倾销税。
2010-3-9	上药集团完成换股吸收上实医药、中西医药的资产整合，复牌交易。
2010-3-24	美国医改方案获众议院通过，美国市场将增大对中国廉价药的需求。
2010-5-11	国家食品药品监督管理局发布《关于基本药物进行全品种电子监管工作的通知》，强推基药电子监管。
2010-5-24	雅培出价 37 亿美元收购印度皮拉马尔保健（Piramal Healthcare）的品牌仿制药业务。
2010-5-27	山西制药龙头企业振东制药股份有限公司与晨东药业公司重组成立的振东医药物流公司，完成新医改后首例并购。
2010-6-15	国家发改委向中国价格协会、中国化学制药工业协会以及中国中药协会等 7 家协会征求《药品价格管理办法(征求意见稿)》意见。
2010-6-30	《卫生部关于进一步深化治理医药购销领域商业贿赂工作的通知》发布，全国范围开始新一轮的反医药商业贿赂风暴。
2010-7-15	国家取消 6 个大类,包括部分钢材、部分有色金属加工材、银粉、酒精、玉米淀粉，以及部分农药、医药、化工产品
2010-7-30	5 月-7 月重庆 80 家民营医药公司分别联合组建两家医药流通企业。医药流通企业整合加速。
2010-7-30	重庆，浙江，福建，山西，云南等地大量医药流通企业发生并购，医药流通领域在全国范围内加速整合。
2010-8-3	查尔斯河(Charles River)终止对中国最大 CRO 公司药明康德的收购。
2010-8-11	英国《柳叶刀》杂志公布发现了含有一种 NDM-1 超级抗药性的基因的新型“超级细菌”，这些细菌对除替加环素和多黏菌素之外的所有抗生素都有抗药性，其中有些细菌甚至对现在所有的抗生素都抗药性。
2010-8-13	《2010-2015 全国医药流通行业发展规划》草案完成，鼓励商业流通领域的并购，培育国家级，地市级流通领域的龙头。
2010-8-18	拥有全国销售网络的唯一两家医药流通企业之一，九州通首发申请通过。
2010-8-30	国内首只医药行业基金——汇添富医药保健基金发行。
2010-9-6	国务院法制办公布《医疗器械监督管理条例(征求意见稿)》规定国家将建立医疗器械产品召回制度
2010-10-1	新版《中国药典》正式施行。共收载品种 4598 个，新增 1462 个，其中中药收载 2193 种，新增 990 种，修订 612 种。并对 70%的原有药品标准进行了完善或者提高。
2010-10-9	工信部、卫生部、药监局联合印发《关于加快医药行业结构调整的指导意见》。以结构调整为主线，加强自主创新研发，推动兼并重组，逐步实现我国医药行业由大到强的转变。
2010-10-19	尚华医药（股票代码为 SHP）于美国当地时间 19 日成为第二家在纽交所上市的国内医药合同研发外包(CRO)企业，成功融资 8700 万美元。
2010-10-27	国家食品药品监督管理局征求《医疗机构药品质量监督管理办法》（征求意见稿）意见。
2010-10-30	可能增加心血管风险，曲美等减肥药被叫停。国家食品药品监督管理局发出通知，要求停止西布曲明制剂和原料药在我国的生产、销售和使用，已上市销售的药品由生产企业负责召回销毁。
2010-11-30	发改委公布了《关于降低头孢曲松等部分药品最高零售价格的通知》，12 月 12 日起对 17 类药品价格大幅降价，此次是首次对单独定价药品降价。

- 2010-12-3 国务院转发卫生部等5部门《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》的通知，强调进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构，提高医疗服务效率和质量，完善医疗服务体系。
- 2010-12-9 国务院印发《建立和规范政府办基层医疗卫生机构基本药物采购机制的指导意见》。

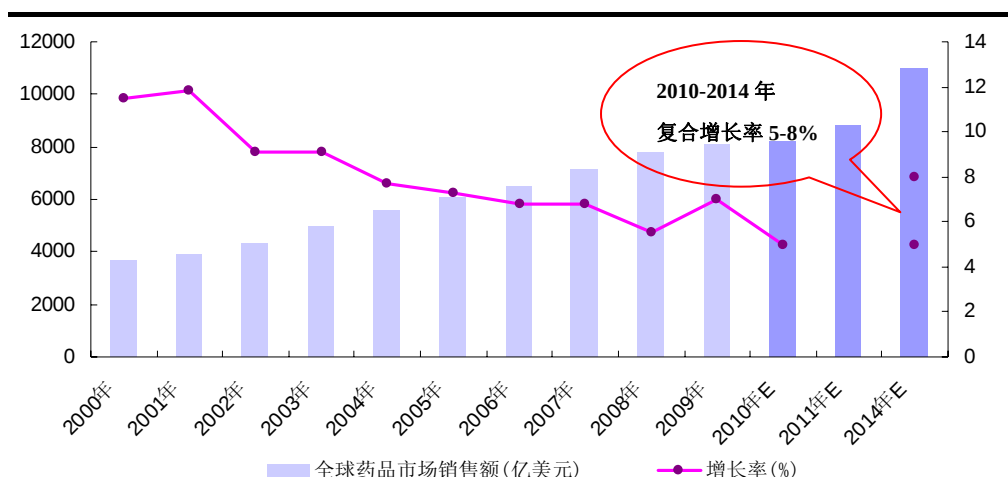
资料来源：天相投顾

2. 中国医药行业“黄金十年”正开端

2.1 全球药品市场规模持续增长

医药产业是世界上公认的最具发展前景的国际化高技术产业之一，也是世界贸易增长最快的朝阳产业之一。2009年全球医药市场规模已达到8280亿美元。IMS预测，尽管2010年全球的许多市场仍在遭受经济衰退带来的影响，但总体对药品的需求仍然十分强劲，2010年全球药品销售额的增长率在4-6%之间，全球药品市场规模在未来5年内将增长近3000亿美元，2014年将达到1.1万亿美元，未来5年保持5%-8%的年复合增长率。

图表 22：全球药品市场销售额（左轴）及增长率（右轴）



资料来源：IMS Health 天相投顾

2.2 专利药到期高峰，新兴国家市场迎来发展良机

2011-2015年间将有770亿美元销售的专利药到期，包括辉瑞年销售额120亿美元的降脂药Lipitor，赛诺菲-安万特和百时美施贵宝销售的抗凝药Plavix，葛兰素史克销售的哮喘药Advair等重磅药品。药企将再掀抢仿高潮，全球非专利药市场正以每年10%-15%的速度增长，远高于制药业整体发展速度。由于发达国家的主销药品失去专利保护，新兴国家医药市场份额将快速提升。

IMS公司预计，2009年-2013年间，17个新兴国家的医药销售总量将共计增长900亿美元，将占2013年医药市场增长总量的48%，而2009年新兴国家医药市场医药销售增长量占全球医药市场销售增长总量的37%。



图表 23：美国市场 2010-2012 年主要到期的专利药

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

资料来源：南方所 天相投顾

IMS 预测，在新兴医药市场中，2009-2013 年中国药品市场将以超过 20% 的速度增长。到 2013 年，中国将超过日本，成为全球第二大药品市场，2020 年有望超越美国成为第一大药品市场。



图表 24: IMS预测中国全球医药市场排名变化

排名	2001 年	2006 年	2009 年	2011 年 E	2013 年 E	2020 年 E
1	美国	美国	美国	美国	美国	中国
2	日本	日本	日本	日本	中国	美国
3	德国	德国	德国	中国	日本	日本
4	法国	法国	法国	德国	德国	德国
5	意大利	意大利	意大利	法国	法国	法国
6	英国	英国	中国	意大利	意大利	意大利
7	西班牙	西班牙	英国	英国	英国	英国
8	加拿大	中国	西班牙	西班牙	西班牙	西班牙
9	墨西哥	加拿大	加拿大	加拿大	加拿大	加拿大
10	中国	墨西哥	墨西哥	墨西哥	墨西哥	墨西哥

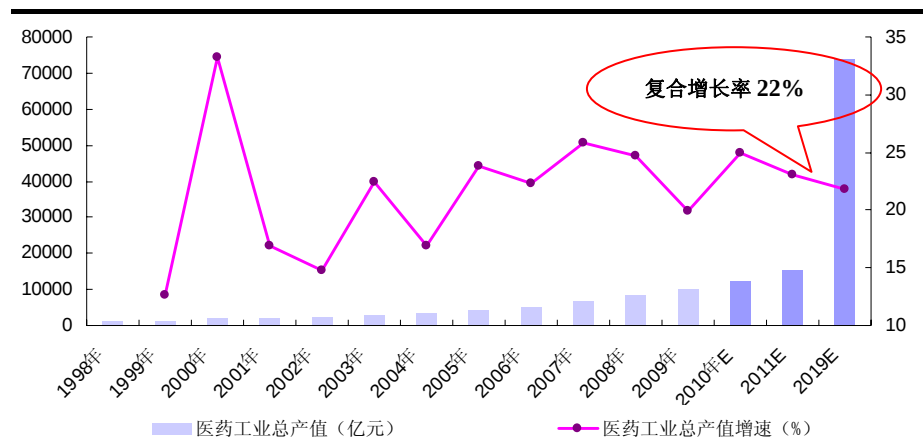
资料来源: IMS Health 天相投顾

2.3 稳增态势确定, “黄金十年”正开端

南方所监测数据显示, 2005 年以来, 我国医药产业保持快速增长, 2005-2009 年医药工业总产值复合增长率为 23%, 其中 2009 年虽然受金融危机导致全球经济衰退影响, 增速有所下滑, 但仍保持在 20% 左右。2009 年我国医药工业总产值首次突破 1 万亿元大关达到 10048 亿元。2010 年 1-8 月已实现医药工业总产值 7708.38 亿元, 同比增长 25.23%, 预计 2010 年医药工业总产值将达到 12560 亿元, 医药行业保持快速稳增态势。

据南方所《2010-2019 年中国医药经济预测》报告, 我国医药行业将迎来发展的“黄金十年”。未来十年, 在美、欧、日等药品市场增速放缓的背景下, 在 GDP 增长不低于 7%、世界经济不会二次探底、8500 亿元增量投入能够按进度到位的预测前提下, 我国医药工业总产值的复合年增长率有望达到 22%。预计到 2019 年将超过 7 万亿元, 达到 73813 亿元。

图表 25: 医药工业总产值(左轴)及增速(右轴)变化



资料来源: 南方所 天相投顾

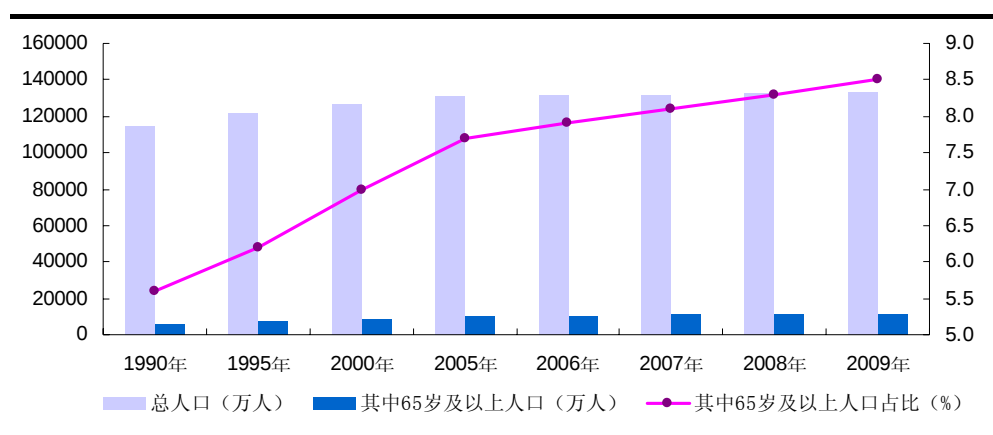
2.4 庞大的人口基数及老龄化趋势保证需求增量

目前我国拥有超过 13 亿的人口，预测 2010 年中国人口总量达到 13.6 亿；2015 年将达 14 亿；2020 年将达 14.5 亿左右。随人民生活水平和人民医疗保健意识的不断提高，历年用于医疗保健消费的支出也持续增加，以人均药品消费为例，2008 年人均用药水平超过 320 元，20 年间增长了 30 倍。庞大的人口基数带来的刚性需求为我国医药行业发展提供了极其广大的市场空间。

同时，中国面临人口结构的老龄化日益加快的的问题。2009 年我国 60 岁及以上老年人口已经达到 1.67 亿人，占全国总人口比例的 12.5%，其中 60 岁及以上老年人口已经达到 1.13 亿人，占全国总人口比例的 8.5%。由于 2001 年-2020 年是我国快速老龄化阶段，预计 2001 年-2020 年我国将平均每年新增 596 万老年人口，年均增长速度达到 3.28%。到 2020 年，我国老年人口将达到 2.48 亿，老龄化水平将达到 17.17%。

据统计，老年人的平均医药卫生费用支出是其他人口平均数的 6-7 倍。目前，我国老年人口的药品消费已占药品总消费的 50%以上。随着人口老龄化速度的逐渐加快，老年人疾病用药及医疗保健需求随之释放，医药行业发展潜力十分巨大。

图表 26：我国总人口、老年人口（左轴）及老年人口占比变化（右轴）



资料来源：国家统计局 天相投顾

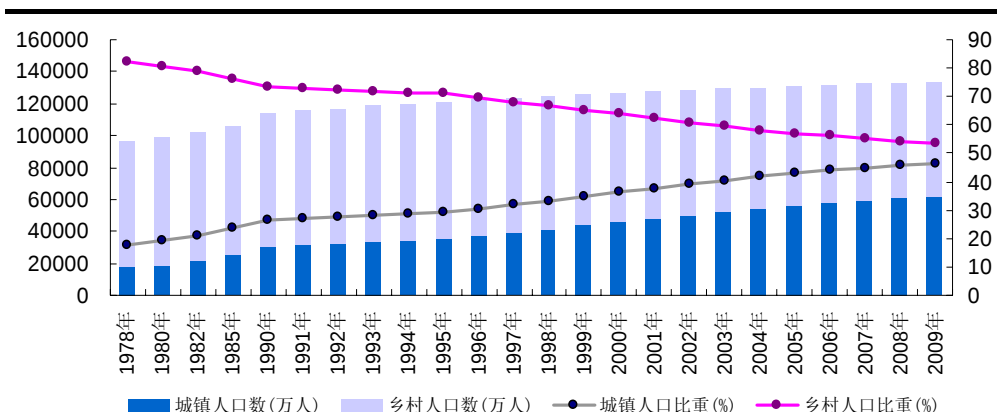
2.4 城镇化进程加快、人民生活水平提高带来消费增加

城镇化代表着居民消费水平的提高，随之用于家庭医疗保健消费也在增加。至 2009 年底，中国城镇化率已达到 46.59%。逐步接近中等收入国家的平均水平。据发改委预测，我国快速城镇化的趋势将保持 15 至 20 年的时间，未来 5、6 年内，中国城镇化水平将达到并超过 50%，医药消费也将随之升级。

此外，我国农村人口数量庞大，有超过 7.1 亿的人口，城镇化加快的同时，农村依然是我国医药行业发展不可忽视的市场。国家加大新农村医疗建设，保障农村居民医药消费水平也在提高。

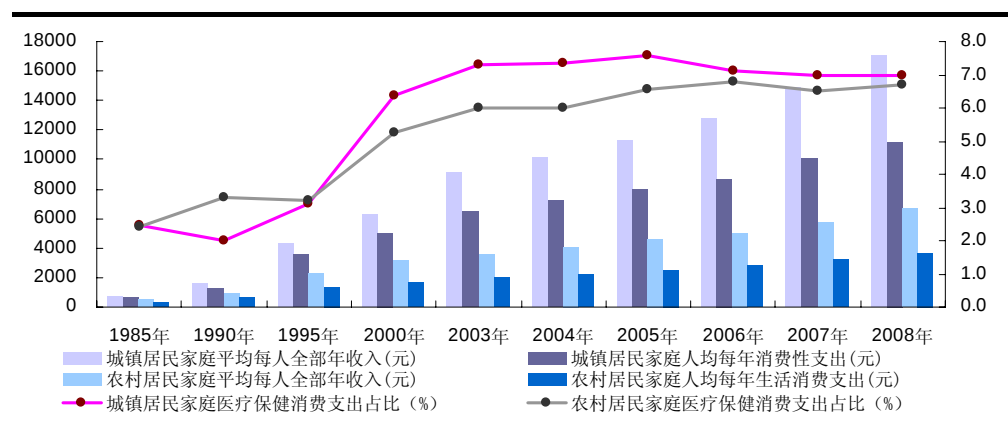


图表 27：我国城镇、乡村人口数（左轴）及城镇、乡村人口比重变化（右轴）



资料来源：国家统计局 天相投顾

图表 28：我国城乡居民家庭收入、消费支出（左轴）及医疗保健消费支出比例（右轴）



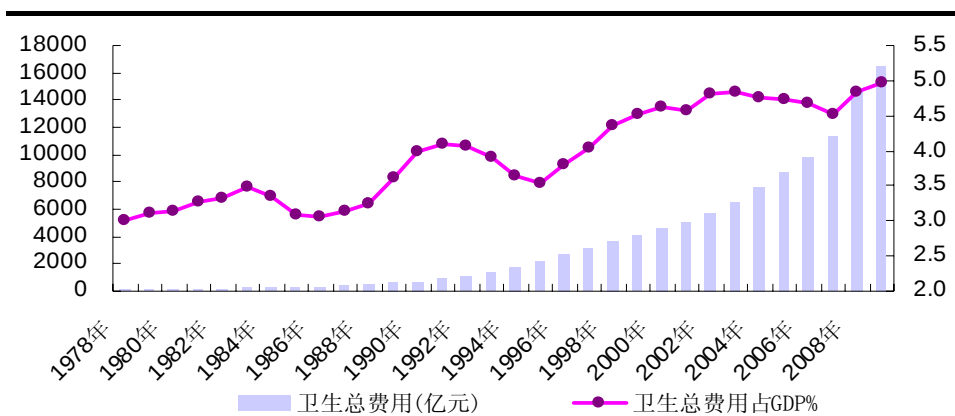
资料来源：国家统计局 天相投顾

2.5 政策投入加大，新医改实施迎来发展契机

改革开放以来，随我国经济持续快速增长，我国全社会用于医疗卫生服务消费的金额不断增加，卫生总费用占 GDP 的比重相应呈上升趋势。但长久以来，我国政府和社会在卫生总费用中所占的比例偏低，导致卫生费用过多地由个人直接负担。近年来，政府对满足不断提高的人民群众医疗卫生需求，解决广大人民群众的医疗保障，和保证卫生服务的公平性问题的的高度重视，提出确立政府在提供公共卫生和基本医疗中的主导地位，完善多元卫生投入机制，由政府、社会和个人三方合理分担基本医疗服务费用，加快我国医药卫生体制改革。2003 年以来我国个人卫生支出比例呈现下降趋势，居民个人医疗卫生费用负担有所减轻。

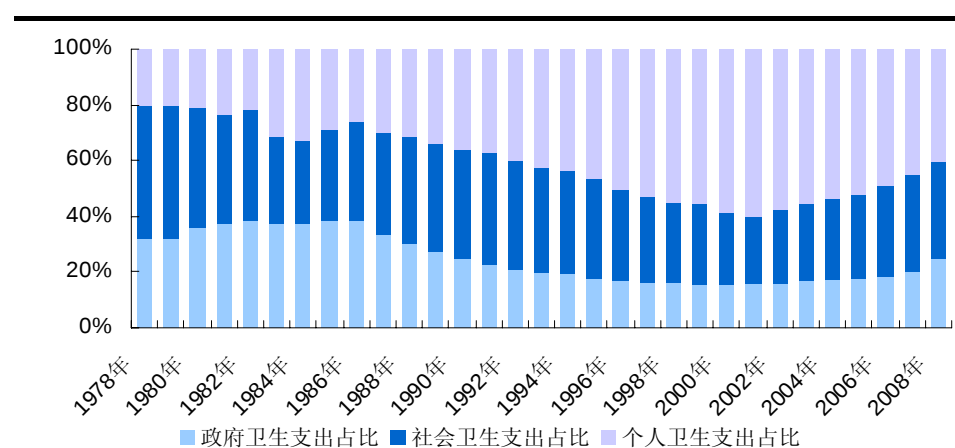


图表 29：我国卫生总费用（左轴）及其 GDP 占比变化（右轴）



资料来源：卫生部 天相投顾

图表 30：我国政府、社会、个人卫生支出的比例变化



资料来源：卫生部 天相投顾

2009 年 4 月，《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》正式出台。我国开始新一轮医药卫生体制改革，新医改提出近三年的五项重点任务，分别为建立医疗保障制度、基本药物制度、基层医疗服务体系建设和基本公共卫生服务逐步均等化、公立医院改革试点工作。以人人享有基本医疗卫生服务为根本出发点和落脚点，新医改的启动为行业带来新的发展契机。

一方面政府完善和加强了公共卫生服务体系、农村卫生服务网、城市社区卫生服务机构和非营利性医疗机构建设。医疗卫生机构数看，“十一五”期间，中央累计安排专项资金 558.4 亿元，支持近 5 万个医疗卫生机构项目建设，其中县级医院近 2000，乡镇卫生院 2.3 万个，村卫生室 2 万多个，社区卫生服务中心 2382 个，提高了居民卫生基础设施建设水平。

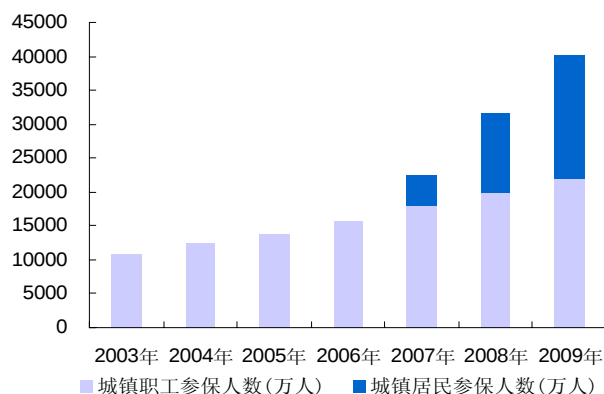
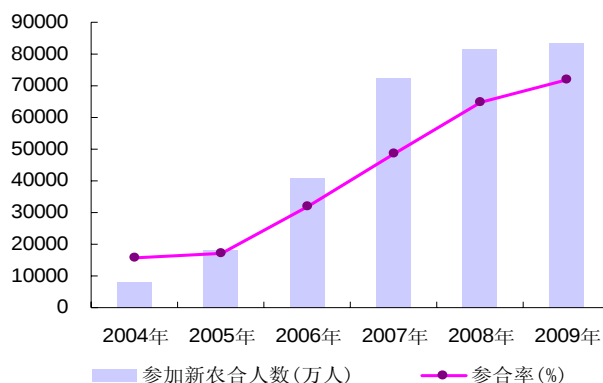
另一方面城镇职工基本医疗保险、城镇居民基本医疗保险、新型农村合作医疗和城乡医疗救助制度共同构成我国基本医疗保障体系。我国 1994 年开始开展职工医疗保险改革试点；1998 年底开始在全国推行城镇职工基本医疗保险制度改革，实现由公费劳保医疗的单位福利制度向社会保险制度的转轨；2003 年，开展新型农村合作医疗制度试点，2008 年在全国范围推开；2003 年、2005 年分别建立农村和城市医疗救助制度，对低保等困难群众进行救助；2007 年，开展城镇居民基本医疗保险试点，把学生、儿童、老



人等城镇非从业人员纳入保障范围，2009 年城镇居民医保制度在全国全面推开。到 2010 年 10 月底，基本医疗保障制度已经覆盖超过 90%的人口。全国城乡已经有超过 12.5 亿的公民被纳入基本医疗保障制度当中。

基本医疗保险制度以到 2020 年实现全民医保为目标。医保覆盖面的进一步扩大，及筹资水平的不断提高，预计新型农村合作医疗保险制度和城镇居民基本医疗保险 2010 年即可带来至少 1000 亿元的新增药品支付能力。医保扩容带来医药市场的需求增加，为我国医药行业的繁荣发展提供坚实基础。

图表 31：我国新农合参合人数（左轴）及参合率（右轴） 图表 32：我国城镇职工和居民基本医疗保险参保人数



资料来源：卫生部 天相投顾

资料来源：卫生部 天相投顾

图表 33：我国新农合和城镇居民基本医疗保险筹资及支出情况

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
新农合筹资标准及支出							
参合人均筹资标准 (元/人)	30	30	50	50	100	100	150
农民缴费 (元/人)	10	10	10	10	20	20	30
中央和地方政府补助标准 (元/人)	20	20	40	40	80	80	120
当年基金支出(亿元)	26	62	156	347	662	923	
城镇居民基本医疗保险筹资标准及支出							
个人(家庭)缴费 (元/人)	各地方根据当地经济发展、城镇居民可支配收入等情况确定						
中央和地方政府补助标准 (元/人)				40	80	120	120
当年基金支出(亿元)				1552	2084	2630	

资料来源：人社部 卫生部 天相投顾

3. 投资策略

3.1 行业长期景气，维持“增持”评级

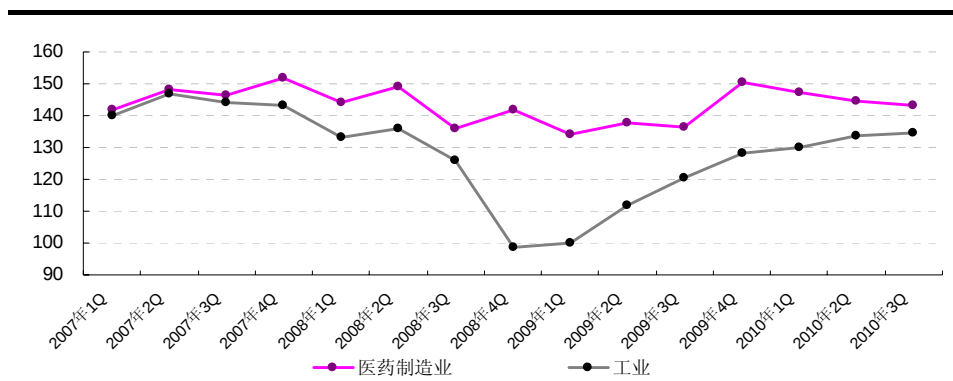
医药行业属于国家大力扶持的朝阳产业，长期处于景气周期。由于人民群众药品消费需求的刚性，受宏观环境影响较小。

在老龄化、城镇化、国家加大投入，医保护大覆盖面扩大等大环境不变的情况下，医药行业收入、利润的继续可以保证持续平稳增长，是兼具防守和进攻性的良好标的。“十二五”规划即将出台，有利于医药行业的长远发展，我们继续维持对医



药行业“增持”的投资评级。

图表 34：全国工业及医药制造业企业景气指数变化

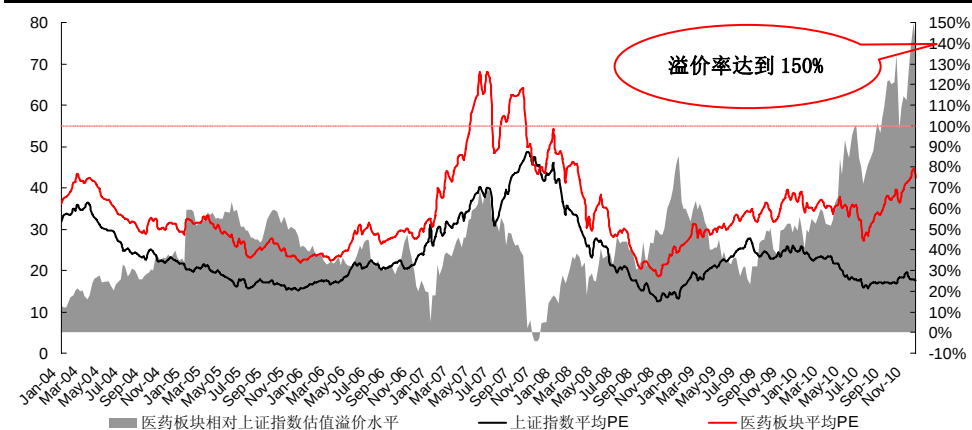


资料来源：国家统计局 天相投顾

3.2 估值处于历史高位，短期有回调风险

2010 年一、二季度医药股整体呈现上行走势，到 6 月中旬医药指数对上证指数估值溢价率一度超过 100%，估值压力显现。在 6 月下旬政策利空刺激下，医药股股价明显回调，医药指数对上证指数估值溢价率回落到 80%，但三季度出于对医药公司业绩稳定增长的判断和防通胀配置，在震荡市中，医药股再次上攻，到 8 月中旬医药指数对上证指数估值溢价率再次超过 100%，并继续上涨，估值处于历史高位。期间虽有 10 月中旬股价小幅调整，到 11 月下旬医药指数 PE 对上证指数 PE 估值溢价率仍一度达到 150%，创下历史新高。虽然长期来看医药公司向高端转型，医药股整体估值中枢可将会上移，但短期来看，医药股估值仍显偏高，面临较大回调压力，上涨空间有限。在系统性机会减少的情况下，选股上主要为发掘业绩稳定剂超预期的低估值个股的投资机会。

图表 35：上证指数、医药板块一年滚动 PE（左轴）和医药板块相对溢价水平（右轴）



资料来源：天相投顾 注：PE 计算为一年滚动，剔除亏损公司

走势预判上，我国经济已走出危机进入复苏阶段，但在经济刚刚步入增长期，物价上涨随之而来，存款准备金率上调，加息预期增大，预计 2011 年大盘箱体震荡格局仍将持续，同时上市公司业绩增长支持箱体中枢上移，底部逐步抬高。医药股走势总体将继续好于大盘，预计 2010 年底到 2011 年一季度，持续上涨的刺激因素

主要为政策驱动。在一季度政策密集期过后，二季度股价可能面临一定回调，而估值将在大盘整体上涨的背景下逐渐得到相对修复。在对医药公司良好业绩的预判下，整年来看，下半年的投资机会可能好于上半年。

3.3 更加看好中药行业

考虑到医疗保障体制覆盖深度和广度的提高，和由此带来的药品市场扩容，我们看好直接受益于医药终端用药需求加速放大的化学药行业和中药行业。

但从历史情况来看，医改政策的提出和医保目录颁布之后的几年，是药品价格调整的重点时期。我们认为未来几年可能将是密集调整或是大范围调整药品价格的时期。《药品价格管理办法》正式文件很可能在明年出台。与以往不同，此次药品价格的调整将伴随着医药流通领域改革、反商业贿赂以及公立医院改革等一系列改革措施的进行，它们都将对药品价格产生较大的影响。在降低全民医疗成本的指导思想下，药品价格向下调整是大概率事件。影响医药公司利润的最大政策风险仍然来自于药品降价。

从量上来看，2010 年起基本药物制度将在基层市场强制执行。《基本药物目录》实施后，2010 年普药公司（化学药公司）的业绩显示，原来预期的价跌量升的局面并没有出现，销售放量远低于预期，基本药物生产企业业绩并不理想。

从价上来看，自 1996 年起，国家发改委通过对出厂价、批发价和零售价进行最高限价，先后出台了 26 次药品降价措施，每次降价的幅度大约为 15-20%，其中涵盖了 2000 余种西药（化学药、生化药）和 300 余种中药。虽然政策对原研药和创新药采取了保护政策，给予单独定价权。但由于我国化学药中真正的创新药物少，97% 上为仿制药，从降价的品种和降价幅度上来看，化学制剂药行业受降价影响远大于中药。近期发改委又宣布从 12 月 12 日起，降低头孢曲松等部分单独定价药品的最高零售价格，涉及抗生素、心脑血管等十七大类药品，平均降幅 19%。首次对外资原研药开刀，单独定价药品也开始降价。相反，中药行业作为“国家战略产业”得到政策的大力扶持，尤其是近年来国家进一步加大对现代中药研究的倾斜，保护品种、独家品种享受单独定价。预计后续降价中，中药保护品种、独家品种大幅降价的可能性要低于化学药。

国家对中医药事业的支持，使我们更加看好有独家品种的中成药企业。建议关注实现中药制剂现代化的天士力、中恒集团和益佰制药。

此外，化学药中建议关注，拥有研发创新核心竞争力，新药获批及国际化带来估值提升的恒瑞医药。

3.4 看好医药流通资源整合

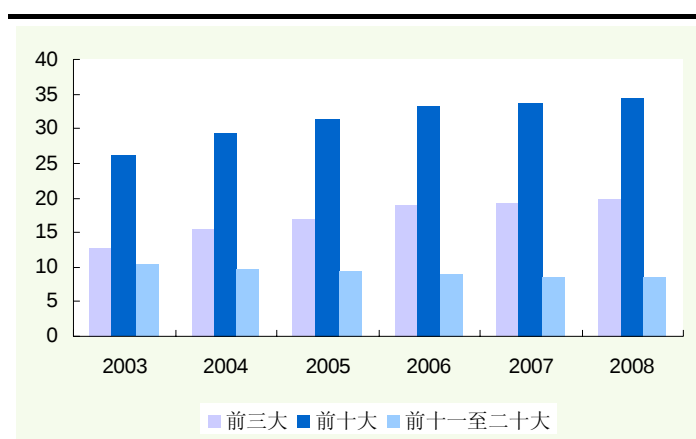
2010 年 11 月工信部、卫生部、药监局联合发布《关于加快医药行业结构调整的指导意见》指出，国务院促进企业兼并重组的精神，鼓励优势企业实施跨地区、跨所有制的收购兼并和联合重组，促进品种、技术、渠道等资源向优势企业集中。通过扶优扶强和在市场竞争中优胜劣汰。显著提高企业规模经济水平和产业集中度，使医药企业数量明显减少，医药百强企业销售收入占到全行业的销售收入的 50% 以上。

《2010-2015 全国医药流通行业发展规划》草案，也指出鼓励药品流通企业“兼并重组”，“引导做大做强”，鼓励零售连锁业态的发展，培育国家级、地市级龙头航母企业。2015 年前将培养出 1-2 家年销售额过千亿的全国性医药流通龙头，及 20 家年销售额过百亿的区域性大型医药企业、药品批发“百强”企业年销售额占全行业年销售总额 80%以上。兼并重组将成为“十二五”期间医药流通领域的工作重点。

中国医药流通行业的市场集中度大大低于世界平均水平，我国目前共有药批企业 1.6 万多家。据中国医药商业协会统计，几乎 90%为小型企业，其中销售额超过 5000 万的只有 491 家，仅占全国药批企业总数的 3.7%，行业集中度与西方发达国家相比很低。

实现行业集中度提升，形成全国性、区域性龙头，医药流通领域将成为医药资源整合的重心。目前，我国医药流通领域，可以称得上网络覆盖全国的全国性流通企业的只有国药集团和九州通二家。剩下为各地区区域性龙头公司。在医药流通领域我们更看好，加快重组，由区域性龙头向全国性龙头扩展的上海医药。

图表 36：我国医药流通企业前 20 家市场份额占比（%）



资料来源：南方所 天相投顾

此外，在原料药方面，对于 VE、VC 等大宗药品，价格仍是影响上市公司业绩最主要因素，可以根据药品价格走势，把握阶段行情。同时，我们建议关注产品价格处于高位，受益于反倾销和产能扩张，国内市场份额将大幅提升的星湖科技。

在生物制品方面，“十二五”《生物医药发展规划》首先是鼓励关键技术和重大产品的创新，要求以产业化、规模化、集约化、国际化为重点，推动医药产业升级。创新型药业疫苗、单克隆抗体、蛋白质药物、抗癌药物和诊断试剂都有可能受益。个股方面暂不做推荐。

3.5 重点公司介绍

天士力（600535）：

公司产品复方丹参滴丸、养血清脑丸（颗粒）、水飞蓟宾胶囊（水林佳）、荆花胃康胶丸、柴胡滴丸、穿心莲内酯滴丸、芪参益气滴丸八个产品进入国家医保目录，



除水林佳外，其余产品均为国家中药保护品种，其中养血清脑丸（颗粒）为公司独家品种。

公司主打产品复方丹参滴丸在心脑血管中成药用药领域排名第一，占有4.5%的市场份额，目前复方丹参滴丸已顺利通过美国FDA二期临床实验，效果好于预期，在改变医生用药习惯及对中药疗效认识上有着重要的意义。随着复方丹参滴丸三期临床的推进，与之相应的学术推广大范围铺开，将促进复方丹参滴丸放量上涨。

二级产品，养血清脑丸、水林佳、芪参益气滴丸进入快速增长期，初步预计未来还将保持20%以上的增速。

新药流感病毒亚单位疫苗获批。该疫苗是我国采用现代生物技术，大规模生产出的唯一的第三代高纯度亚单位流感病毒疫苗，具有更高的纯度、更好的免疫原性和更低的副作用。该批件的取得，是公司跨向生物领域的第一炮，打开了公司未来想像的空间。

定向增发，未雨绸缪。目前公司定向增发已获批，初步预计增发不超过4000万股，发行价格不低于26.73元/股，以进行复方丹参滴丸与现代中药固体制剂扩产项目及三七药材储备及种植基地与研发中心的建设。目前滴丸的产能利用率已达90%左右，我们认为公司提前扩建以整体提升滴丸产业链的生产及储备水平，是为未来市场需求放大做准备。

预计公司2010-2012年EPS分别为0.88元、1.06元、1.22元，对应动态市盈率为48倍、40倍、35倍。目前估值处于合理水平，考虑到复方丹参滴丸FDA三期临床将给国内市场带来的推动作用，其增速有望达到15%以上，另一方面公司二级产品快速增长与其形成协同效应，可以给予公司更高的估值，我们维持公司“增持”的投资评级。

中恒集团（600252）：

中恒集团主要产品注射用血栓通冻干粉针是目前国内治疗心脑血管类疾病的首选中成药。冻干剂型是公司独家品种，并获得发明专利保护。2009年血栓通进入国家基本药物目录，为医保甲类药物。血栓通因其有效成分主要由三七头（主根）提取，且具有良好的水溶性，药效好于同类产品，如：血塞通，且安全性更高，竞争优势明显。

产能瓶颈解决，血栓通进入快速放量期。公司二期工程于2010年8月投产，血栓通产能由0.3亿瓶/年增加至3.3亿瓶/年，基本解决产能瓶颈。血栓通产能扩张预计可带来30-33亿新增收入。在此基础上公司计划2010年开工建设三期产能，预计将于2012年建成，投产后将再增产能0.6亿瓶/年。

此外，公司今年与步长医药签订药品总经销协议，由步长医药代理公司所有产品的销售，合同期为5年（2010年12月1日起至2015年11月30日止）。约定步长医药2011



年度、2012年度分别完成公司含税销售收入23亿元、30亿元；后三年每年递增，递增幅度由双方协商制定。仅按销售协议计算，公司未来2年收入锁定，2011-2012年净利润增长率分别可达96.65%和45.93%。借助步长集团10多年来在国内心血管领域建立的营销网络，预计血栓通销售有望实现跨越式增长。

保健饮料业务有望成为增长点。上半年公司收购国内最大的龟苓膏企业，以龟苓膏为基础的龟苓宝饮料于5月在我国南方和东南亚市场上市，预计年内收入可达2亿元，未来有望超8-10亿元。

预计公司2010-2012年EPS分别为0.53元、0.73元、0.94元，对应动态市盈率为67倍、49倍、38倍。目前估值稍高，但公司与步长医药强强合作后，业绩增长确定，将迎来跨越式发展，维持“增持”的投资评级。

益佰制药（600594）：

公司的处方药和OTC 两个业务板块，并行发展，均有较强的实力。OTC 产品销售规模仍然维持在2亿元左右的水平。

处方药中艾迪注射液、复方斑蝥胶囊均进入医保。独家产品艾迪注射液是一种被广泛应用的抗肿瘤辅助药物，在抗肿瘤中药注射剂市场份额一直维持在前5名，收入增速整体保持。复方斑蝥胶囊因基数较小，收入增长较快，预计未来两年可保持25%以上的增长。

公司在2009 年获得长安国际洛铂的代理权，今年洛铂进入医保，10月逐渐开始销售放量，未来2年洛铂的销售额有望达到2亿元。此外，2010年分别收购南诏药业和民族药业，进一步丰富其产品线。

目前来自民族药业的心血管领域新药米槁心乐滴丸和拥有自主知识产权的注射用复方荛苒，正在等待批文，两者均有不错的市场前景，可以视为公司为长期的增长点所作的储备。

预计公司2010-2012年EPS分别为0.72元、1.10元、1.65元，对应动态市盈率为29倍、19倍、13倍。目前估值明显偏低，维持“增持”的投资评级。

恒瑞医药（600276）：

公司现有产品保持较快增长，收入增长率可保持在25%以上。肿瘤药收入增速接近20%，其中多西他赛和奥沙利铂有望维持20%左右稳定增长，伊立替康、来曲唑保增速较快；七氟烷、阿曲库胺等手术用药进入了高速成长期。

公司具有强大的研发团队，是国内新药创制标杆企业，新药获批，带来的新的过亿元产品不断涌现。公司新的抗肿瘤药物替吉奥胶囊于2010年8月底正式获批，9月开始生产，未来二年有望迎来高速增长。创新药艾瑞昔布临床已经完成，正在注册生产，预计今年年底到明年年初上市。新药阿帕替尼即将进入三期临床。预计2011



年可结束临床，2012年申报生产。此外，自主研发的用于治疗Ⅱ型糖尿病的专利药磷酸瑞格列汀正在进行FDA一期临床，预计明年将顺利进入二期临床。

国际化先行，公司注射剂车间已经完成FDA现场检查，现场反馈良好，目前正在等待美国FDA的回复，有望成为国内首个通过FDA认证的注射剂车间。正在建设中的大浦原料药基地，完全按照美国FDA标准设计和建造，建设完成后，有望整体通过美国FDA 认证，持续国际化升级进程。

预计2010-2012年公司EPS分别为1.00元、1.32元、1.68元，对应动态市盈率为59倍、44倍、35倍。目前估值比较合理。公司新药持续获批将带动业绩大幅提升，国际化进程加快，支持给予公司更高的估值，我们维持公司“增持”的投资评级。

上海医药（601607）：

公司医药分销业务排名全国第二、华东地区第一，区域龙头地位稳固，并积极布局全国进行资源整合和外延扩张。公司今年已经在华南，华东地区先后重组了广州中山医药，山东商联生化药业，常州亚邦制造和福建省医药公司，实现了以华东，华南，华北为重点区域的全国性医药分销网络布局，目前该三大市场容量占全国医药消费市场的比例超过70%。11月初公司又收购北京第三大医药分销商中信医药，实现了再华北地区尤其是北京市场的历史性战略突破，公司医药流通的业务版图进一步扩张。

公司最大的优势便在于工商业联动，具有全产业链优势。公司无论工业还是商业的规模都是名列前茅，工商业具有良好的协同性：一方面，公司商业以品种全为特色，基本涵盖了高端专科药、普药、基本药物等绝大多数品类，因此可以促进自有工业产品的销售；另一方面，工业种类众多，在产1000多个品种，可以极大地丰富商业的品种资源。

赴港融资突破资金瓶颈。2010年9月，公司公告拟在香港主板上市并募集资金80亿元，预计将在2011年上半年实施。一旦赴港融资成行，公司将突破资金瓶颈。医药商业企业兼并重组中，资金实力是非常重要的因素。按照国药控股的发展历程，随着融资成功，2011-2012年将是公司大肆扩张的时期，资产和盈利规模有望出现大幅增长。

预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.72 元、0.85 元、0.94 元，对应动态市盈率为 32 倍、27 倍、24 倍。目前估值比较合理，维持“增持”的投资评级。

星湖科技（600866）：

公司是国内最大呈味核苷酸二钠（I+G）生产企业，目前占据国内 45%的市场份额。呈味核苷酸前景可期，人们生活水平提高，对鸡精、鲜味酱油等中高档增鲜调味品需求增加，下游产品近年来保持了 20%的复合增长率，带动呈味核苷酸市场稳步增长。而由于呈味核苷酸技术壁垒高，目前全球只有 7 家企业掌握了成熟的生产技术，行业集中度很高。同时我国对玉米深加工项目审批严格，新进入者面临较大的政策限制。国内呈味核苷酸产能扩张速度不及下游需求增长速度，目前出现供需



缺口。

反倾销有利于公司扩大国内市场份额。国家商务部发布了原产于印度尼西亚和泰国的进口核苷酸类食品添加剂反倾销案作出肯定性终裁决定，自 2010 年 9 月 24 日起，征收反倾销税（印度尼西亚希杰集团 6.3%，麒麟味元食品公司 6.9%，其他印度尼西亚公司 29.7%，味之素(泰国)股份有限公司 4.8%，其他泰国公司 29.7%），反倾销税的期限为 5 年。反倾销实施后，国外呈味核苷酸二钠很难再进入国内市场，同时公司及时扩张产能，公司呈味核苷酸二钠产能从年产 6000 吨扩张到 10000 吨，预计 2011 年公司产能达到 8000 吨，2012 年完全达产，有助于公司独享国内市场。

日韩企业倾销过后，近二年呈味核苷酸二钠价格持续回升，2009 年初不足 10 万元/吨，2009 年末已上涨到 18 万元/吨，2010 年上半年也维持高位在 17 万元/吨左右，虽然下半年价格有所回落，但仍保持在 15 万元/吨左右，由于打击走私和反倾销实施，国内供小于求，呈味核苷酸二钠价格有望维持在 15 万元/吨水平高位。

预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.59 元、0.74 元、0.88 元，对应动态市盈率为 24 倍、19 倍、16 倍。目前估值偏低，公司受益于反倾销政策，产能扩张更加巩固龙头地位，维持“增持”的投资评级。

图表 37：重点上市公司盈利预测和评级

公司简称	股票代码	EPS (元)			收盘价 (元)	PE (倍)			PB (倍)	投资评级
		2010E	2011E	2012E		2010E	2011E	2012E		
天士力	600535	0.88	1.06	1.22	42.35	48	40	35	9.6	增持
益佰制药	600594	0.72	1.10	1.65	20.97	29	19	13	9.0	增持
中恒集团	600252	0.53	0.73	0.94	35.54	67	49	38	17.6	增持
恒瑞医药	600276	1.00	1.32	1.68	58.45	59	44	35	13.6	增持
上海医药	601607	0.72	0.85	0.94	22.83	32	27	24	5.0	增持
星湖科技	600866	0.59	0.74	0.88	14.28	24	19	16	5.4	增持

资料来源：天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100