

医药生物

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人: 余方升

S0960110030152

参与人: 余文心

S0960110080110

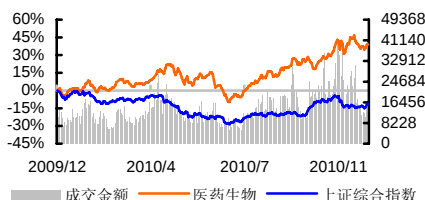
评级调整: 首次

行业基本资料

上市公司家数	156
总市值(亿元)	13908
占 A 股比例(%)	1.83%
平均市盈率(倍)	196.34

行业表现

(%)	1M	3M	6M
医药生物	3.07	9.66	22.07
上证综合指数	-1.95	8.87	0.00



相关报告

《医药生物-配置优质医药股, 布局 2011 年——医药行业 12 月月报》2010-11-30

《智飞生物-二类疫苗行业的闪耀之星, 新产品将带来新增长》2010-11-21

《医药生物-医药流通板块价值突出, 创业板解禁带来机会——医药行业 11 月月报》

医药生物行业

看好

大医药格局形成——三驾马车动力十足

2010 年, 标志着医药行业大市值时代的来临, 未来在处方药、药品保健、医疗服务三架马车拉动下, 大医药的格局已经形成, 特别是医疗服务领域的放开, 将促进行业出现超预期的增长。

投资要点:

- **大医药、大市值, 前景广阔。**2010 年, 医药板块已经成长成为一个大市值行业, 医药板块总市值突破 1.3 万亿, 在各板块中名列第 5。2011 年医药板块的利润仍然有望保持 25-30% 的增长, 未来 5-10 年仍然是投资医药的黄金时期;
- **处方药: 创新和集中度提升是投资的两大主线。**在全民医保的拉动下, 处方药的持续增长是必然的。未来一方面在药品申报越来越难的情况下, 创新型企业的实力将充分体现; 此外药品标准和生产标准的提高将加速淘汰弱势企业, 促进行业集中度的提高;
- **中药保健产品: 跨行业扩张空间巨大。**跨国药企中不乏从医药进入保健相关产品的成功案例, 强生在药妆、日用品等方面都取得了巨大的成功。国内中药企业具有进入保健食品和药妆的先天优势。保健食品行业近年来逐步走出低谷, 进入新一轮发展期; 而在药妆领域, 中药化妆品刚刚显示出良好增长苗头, 未来的空间广阔;
- **医疗服务: 黄金 30 年的起点。**12 月 3 日国务院发布《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》是医疗服务领域一个里程碑式的事件, 中国医疗服务大发展已经拉开序幕, 在现阶段, 投资专科连锁医院的确定性最强;
- **医药流通: 强者恒强时代来临。**医药流通四大家族格局已经形成、国药、华润、上药、九州通将主导未来医药流通的格局。
- **投资策略: 2011 年仍有可能获得超额收益。**2010 年, 医药板块 1-11 月获得了 52.9% 的超额收益, 39.3% 的绝对收益。对于 2011 年, 我们建议首先考虑配置处方药、中药保健和医药流通的龙头品种作为基础配置; 同时投资创新&医疗服务获取超额收益。我们建议 2011 年的年度医药组合为恒瑞医药、东阿阿胶、康美药业、爱尔眼科、国药股份。

风险提示: 短期估值较高, 需要有消化过程。

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
600276	恒瑞医药	0.89	1.06	1.32	1.68	63.51	53.32	42.82	33.64	强烈推荐
000423	东阿阿胶	0.60	0.96	1.31	1.77	84.17	52.60	38.55	28.53	强烈推荐
600518	康美药业	0.30	0.45	0.60	0.78	74.67	49.78	37.33	28.72	强烈推荐
300015	爱尔眼科	0.35	0.47	0.73	1.06	131.20	97.70	62.90	43.32	强烈推荐
600511	国药股份	0.47	0.69	0.83	1.07	55.02	37.48	31.16	24.17	强烈推荐
600079	人福医药	0.43	0.52	0.69	0.89	61.09	50.52	38.07	29.52	强烈推荐
000963	华东医药	0.87	0.78	0.98	1.23	37.89	42.26	33.63	26.80	强烈推荐
600594	益佰制药	0.35	0.55	0.75	1.03	60.49	38.49	28.23	20.55	强烈推荐
000028	一致药业	0.67	0.87	1.17	1.62	49.81	38.36	28.52	20.60	强烈推荐
600267	海正药业	0.56	0.73	1.01	1.40	73.21	56.16	40.59	29.29	强烈推荐

目 录

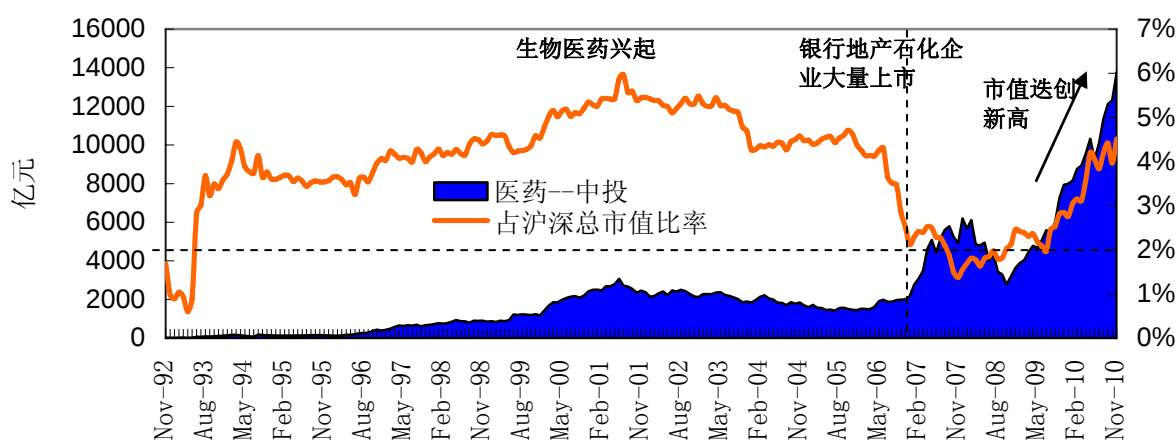
一、大医药格局形成，三驾马车动力十足	3
1.1 医药已经成为大市值板块	3
1.2 处方药、中药保健产品和医疗服务三驾马车动力十足	4
1.3 未来医药行业仍将保持快速增长	4
二、处方药——创新和集中度提升是两大方向	6
2.1 医保拉动处方药整体快速增长	6
2.2 重复申报受到抑制，研发型企业迎来发展春天	7
2.3 产品标准和生产标准提高将促进集中度提升	8
三、中药保健需求——跨行业扩张空间巨大	10
3.1 健康产业——看不到边际的蓝海	10
3.2 保健食品——进入新一轮发展期	11
3.3 药妆——市场之门刚刚打开	12
3.4 主要涉及保健产品上市公司情况	14
四、医疗服务——迎来发展黄金时期	15
4.1 医疗服务的历史性拐点已经出现	15
4.2 行业未来黄金 30 年即将开启	17
4.3 将会诞生中国的大市值医院管理公司“HCA”	20
4.4 目前投资专科连锁医院的确定性最强	20
五、医药流通——强者恒强时代来临	23
5.1 国药控股（1099.HK）——期待回归 A 股	23
5.2 华润系医药流通——逐步浮出水面	23
5.3 上海医药（601607）——全国性布局铺开	24
5.4 九州通（600998）——IPO 助推公司拓展医院市场	24
六、投资策略——2011 仍有望获得超额收益	25
6.1 2010 年以来市场表现	25
6.2 医药板块估值和整体投资建议	26
6.3 投资组合	27

一、大医药格局形成，三驾马车动力十足

1.1 医药已经成为大市值板块

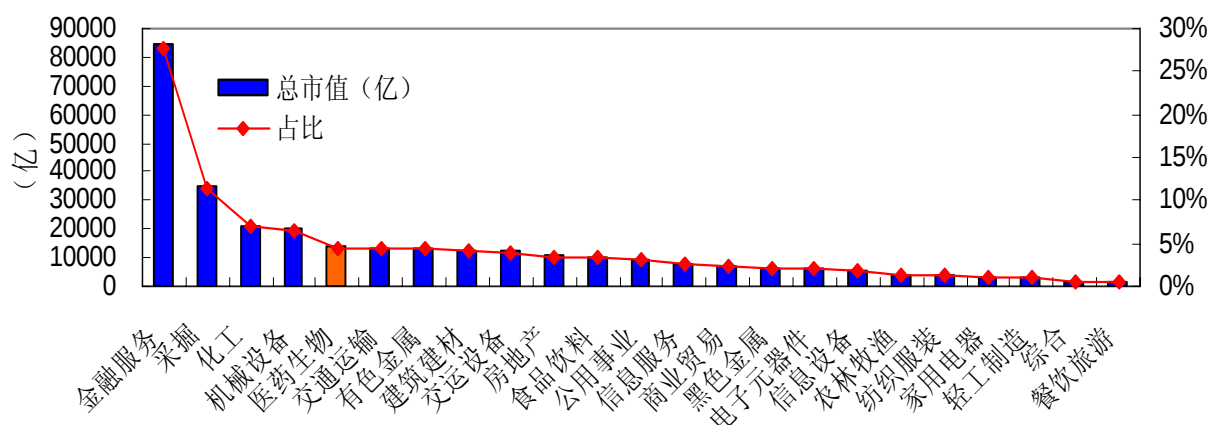
受医药行业快速增长、上市公司越来越多、市场对板块认同度增加等因素影响，2010 年以来医药板块正从小市值行业成长成为大市值行业：2010 年 11 月，医药板块的总市值已经突破 1.3 万亿，占沪深总市值比重超过 4.5%，在各板块中占比已经位列第 5，仅次于金融服务、采掘、化工和机械设备板块。

图 1：医药板块市值占沪深市值比例变化情况



资料来源：WIND 资讯 中投证券研究所 统计日期截止 11 月 19 日

图 2：主要上市公司板块市值占比排序



资料来源：WIND 资讯 中投证券研究所 统计日期截止 11 月 19 日

1.2 处方药、中药保健产品和医疗服务三驾马车动力十足

医药板块中，市值占比最大的是处方药及相关板块，占医药板块市值比重超过了 50%，其次是中药保健产品及 OTC，医药流通第三，但医药流通本身依附于处方药、中药保健产品、医疗服务等产业。实际上推动医药板块市值整体做大的主要是处方药、中药保健产品和医疗服务三架马车。

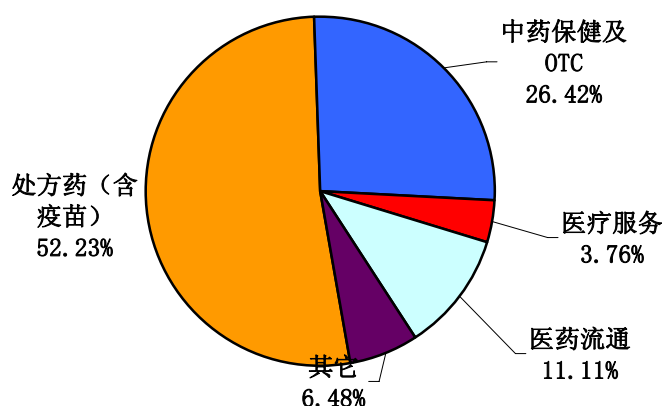
展望未来：

处方药在全民医保的拉动下仍然是医药行业增长的主力，其中具有创新能力和具备规模优势的企业将获得超常发展；

中药保健产品将从药品切入保健食品、药妆、日用品等市场容量巨大的领域，进入高速发展的蓝海；

医疗服务目前正面临巨大的政策机遇，随着政策的逐步放开，发展空间巨大，目前的市值占比严重偏低。

图 3：医药各细分领域市值占比



资料来源：WIND 资讯 中投证券研究所 处方药包括了通过医院渠道销售的疫苗、植入性器械，也包括了面向海外市场的处方药原料药企业等，医疗服务包括了非消耗性的医疗器械。

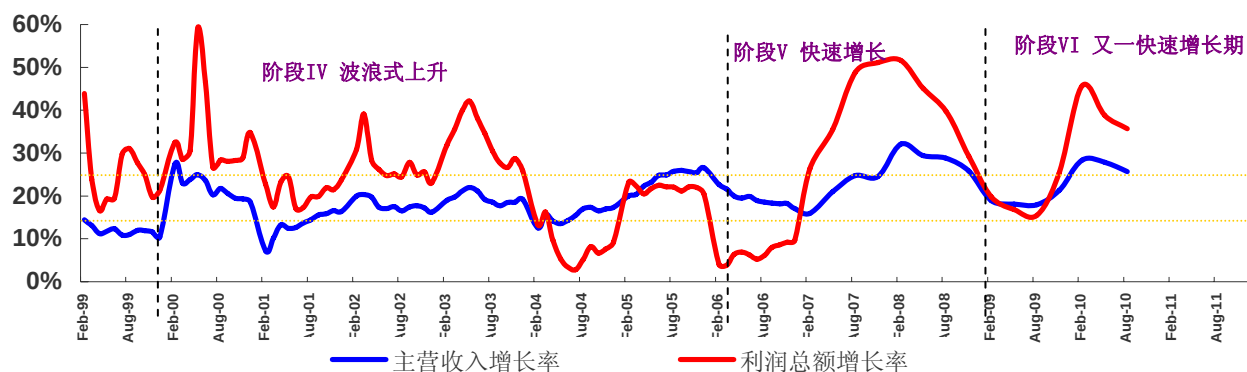
1.3 未来医药行业仍将保持快速增长

2010 年 1-8 月份，医药制造业继续保持了稳定快速增长：收入同比增长 25.69%，利润总额同比增长 34.71%，仍然维持高速增长。我们预计 2010 年全年的医药行业收入增长将在 25-30%之间，利润增速会超过 30%。

美国 IMS Health 公司预测，到 2011 年，中国将取代德国和法国，成为全球第三大医药市场。随着中国人民生活水平提高、人口老龄化进程的推动，未

来十年，医药行业仍将维持快速增长，目前仍然是投资中国医药行业的黄金时期。

图 4：医药制造业及各子行业历年收入增长情况



资料来源：WIND 中投证券研究所

图 5：中国医药市场在全球的排名



资料来源：IMS 中投证券研究所

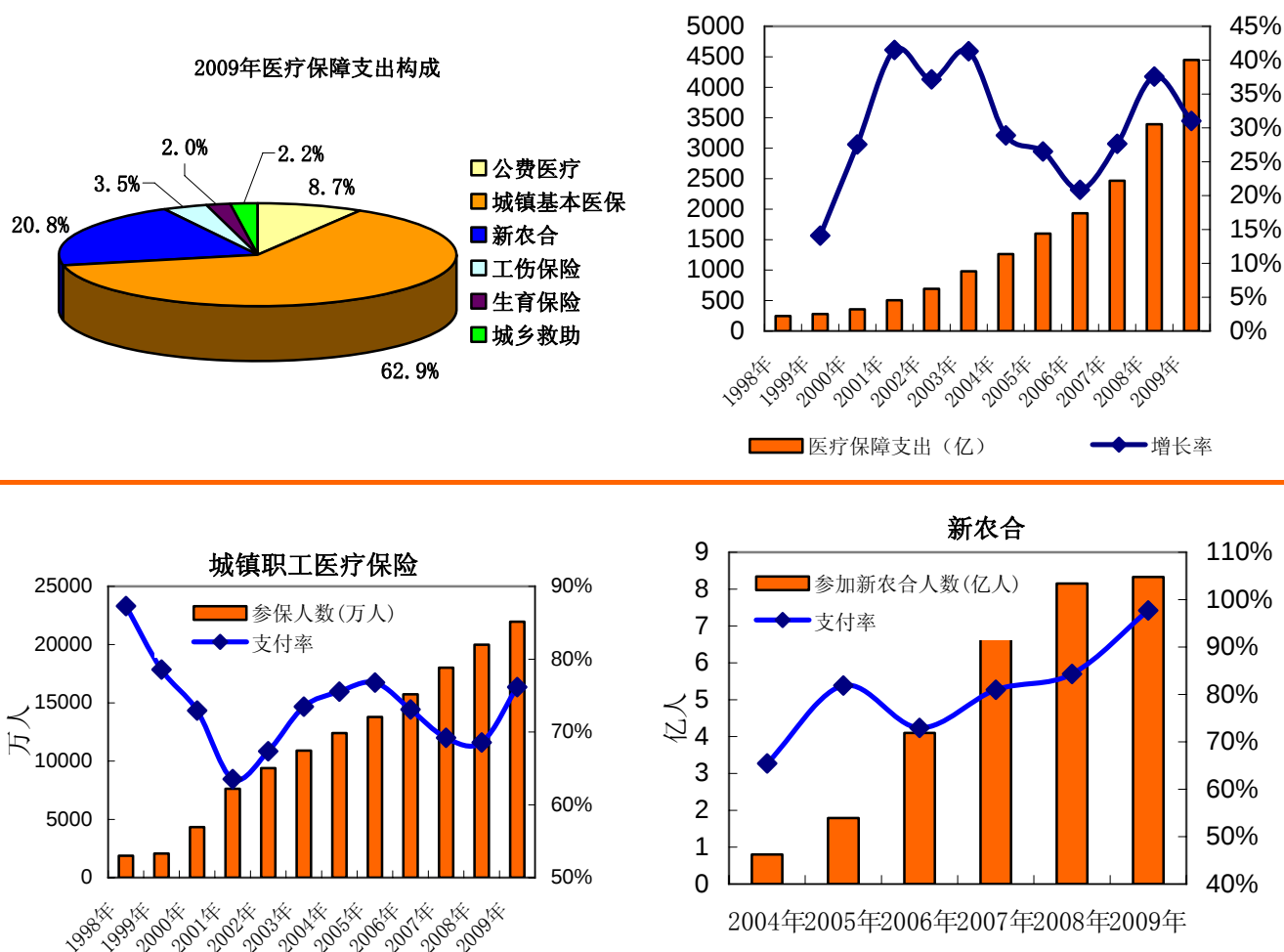
二、处方药——创新和集中度提升是两大方向

2.1 医保拉动处方药整体快速增长

处方药的消费跟医疗保险的覆盖度、补偿金额等密切相关，在 2003 年新农合（新型农村合作医疗）建立，2007 年城镇居民医疗保险制度建立以后，医疗保障的总支出金额不断攀升。从 2003 年到 2009 年，我国的社会保障支出金额从 980 亿增加到 4400 多亿，筹资总额估计超过 5000 亿，2006 年以来的医保支出金额增长速度都在 30% 以上，有力的支撑了处方药的消费的增长。

2009 年以来，城镇居民医保和新农合的支付率都有较大幅度的提高，城镇居民医保的支付率达到 76%，新农合的支付率达到 97.7%，有效缓解了老百姓的看病贵问题，相应的也拉动了处方药的消费增长。

图 6：国内医疗保障支出加速增长



资料来源：卫生部 劳动和社会保障部 民政部网站 城镇基本医保包括城镇职工和城镇居民 中投证券研究所搜集整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

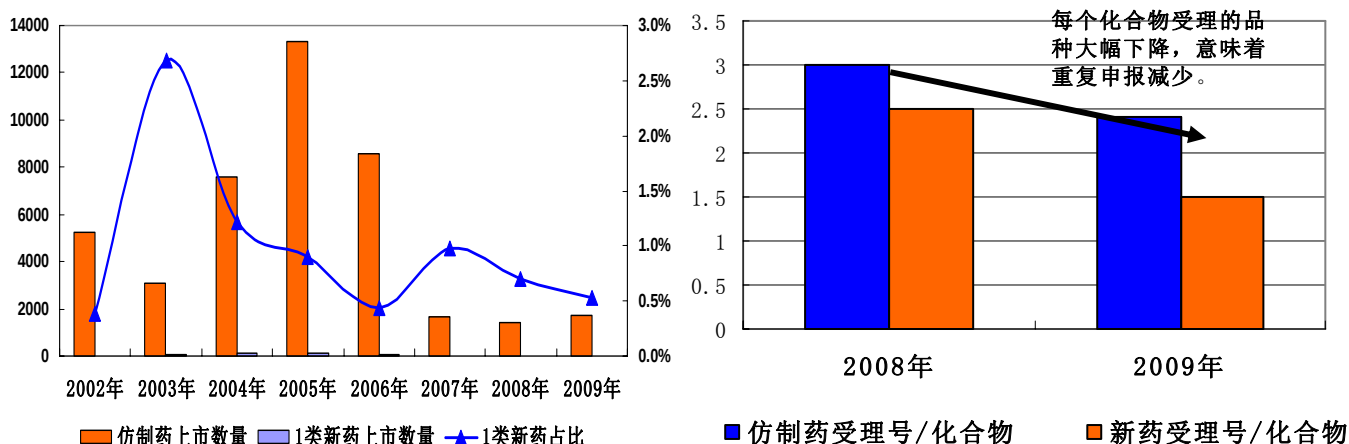
2.2 重复申报受到抑制，研发型企业迎来发展春天

2006 年国家药监局发生郑筱萸事件以后，国内新药的批准发生了重大变化。药品申请受理数量和批准数量都出现了大幅下降：2005 年药监局受理国内药品注册申请 2.2 万个，2009 年下降到 2336 个；2005 年批准仿制药 1.3 万个，2009 年批准数量下降到 1712 个。

同时，对应于每个化合物受理号的数量出现大幅下降：2005 年，一类新药加替沙星一共批准了 122 个生产批文，导致仿制药、甚至是有创新性质的仿制药的竞争极其激烈。2009 年仿制药每个化合物的受理号仅有 2.4 个，新药每个化合物的受理号只有 1.5 个，意味着重复申报的情况得到了明显抑制。

在这种情况下，有新药和仿制药获批的企业，面对的竞争环境对其十分有利。因为在目前的药监局审批环境下，无论是仿制药企业还是创新药企业，有产品获批，能够从中获得的好处都要大大超过以前。除此之外，新药在定价方面将获得国家政策支持，能够获得超额利润。

图 7：国内新药批准情况



资料来源：SFDA 南方医药经济研究所 中投证券研究所 受理号/化合物说明每个化合物受理的品种多少，反映了重复申报的情况。

从 2009 年批准的新药来看，上市公司涉及的只有最近上市的沃森生物（300142）的冻干 A、C 脑膜炎球菌多糖结合疫苗和岳阳兴长的子公司重庆康卫的口服重组幽门螺旋杆菌疫苗。

09 年 SFDA 批准了 13 个（1.1 类）化药新化合物、1 个（1 类）中药新有效单体和 48 个中药新处方（6 类）进入临床试验。其中，批准进入临床的两个肿瘤药（非洛他赛和酪氨酸激酶抑制剂法米替尼）都是恒瑞医药的，企业的竞争优势凸显。

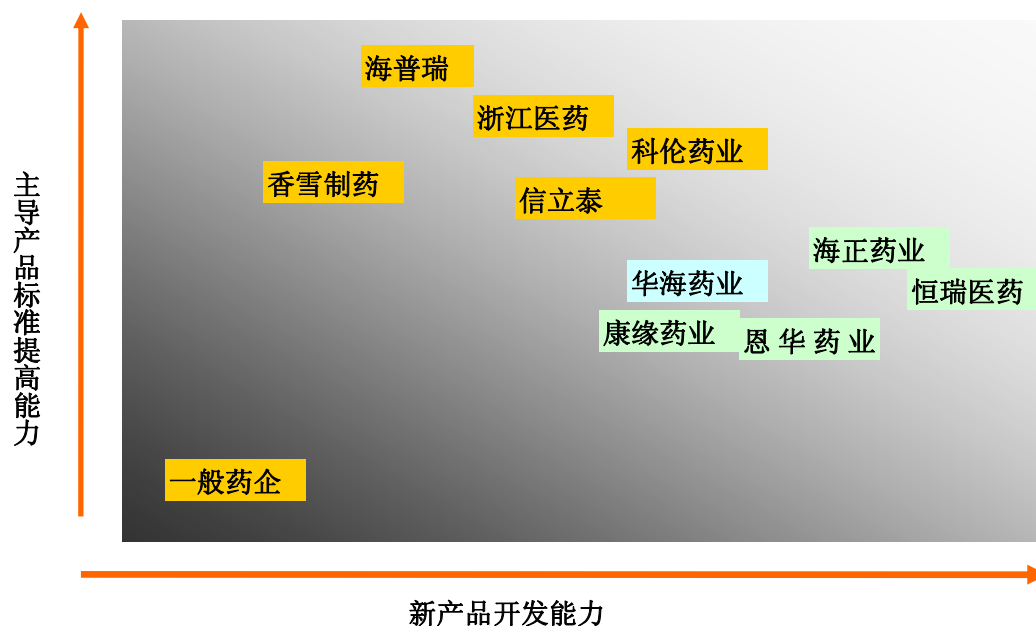
表 1: 2009 年批准的 1 类新药

序号	药品名称	注册类别	剂 型	申请企业
1	盐酸安妥沙星	化药 1.1 类	原料药	安徽环球药业股份有限公司
2	盐酸安妥沙星片	化药 1.1 类	片剂	安徽环球药业股份有限公司
3	左奥硝唑	化药 1.3 类	原料药	南京圣和药业有限公司
4	左奥硝唑氯化钠注射液	化药 1.3 类	注射剂	南京圣和药业有限公司
5	利福平异烟肼片	化药 1.5 类	片 剂	沈阳红旗制药有限公司
6	尼群洛尔片	化药 1.5 类	片 剂	江苏吉贝尔药业有限公司
7	乙胺吡嗪利福异烟片	化药 1.5 类	片 剂	沈阳红旗制药有限公司
8	注射用头孢曲松钠他唑巴坦钠	化药 1.5 类	注 射 剂 (1.0g)	海口奇力制药有限公司
9	注射用头孢曲松钠他唑巴坦钠	化药 1.5 类	注 射 剂 (2.0g)	海口奇力制药有限公司
10	注射用头孢噻肟钠舒巴坦钠	化药 1.5 类	注射剂	湘北威尔曼制药有限公司
11	冻干 A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	预防用生物制品 1 类	注射剂	玉溪沃森生物技术有限公司 (300142)
12	口服重组幽门螺杆菌疫苗	预防用生物制品 1 类	注射剂	重庆康卫生物科技有限公司 (上市公司岳阳兴长的子公司), 中国人民解放军第三军医大学

资料来源: 国家食品药品监督管理局 中投证券研究所整理

2.3 产品标准和生产标准提高将促进集中度提升

图 8: 新产品开发能力和标准提高能力

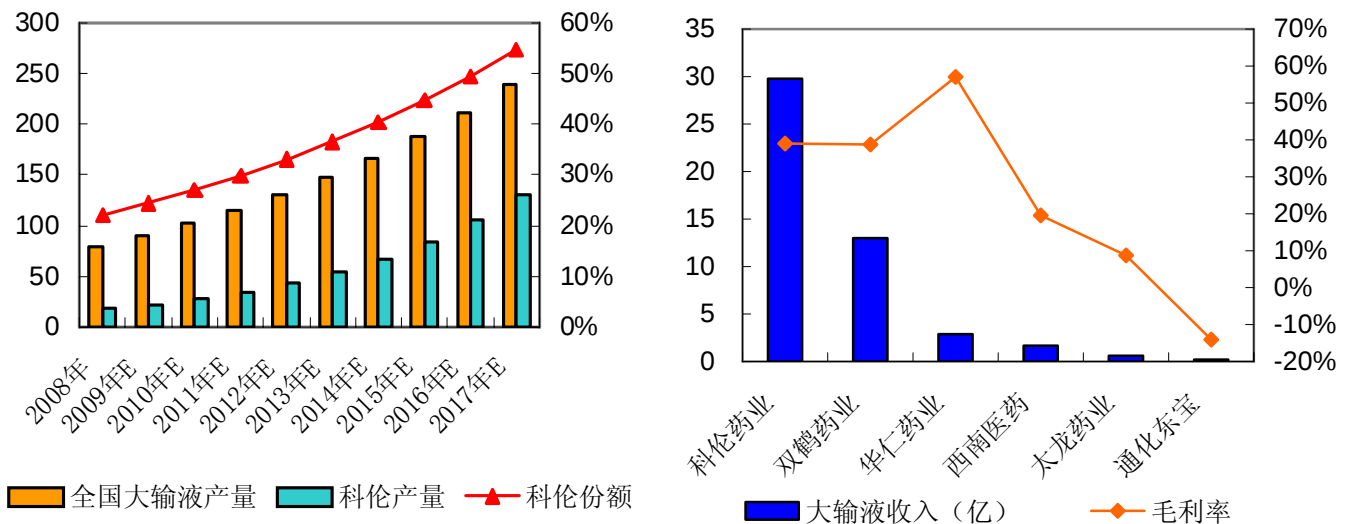


资料来源: 中投证券研究所分析 表中为相对值判断

即将出台的生物产业振兴规划一方面将极大的促进创新药物的发展；但对于目前基数仍然很大的传统医药产业而言，将通过药品标准和生产标准的提高，极大的促进集中度的提高——新版药典的公布和新版 cGMP 的推出都将大大推动传统药品的升级；在部分产品上，如肝素、维生素 E、万古霉素等，中国企业已经成为世界标准的制定者。

部分领域，规模效应已经开始体现：自 2006 年以来，医药流通业的规模效应已经彰显；制造领域，大输液无疑是规模效应体现的非常明显的一个细分领域，科伦在行业内的优势发挥的淋漓尽致，新版 cGMP 标准的推进也将促进行业集中度的提高。未来预计在大输液以外的领域，也有一些大型医药企业将体现规模优势。同时，基本药物制度的推行，也给大型医药企业带来了提高行业集中度的机遇。

图 9：大输液集中度变化及盈利能力



资料来源：WIND 中投证券研究所

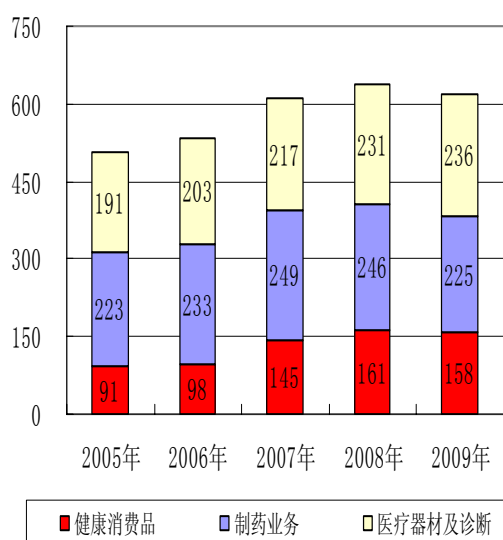
三、中药保健需求——跨行业扩张空间巨大

3.1 健康产业——看不到边际的蓝海

中药的未来有两个发展方向：一是走处方药的路线，这样会越来越接近化学药，比如中药注射剂的生产企业益佰制药、康缘药业等；二是走保健产品的路线，向保健食品、药妆、日用品等领域扩张。从某种程度上而言，走保健产品路线的公司面对的市场更为广阔。

国外医药企业中就有典型的案例，强生公司就是从医药进入药妆、日用品等健康相关产业，并获得了巨大的成功；惠氏等公司在儿童奶粉等领域形成很大的优势。

图 10：美国强生主营业务收入和产品构成



09 年公司全球销售收入 619 亿美元，净利润 123 亿美元；
强生健康消费品收入 09 年达到 158 亿美元，占公司销售收入比例达到 25.5%；



强生婴儿沐浴露、爽身粉等系列



娇爽卫生巾/卫生护垫、o.b.卫生棉条等相关系列



可伶可俐、露得清、强生美肌等系列



邦迪创可贴等系列



李施德林护齿等系列

资料来源：美国强生网站 中投证券研究所

以美国强生为例，公司成立于 1886 年，目前已经形成多元化医疗保健卫生用品及消费者护理产品供应商，旗下产品涉及护肤品、彩妆、美容美发、香水、洗护发等多个领域。09 年公司全球销售收入高达约 619 亿美元，净利润达到 123 亿美元。

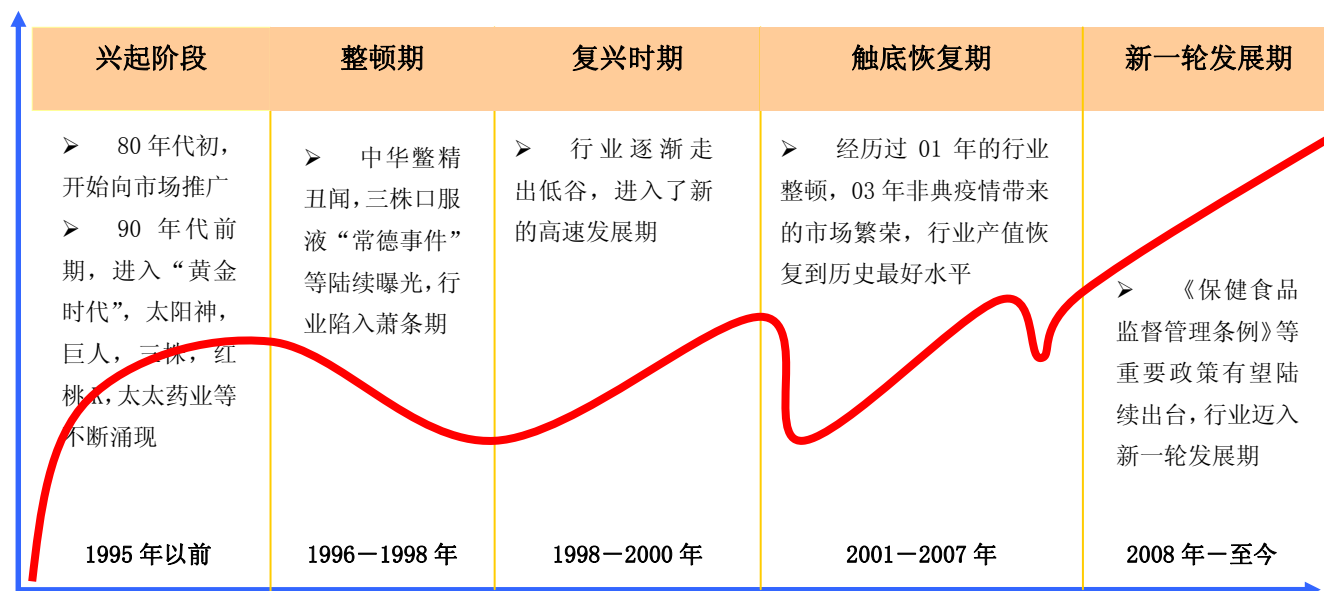
其中，强生健康消费品业务 09 年销售收入达到 158 亿美元，占公司总营业收入比例由 05 年的约 18.0% 上升到 09 年 25.5%，并有进一步上升趋势，给公司发展提供了强劲动力。

3.2 保健食品——进入新一轮发展期

中药保健食品（以前也叫中药保健品）在发展过程中经历过几轮起伏，从早期的蜂皇浆，到后来的三株口服液、脑白金等，到现在管理日益规范，具有深厚历史底蕴的医药企业为主的保健食品开始进入一个良性发展的轨道。

据统计，06 年以来，保健食品行业年均复合增长率超过 30%，09 年产值已高达 911 亿，成为仅次于美国的全球第二大市场，10 年我国保健食品产值突破 1000 亿已毫无悬念。

图 11：保健食品行业 08 年以来步入新一轮发展期



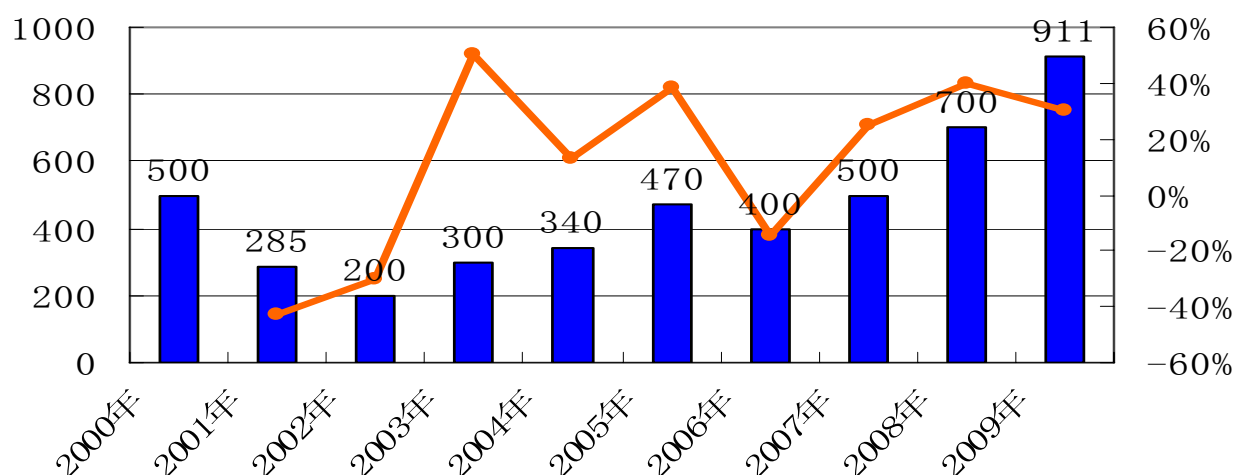
资料来源：根据相关资料整理得到 中投证券研究所

未来我国保健食品行业向好趋势主要体现在：

1、我国保健食品潜在市场空间巨大，随着人均收入的提高，人均保健食品消费水平将大幅提升；2、养生保健观念最终将导致市场发生根本性变化。3、保健食品功能日趋规范 and 专业化。经历过多年的规范调整，保健食品目前已有 27 项功能，并从 05 年 7 月起规定容许申报新功能。此外保健食品研制者们开始重视产品功能成分的开发。

目前涉及新一代保健食品的企业主要有东阿阿胶和江中药业，在阿胶系列和初元等产品上都做的非常成功。

图 12: 2000 年以来我国保健食品产值 (单位: 亿)



资料来源: 保健品协会 中投证券研究所

3.3 药妆——市场之门刚刚打开

根据 1984 年美国美容化学协会创始人 Albert Kligman 的说法, 药妆的定义是介于药物和化妆品之间的制品, 药妆品的作用超过赋予皮肤以色泽但不及治疗的药物。

药妆真正得到广泛应用是由 1993 年果酸类产品之风所带动, 近年全球药妆市场发展非常迅速, 代表了化妆品的一种主要发展方向。

表 2: 目前国内药妆市场主要品牌情况

公司	品牌	特点
法国欧莱雅	Vichy 薇姿	其产品能在各生理层面满足皮肤需要, 预防和改善皮肤问题
	LAROCHE-POSAY 理肤泉	含合理肤泉温泉水, 具有神奇的镇静舒缓和抗自由基的功效
	SkinCeuticals 杜克	多种抗氧化物质的协同作用发挥最大的修复与滋养功效
日本资生堂集团	FERZEA 菲璐泽	解决干燥肌肤问题
法国皮尔法伯集团	Avene 雅漾	所有产品均以雅漾活泉水为基本成分
	A-DERMA 艾芙美	专为较弱问题性皮肤研制, 具有抗刺激性, 抗炎, 舒缓等特性
日本佳丽宝	Freeplus 芙丽芳丝	选用对肌肤不产生负担的高品质原料, 做到“近零刺激”
拜尔斯道夫集团	Eucerin 优色林	具有第一个在日常环境下保护和修复皮肤的保护性弱酸性膜的产品
上海家化	佰草集	中国第一套完整意义上的现代中草药系列护理产品

资料来源: 公司资料 中投证券研究所

据统计, 到 2010 年, 我国化妆品市场销售总额可达到 1200 亿, 其中药妆市场份额将增长到 40%, 总额达到 480 亿。而国内零售药妆店销售仅占化妆品销售总额的 2%, 显示药妆市场有着巨大的增长潜力。

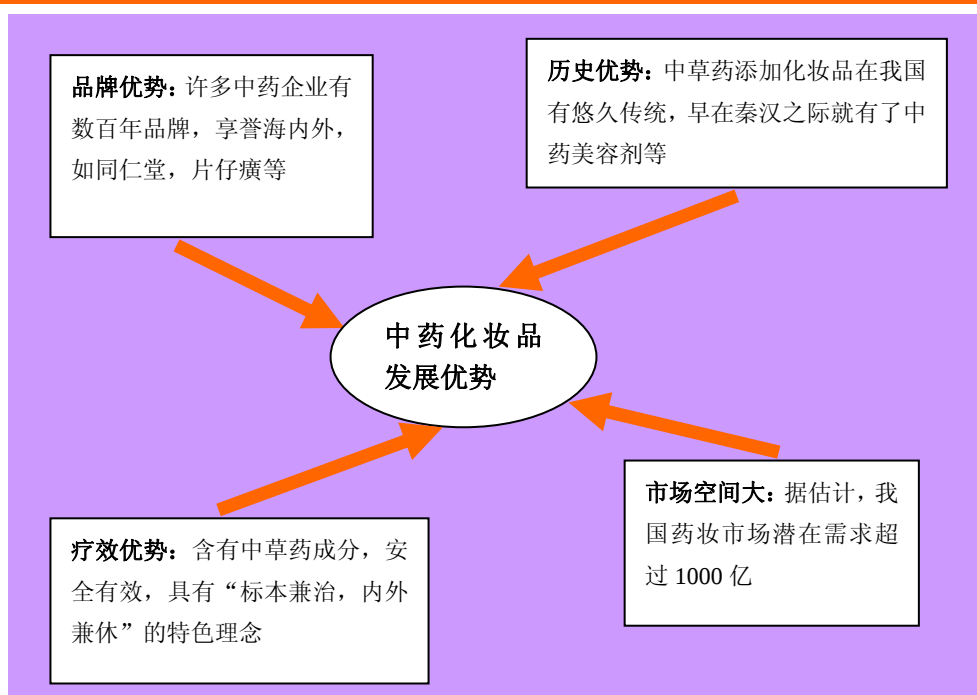
虽然我国的药妆品市场还比较小, 但在过去多年药妆市场保持了 10% ~ 20% 的年均增长率, 这一增长速度是欧洲市场的两倍, 我国药妆品市场潜在规

模高达 1000 ~ 1500 亿。

从目前来看，我国药妆市场尚处于探索和发展阶段，市场几乎被薇姿、理肤泉、雅漾等外资品牌垄断。据统计以上三大品牌占有国内 60% 的药妆市场份额，并且每年以 30% 的速度在增长。

中药化妆品是以中医药理论为指导思想，添加功效性成分，针对问题皮肤和敏感皮肤研发的安全性高的化妆品。对于我国企业来说，尤其是中药企业，由于具有突出的品牌优势，以及疗效优势明显，进军药妆市场应当有广阔发展前景。

图 13: 我国中药企业拓展药妆市场优势



资料来源: 根据相关资料整理得到 中投证券研究所

目前, 尽管外资品牌在国内占据了主导地位, 但值得可喜的是, 近年国内有不少中药企业纷纷试水药妆市场。片仔癀开发出 PZH 药妆系列, 同仁堂推出“美白润肤面膜”, 康恩贝推出“萃芙理”孕产妇肌肤修复系列, 昆明圣火药业推出“十二味”系列中药护肤品, 广州敬修堂推出“万花美容”系列, 众多药企正在积极扩大药妆业务……还有日化领域的上海家化推出了“佰草集”系列产品, 广州白雪映象也推出了“草本养颜玉溶液”黄金单支, 在市场上取得了较好的销售业绩。

展望未来, 在国内企业积极推动下, 我国药妆市场正呈现多元化和高速发展的良好态势。如果国内企业能紧握“中药”核心优势, 加强研发投入, 完善销售渠道, 提升专业品牌形象, 定能在未来前景无限的药妆市场中抢占先机。

3.4 主要涉及保健产品上市公司情况

国内健康产业市场规模很大，涉及的医药上市公司有很多。根据统计，这些品牌集中在保健食品、药妆、日化产品 3 个方面。

从目前来看，云南白药切入牙膏领域已取得了巨大成功，东阿阿胶打造阿胶高端品牌形象成效显著。

此外，江中药业的初元、东阿阿胶的保健食品、片仔癀药妆等也取得了不错的销售业绩，中药健康产业化已初具规模，我们相信以后将会有越来越多的药企迈向成功之路。

表 3: 国内医药上市公司主要健康产品情况

类别	上市公司	产品	09 年销售规模
保健食品	东阿阿胶	阿胶系列	12 亿多
		保健食品	1 亿
	江中药业	初元送礼系列	2 亿
	康恩贝	贝贝儿童产品及元邦胶囊	约 1 亿
	广州药业	王老吉凉茶系列	约 10 亿
	中恒集团	龟苓膏	约 0.4 亿多
	康美药业	菊黄茶，西洋参加州宝贝等	NA
	片仔癀	润喉糖	几百万
	永安药业	牛磺酸（食品添加剂）	3.10 亿
	海王生物	海王金樽，牛初乳系列等	NA
	哈药股份	保健食品直销	NA
	健康元	太太口服液	NA
	三精制药	葡萄糖酸锌口服液	NA
药 妆	片仔癀	PZH 系列	约 0.37 亿
	马应龙	八宝去黑眼霜	试销中，约 0.02 亿
	同仁堂	美白润肤面膜	NA
	皮宝制药	柯医师蛇脂维肤膏等	NA
	陈李济（广州药业）	天然草本药妆（甘草抗痘系列、银杏保湿系列等）	NA
	中华药业（上海医药）	舒醒系列产品	NA
	康恩贝	萃芙理孕产妇系列	NA
	广州敬修堂（广州药业）	万花美容系列	NA
日化产品	云南白药	白药牙膏	5.74 亿
		洗护系列	NA

资料来源：公司公告资料 中投证券研究所

四、医疗服务——迎来发展黄金时期

4.1 医疗服务的历史性拐点已经出现

医疗服务是一个和政策高度相关的行业，一个至今受国家高度管制的行业。而在这个时点上，新一轮“国退民进”的破冰之旅已悄然开始。

过去，我们看到在中国医药市场的放开过程中，产生了辉瑞中国等外资企业，同一时期放开药品的管制，产生了 500 亿市值的恒瑞和白药，1998 年允许民营资本进入医药流通，产生了 200 亿销售规模的九州通，国药控股也在竞争对手的促进下，不断壮大。

2000 年，鼓励民营资本开设医院，产生了百亿市值的民营连锁医院——爱尔眼科；2010 年，公立医院改革再度启动，允许民营资本进入医疗服务领域，16 个城市开始试点，12 月 3 日国务院发布《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》，极大利好医疗服务业。

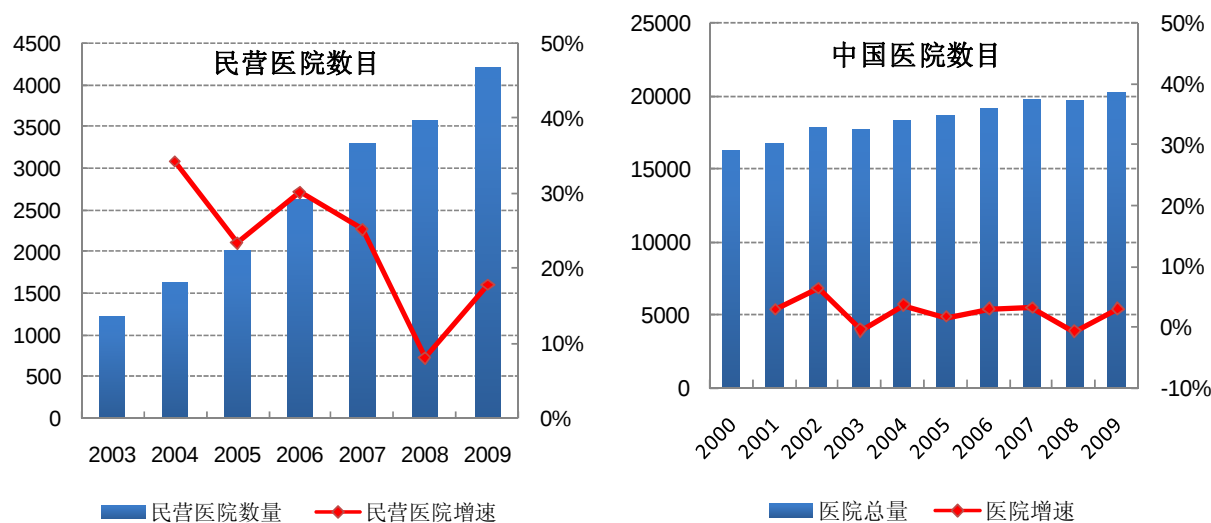
未来，历史性的机遇正在来临，我们正站在 30 年医疗服务大发展的起点。

表 4：医药行业“国退民进”的政策出台后诞生的大企业

细分行业	开 放 年 份	国家政策 变化	诞生的 代表企业	2009 年营业总 收入（亿）	企业 logo
外企药企	1980 年	允许外资企业进入中国	辉瑞中国	约 70 亿	 辉瑞中国 Pfizer China
化学制药业	80 年代	放开药品管制	恒瑞医药	30 亿	 恒瑞 HENG RUI PHARMACEUTICALS
中药行业	80 年代	放开药品管制	云南白药	72 亿	 云南白药
流通行业	1998 年	允许民营资本进入流通行业	九州通	189 亿	 九州通
医疗服务	2000 年	鼓励民营资本开设医院	爱尔眼科	6.06 亿	 爱尔眼科 AIER OPHTHALMOLOGY
医疗服务	2010—— 未来	鼓励多元化办医，社会资本兴建医院	爱尔、通策、华邦、和睦家、马应龙、金卫医疗、西南合成、金陵药业	市场潜力巨大 谁会成为下一个大企业？	

资料来源：中投证券研究所

图 14: 2001-2009 医院数目变化情况



资料来源: 卫生统计年鉴、中投证券研究所整理

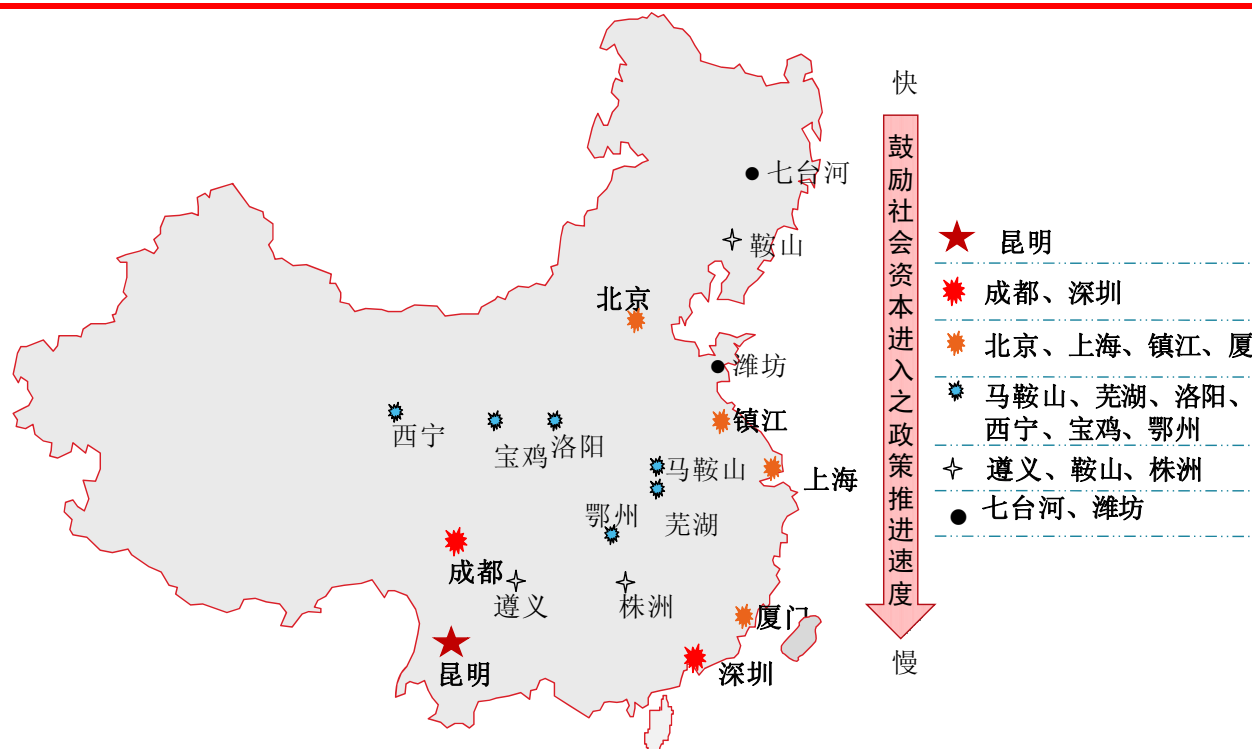
过去 10 年间, 全国医院数目基本没有增长, 但民营医院数量却节节攀升。00-06 年是为发展的极佳时期, 2004 年增长率达到 35%, 07、08 年由于政策压力陷入低谷, 08 年增长率不足 10%, 而 09 年这一局面已经反转, 证明拐点已现。

在中央大方向的政策频繁出台的同时, 各地也开始不断探索多元化办医。我们将全国试点城市进展快慢归纳如下图。进展较快的地区也是值得资本密切关注的区域, 较易突破。

30 年历史表明, 这是一个与政策高度相关的行业, 历次高速发展均出现在政策出台前后; 各地实践显示, 深水区破冰之旅已悄然开始, 外部环境逐步好转, 大量资本正不断进驻。

2011 年作为 3 年医改最后一年, 公立医院改革成为政府工作重中之重, 将会密集出台各种配套政策, 最重要的《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》已经发布, 医疗服务业已迎来了前所未有的历史性机会。

图 15: 试点城市民营资本进入医疗服务行业改革推进速度



资料来源：各地政府网站、卫生部网站、中投证券研究所分析整理

（注：16 个试点城市包括：东部的辽宁鞍山、上海、江苏镇江、福建厦门、山东潍坊、广东深圳；中部的黑龙江七台河、安徽芜湖和马鞍山、河南洛阳、湖北鄂州、湖南株洲；西部的贵州遵义、云南昆明、陕西宝鸡、青海西宁，另有成都、北京推进速度也较快。故图中共 18 个城市。）

4.2 行业未来黄金 30 年即将开启

目前中国医疗市场可能出现与 20 世纪 70 年代美国相似的爆发性增长。到 2020 年，将会成为仅次于美国的全球第二大医疗市场。医疗服务业公司有望迎来 30 年的高速增长。

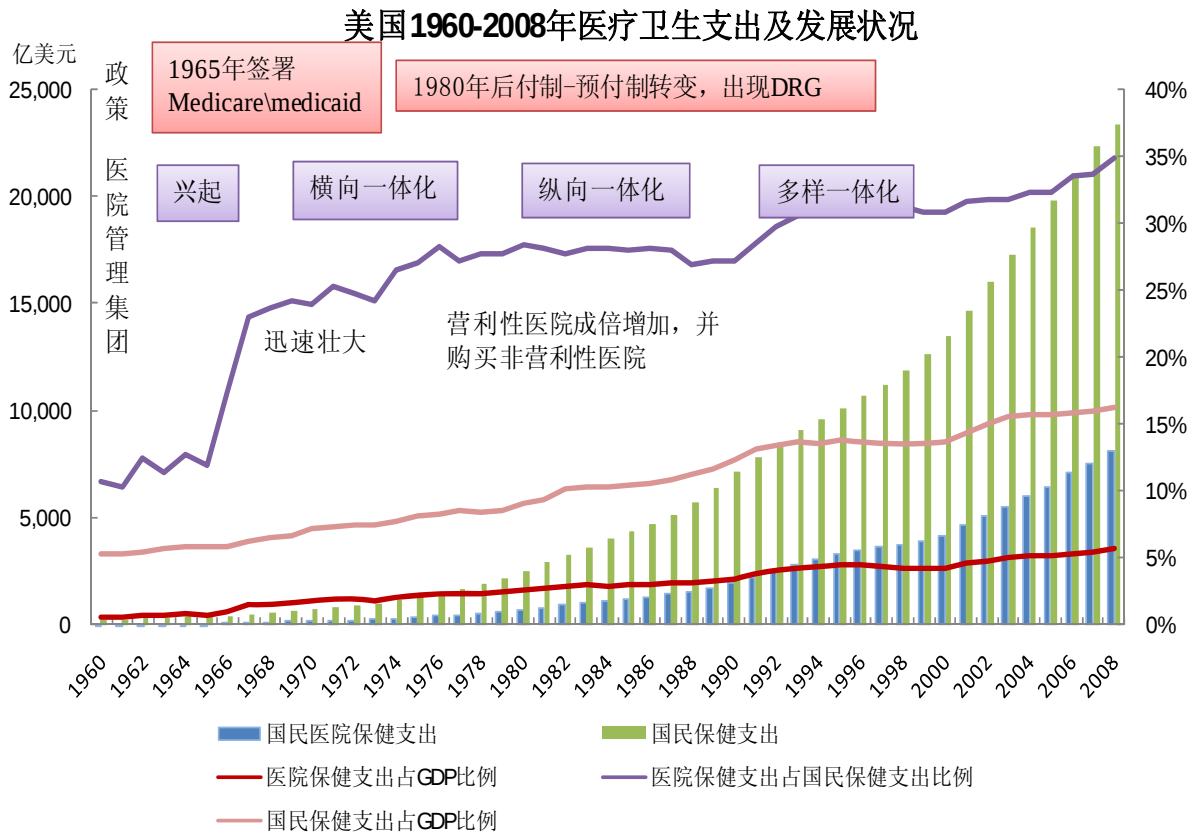
美国上个世纪 60 年代末医疗卫生市场开始出现爆发型的增长，其最根本的原因是 1965 年 7 月 30 日约翰逊总统签署的社会保障法案（联邦医疗保险 [Medicare] 及医疗补助 [Medicaid]）。

Medicare 是美国历史上第一个全国性的医疗福利措施，也是医疗制度发展史上的一个历史性事件，对整个医疗行业有相当深远的影响。此法案极大地释放了民众医疗保健的需求：国民保健支出从 1965 年的 420 亿美元上涨 2008 年的 23400 亿美元，上涨近 60 倍，其占 GDP 的比例从 5% 上涨到 15%。其中，值得特别关注的是医疗服务业得到了极大地发展，医院保健支出从 1965 年的 50 亿美元上涨到 2008 年的 8170 亿美元，上涨 163 倍。

美国社会保障法案颁布仅仅两年，国民保健中的医院消费占比就从

11%上涨到 23%，随后 30 年不断走高达到 35%。

图 16: 美国 1960-2008 年医疗卫生支出及发展状况



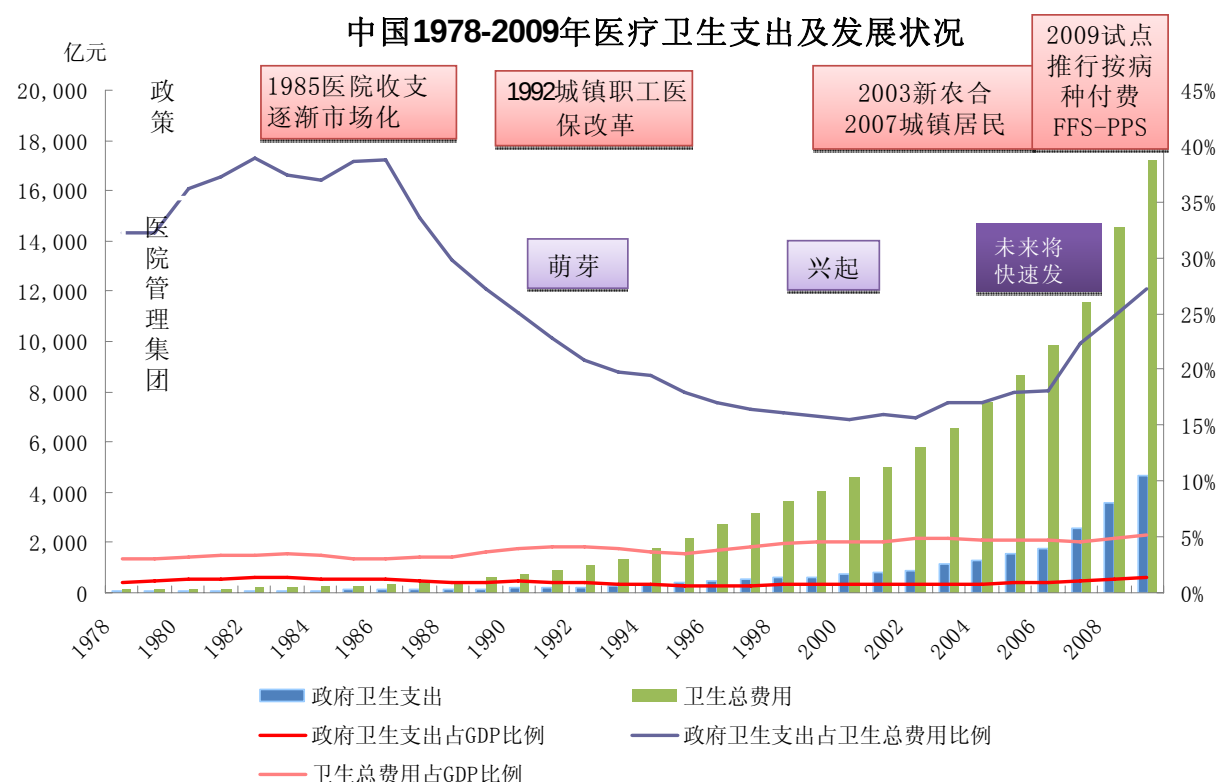
资料来源：中投证券研究所分析整理

我们认为，中国目前的状况与美国1970年代非常相似，正处于爆发性增长的前夜。

宏观环境方面，我国卫生总费用占 GDP 的比例约为 5%，远低于发达国家 15% 的水平，政府卫生支出占 GDP 的比例更是不足 2%，有极大的提升空间。

保险制度方面，和1960年代的Medicare\Medicaid的推行极其类似，均着眼于对无保障人群医保的基本医疗的覆盖健全，将极大地释放民众医疗卫生的需求。2003年启动的新农村合作医疗和2007年启动的城镇居民医疗保险正是着眼于低水平广覆盖的基本医疗，目前仍处于起步阶段。各地的报销比例也在不断提高。

图 17：中国 1978-2009 年医疗卫生支出及发展状况



资料来源：卫生部，中投证券研究所分析整理

表 5：中美卫生状况比较

	中国(2010s)	美国(1970s)	美国(2000)
GDP	49200 亿	10250 亿	976480 亿
人均 GDP	3603	4998	34599
卫生总支出	2530 亿	750 亿	13530 亿
人均卫生支出	190	366	479
卫生总支出占 GDP 比例	5%	7%	14%
保险制度	城镇职工、城镇居民、新农合刚建立	Medicare\Medicaid 刚起步	Medicare\Medicaid
支付制度	按项目付费，试点地区推行单病种付费	按项目付费	1980 年代大力推行单病种付费
诞生的大企业	***		HCA、HMA

资料来源：卫生部、统计局、中投证券研究所

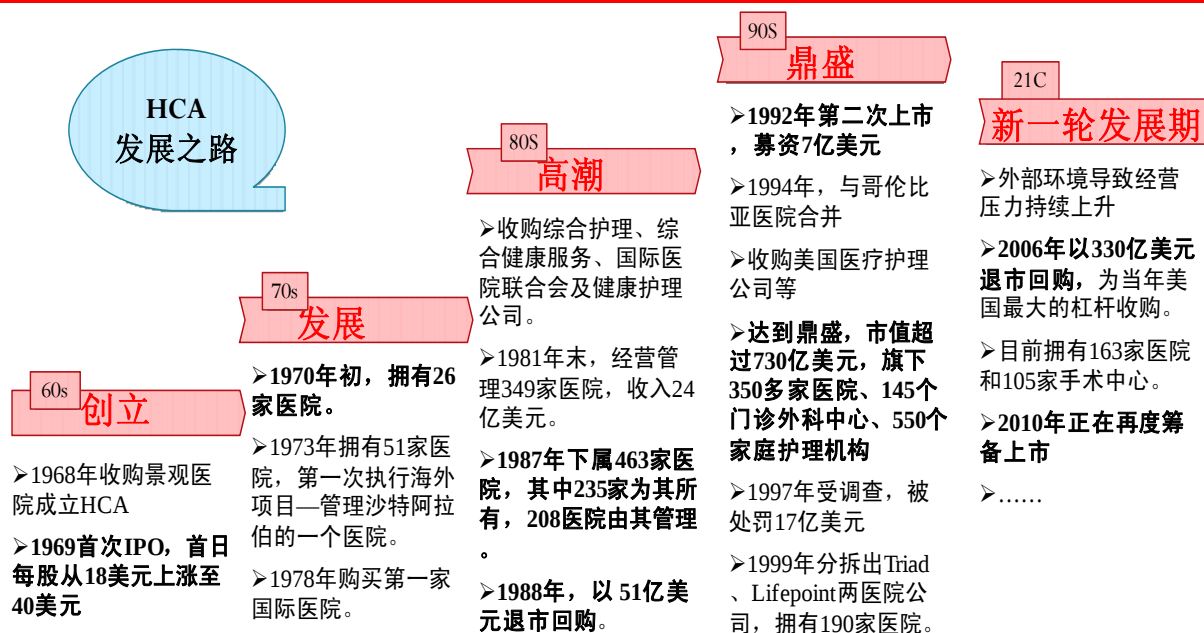
4.3 将会诞生中国的大市值医院管理公司“HCA”

伴随着 1970-2000 年间美国医疗服务市场的高度繁荣，美国医疗服务公司也得到了极大地发展，HCA 就是其中最闪耀的明星。

HCA 的发展

HCA 是美国最大的私立医疗机构，它的诞生和壮大正是契合了时代的发展。HCA1968 年创立时不过 1 家医院，随后的 30 年内，通过不断地自建、收购等方式，发展成全美最大的医院管理集团。其鼎盛时期，HCA 的市值超过了 730 亿美元，拥有约 285000 名雇员，旗下有 350 多家医院、145 个门诊外科中心、550 个家庭护理机构以及一些其它的附属企业。

图 18: 美国最大医院集团 HCA 的发展路径



资料来源：中投证券研究所

我们认为，在人均 GDP 不断上升、人口老龄化、人们对健康的需求日益增长，保险制度的健全、单病种的推行，中国的医疗服务市场，也有可能出现类似 HCA 这样大市值的公司。

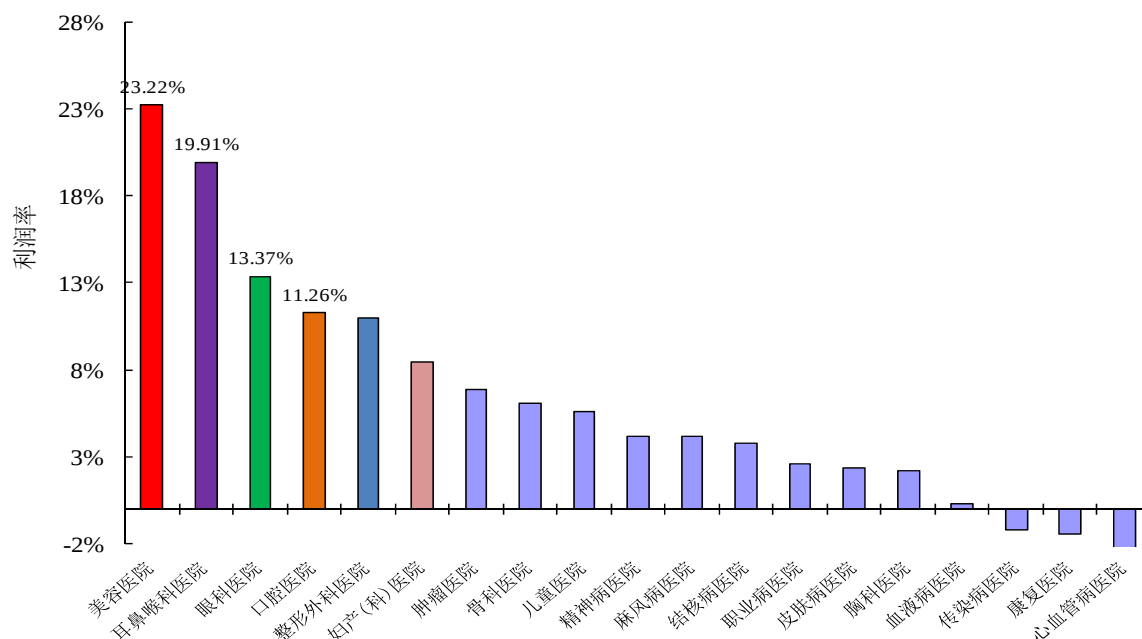
当然，连锁和集团化的规模效应会到达顶点，随后边际效用递减，但对中国而言不是现在。我国的医疗服务处于刚刚起步的阶段，会有越来越多的民营资本进入，也会有越来越多的单体医院走向集团化。

4.4 目前投资专科连锁医院的确定性最强

目前对于国内大部分民营医院而言，主要在专科医院方面发展较快，一些专科医院已经形成了规模优势，目前投资专科连锁医院的确定性最强。

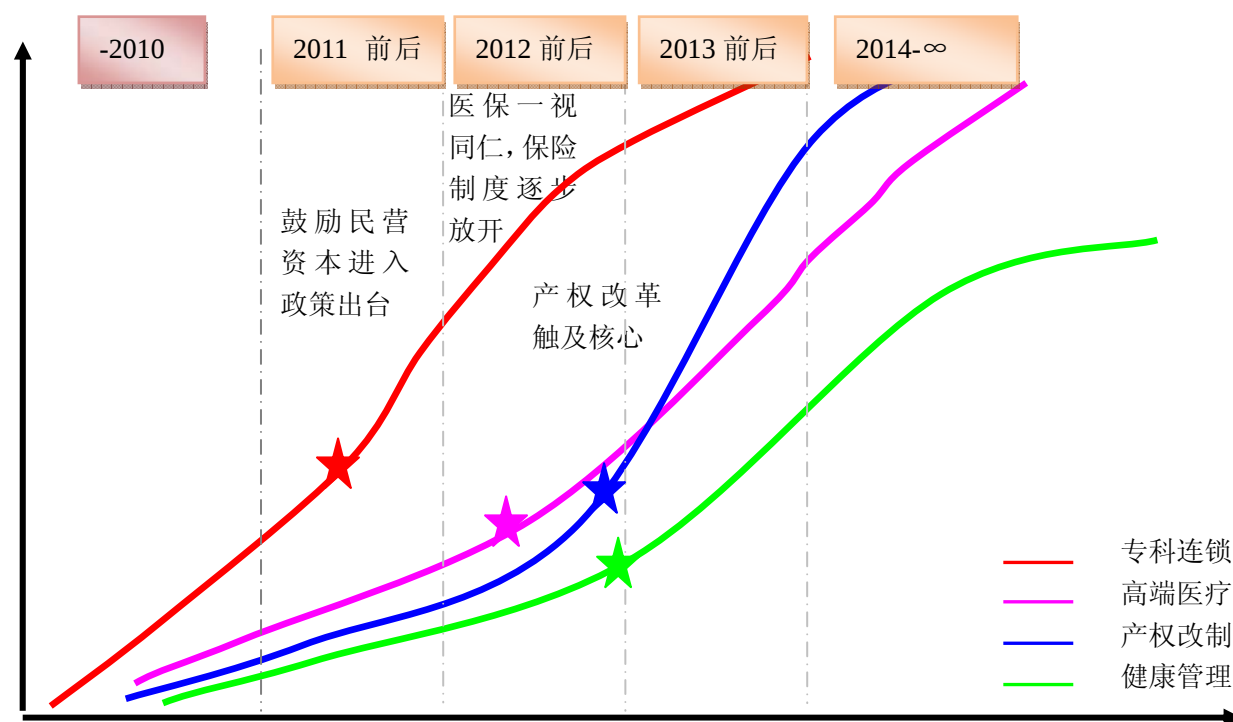
政府资料显示，美容、耳鼻喉、眼科、口腔、整形外科、妇产科、肿瘤医院等的利润率相对较高。

图 19：2009 年中国各类专科医院利润率



资料来源：清科中心 中投证券研究所

图 20：不同类型医院的临界点判断



资料来源：中投证券研究所分析

连锁医院在发展过程中，扩张速度决定了公司能否超越竞争对手获得超常发展，但扩张的太快，又容易碰到管理上的瓶颈，因而在扩张力和控制力方面达到适当的均衡也是非常重要的。

目前上市公司涉及医疗服务领域的有十余家，其中扩张力和控制力最强的还是爱尔眼科，通策医疗、马应龙和华邦制药等经过前期的积累之后，也可能借助资本的力量快速长大。

表 6：目前上市公司和主要专科医院情况汇总

公司	所属领域	2010 年下 属医院个数	2010 年盈利 医院个数	对下属公司的 控股比例	09 年医疗服 务收入	09 年医疗服 务利润
爱尔眼科	眼科	31 家	20 家左右	100%控股居多	6.06 亿	9249 万
通策医疗	口腔	9 家	约 5 家	6 家 100%控股	1.89 亿	2200 万
华邦制药	整形美容	3	3	参股 35.29%	NA	NA
马应龙	肛肠科	3	约 2 家	100%、70%	NA	NA
金卫医疗	血液病	2	2	70%	5176 万	1772 万
华润三九	脑科	1	1	100%	1.5 亿	2000 万
亚心	心脏病	1	1	NA	NA	NA
和睦家	高端医疗	3	约 2 家	90%、70%	6 亿	1 亿
三精制药	肾科、女子	2	2	100%	NA	NA
康美药业	中医院	1	1	100%	NA	NA
金陵药业	三级综合	1	1	63%	3.2 亿	6248 万
益佰制药	二甲综合	1	1	90%	9396 万	45 万
诚志股份	三级综合	1	1	60%	NA	--
美国 HCA	鼎盛时期，市值超过 730 亿美元，资产达 200 亿美元，拥有超过 28 万名雇员，350 家医院、145 个门诊手术中心、550 家家庭保健机构及其他附属企业等。					

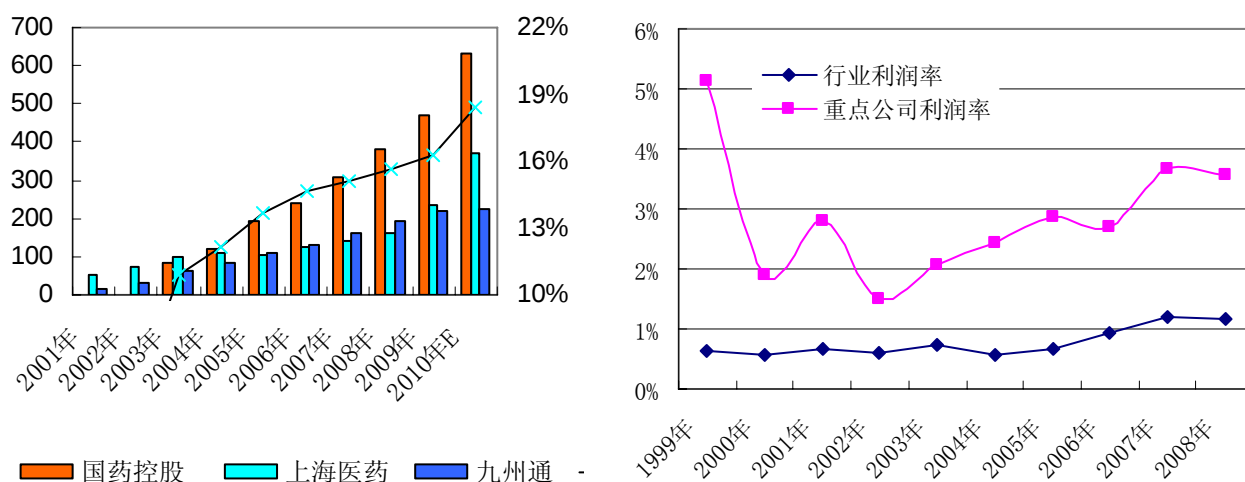
资料来源：公司公告，中投证券研究所整理

五、医药流通——强者恒强时代来临

最近十余年来，医药流通环节的集中度增加趋势十分明显，行业利润率从2006年开始明显出现回升，而行业重点公司利润率更是不断上升。

行业前3名占医药流通行业的销售收入比例已经达到20%以上，行业龙头公司的盈利能力不断提升，目前正属于投资医药流通行业的黄金时期。

图 21：流通环节集中度继续增加



资料来源：中投证券研究所 2009年重点公司统计增加了九州通

5.1 国药控股（1099.HK）——期待回归 A 股

目前国药控股无疑还是医药流通的行业老大，公司目前已经在除了西藏、青海之外的省份建立了省级公司，10年上半年公司销售收入达到316.7亿，同比增长35.5%，全年销售收入有望突破600亿，占全国份额达到10%，优势十分突出；

目前国药控股在A股的**国药股份（600511）**和**一致药业**两个平台仍然具有很高的投资价值。国药股份作为国药控股回归A股的最理想平台，目前预期较低，估值也处于低位，公司更换董事长之后增长有望重新加速；

受制于国控回归进程，**一致药业（000028）**融资进程尚难以预测，但作为国药的主要工业平台和两广商业平台，一致药业的价值也仍有挖掘空间。

5.2 华润系医药流通——逐步浮出水面

华润在医药流通领域的能力一直游离于资本市场之外，但随着华润重组北

药集团之后，华润系的医药商业也开始浮出水平，北药集团 2010 年销售额有望突破 300 亿，而安徽华源也有近 150 亿的销售规模。11 月 16 日，华润与山东医药流通龙头济南中信合作成立山东北药中信医药有限公司，其中北药控股 95% 以上，总投资 5 亿元。收购完成后，加上此前成立的山东北药鲁抗公司，华润在山东市场医药流通销售额有望达 60 亿元，成为第一；11 月 18 日，华润与苏州市人民政府签署合作框架协议，华润将与苏州礼安医药成立华润礼安医药；12 月 3 日华润又重组河南爱生药业。如果考虑华润已经纳入其体系的北药、安徽华源等医药商业资产，目前华润控制的医药流通规模估计能够达到 400 亿元以上，已经可以达到全国第 2。

表 7：医药流通四大家族情况

公司	代码	销 售 额 (09 年)	市 值	业务区域	业务范围
国药控股	1099.HK	470 亿	639 亿 (港币)	西藏、青海以外所有区域	医院市场为主
控股：国药股份	600511	52 亿	121 亿	全国总经销业务+北京	精麻+总经总代+纯销
一致药业	000028	109 亿	97 亿	两广	医院纯销+工业
华润北药	-	约 475 亿	-	天津、安徽、山东、东北等地	医药市场+第三终端
控股：北药集团	-	约 270 亿	-	天津	医院纯销
安徽华源	-	约 130 亿	-	安徽辐射华东	第三终端
上海医药	601607	234 亿	498 亿	上海周边	医院纯销+社区
控股：中信医药	-	43 亿	-	北京为主	医院纯销
广州中山医	-	17 亿	-	广州为主	医院纯销
九州通	600998	220 亿		具有 14 个省级物流中心，覆盖全国大部分区域	第三终端为主

资料来源：中投证券研究所 市值计算截止 12 月 3 日

5.3 上海医药（601607）——全国性布局铺开

上海医药 09 年销售额 234 亿，10 年在对上药集团资产整合后，销售额有望超过 350 亿。新上药在整体合并完成之后，收购步伐迅速，在收购广州中山医以后，上海医药公告收购 CHS，间接控股中信医药(科园兴海上级投资公司)。加上此前收购的爱心伟业，上海医药在北京市场的销售收入 11 年有望达 100 亿，上药的全国性布局雏形已经具备。

5.4 九州通（600998）——IPO 助推公司拓展医院市场

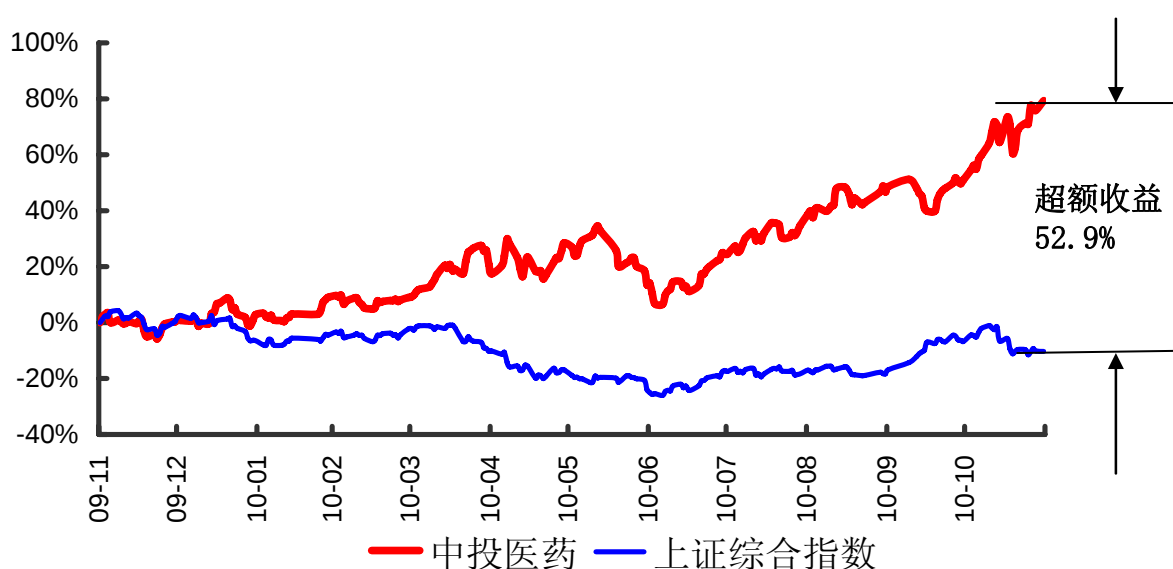
九州通作为民营医药流通企业的龙头，成本控制能力突出。09 年销售额达到 189 亿，在成功 IPO 之后，获得了近 20 亿的募集资金，公司将高调进入医院市场，未来扩展空间将被打开。

六、投资策略——2011 仍有望获得超额收益

6.1 2010 年以来市场表现

2010 年医药板块指数远超前上证指数，截止 2010 年 11 月 30 日，上证指数下跌 13.6%，而医药板块指数上涨 39.28%，投资医药板块的超额收益达到 52.9%！

图 22：最近 1 年医药板块表现



资料来源：WIND 资讯 中投证券研究所整理 截止 11 月 30 日收盘

从 1-11 月个股表现来看，小市值公司中华神集团、中恒集团、紫鑫药业、鱼跃医疗、片仔癀、通策医疗等表现突出；大市值公司中康美药业、东阿阿胶、天士力、上海医药等表现突出。

按类别来分：

国内处方药（含创新类企业）：华神集团、中恒集团、长春高新、华东医药、人福医药、上海凯宝、天士力、益佰制药、联环药业；

制剂出口：海翔药业；

中药保健类（含 OTC）：紫鑫药业、康美药业、片仔癀、东阿阿胶、同仁堂、仁和药业；

医疗服务：通策医疗、爱尔眼科；

医疗器械：鱼跃医疗

医药流通：上海医药

可见，在医药每个细分领域都有牛股，不过在处方药和中药保健领域较多。

表 8：2010 年 1 月-11 月医药板块个股涨幅前 20 名

证券代码	证券简称	1-11 月涨幅(%)	(中投证券) 推荐日期	投资评级
000790.SZ	华神集团	248.75	—	—
600252.SH	中恒集团	160.92	2010-11-07	推荐
000661.SZ	长春高新	152.92	—	—
002118.SZ	紫鑫药业	133.75	—	—
002223.SZ	鱼跃医疗	131.46	—	推荐
002099.SZ	海翔药业	120.20	2010-8-26	推荐
600518.SH	康美药业	119.02	2010-10-26,2010-9-19,2010-8-24, 2010-8-19	强烈推荐
600436.SH	片仔癀	108.75	2010-10-23	推荐
600763.SH	通策医疗	104.18	2010-11-19,2010-11-11,2010-10-25	推荐
000963.SZ	华东医药	95.65	2010-10-25,2010-8-29,2010-8-18,2010-3-28	强烈推荐
600079.SH	人福医药	92.88	2010-10-26,2010-8-27,2010-3-25	推荐
000423.SZ	东阿阿胶	92.25	2010-11-11,2010-10-23,2010-10-12,2010-8-25	强烈推荐
300039.SZ	上海凯宝	91.42	2010-10-24,2010-10-11,2010-8-17,2010-7-16	推荐
600085.SH	同仁堂	91.17	2010-8-24	推荐
600594.SH	益佰制药	91.14	2010-10-27,2010-9-16,2010-8-23,2010-4-28	强烈推荐
600535.SH	天士力	90.92	2010-10-23,2010-8-10,,2010-8-8,2010-5-25	强烈推荐
000650.SZ	仁和药业	90.29	2010-10-23,2010-9-13,2010-8-19	推荐
600513.SH	联环药业	87.84	—	—
601607.SH	上海医药	84.72	2010-11-30, 2010-10-31,2010-9-27,2010-9-9	推荐
300015.SZ	爱尔眼科	83.55	2010-11-15, 2010-11-2,2010-3-15,2010-3-10	强烈推荐

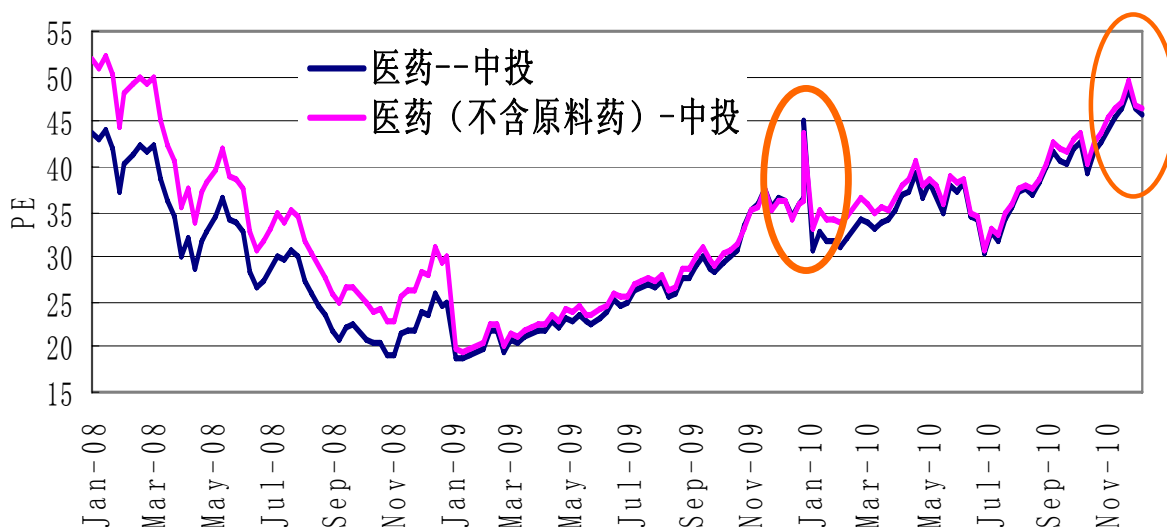
资料来源：WIND 资讯 中投证券研究所整理 截止 11 月 30 日收盘

6.2 医药板块估值和整体投资建议

目前医药板块的估值已经从年初的 35 倍左右攀升到了 48 倍左右，接近 2008 年的水平。但随着 2011 年的来临，考虑到医药板块利润仍能维持 30%以上的增长，医药板块的动态 PE 将从目前的 48 倍下降到 37 倍，与 2010 年年初的估值水平基本相当。

因而其实与 2010 年初比，医药板块的估值并没有显示出特别的高，预计在 2011 年，整个板块仍然有希望取得 30%左右的正收益。

图 23: 医药板块历史估值变化

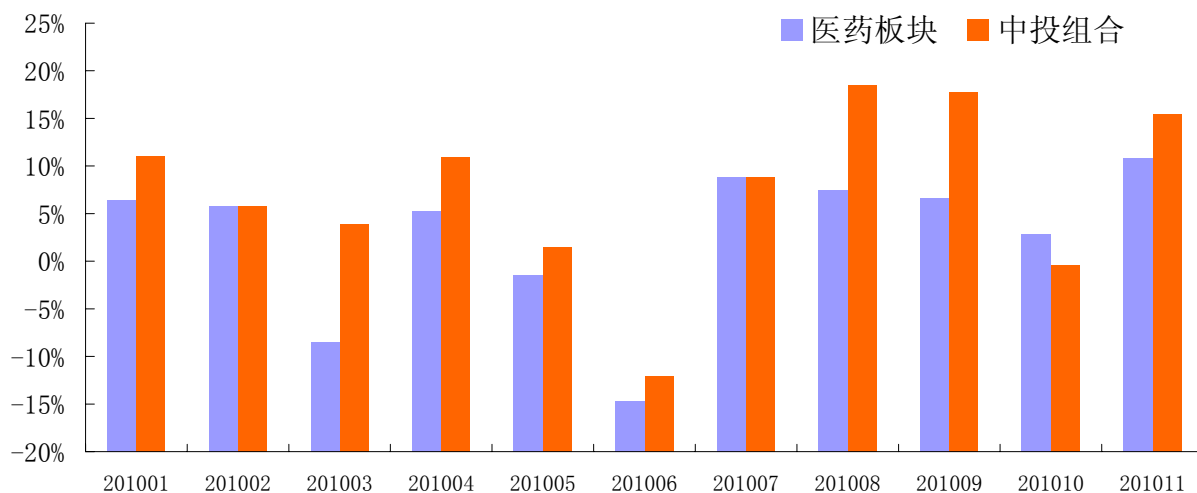


资料来源: WIND 中投证券研究所 10 年 PE 按 3 季报乘 4/3 估算 截止 11 月 30 日

6.3 投资组合

2010 年 1 月起, 我们推出了中投医药月度组合, 在每个月月初的月报中披露, 从 1-11 月的表现来看, 11 个月有 8 个月大幅跑赢医药板块指数, 有两个月与医药板块指数相仿, 只有 1 个月跑输了医药板块指数。

图 24: 中投医药月度组合表现



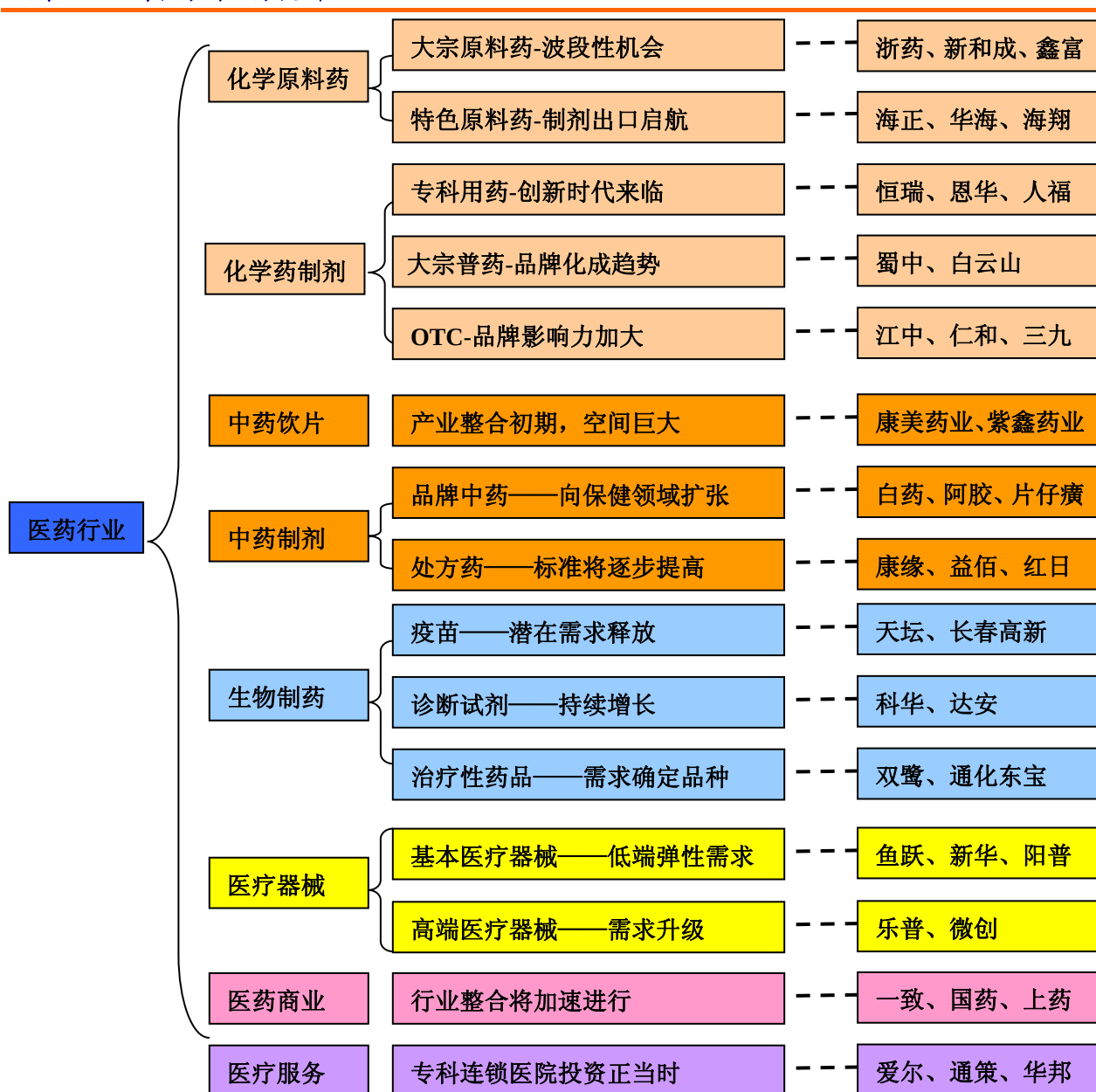
资料来源: WIND 中投证券研究所

对于 2011 年，我们建议首先考虑配置处方药、中药保健和医药流通的龙头品种作为基础配置；

同时投资创新&医疗服务获取超额收益；

综合两方面考虑，我们建议 2011 年的中投年度医药组合为恒瑞医药、东阿阿胶、康美药业、爱尔眼科、国药股份。

附录 1: 医药各子行业分类图



资料来源：中投证券研究所

附录 2: 主要关注公司盈利预测和投资评级

公司	投资评级	股价	EPS				P/E				10-12 年复合增长率
			09 年	10E	11E	12E	09 年	10E	11E	12E	
化学原料药											
海正药业	强烈推荐	41.00	0.56	0.73	1.01	1.4	73.21	56.16	40.59	29.29	35.72%
华海药业	推荐	17.68	0.37	0.46	0.59	0.76	47.78	38.43	29.97	23.26	27.12%
浙江医药	推荐	34.05	2.7	2.85	3.14	3.32	12.61	11.95	10.84	10.26	7.13%
新和成	推荐	27.4	1.4	1.63	1.72	1.89	19.57	16.81	15.93	14.50	10.52%
星湖科技	推荐	14.39	0.43	0.66	0.89	0.96	33.47	21.80	16.17	14.99	30.70%
健康元	推荐	12.17	0.37	0.59	0.69	0.85	32.89	20.63	17.64	14.32	31.95%
海普瑞	推荐	150.5	2.02	3.49	4.72	6.74	74.50	43.12	31.89	22.33	49.43%
化学药制剂											
恒瑞医药	强烈推荐	56.52	0.89	1.06	1.32	1.68	63.51	53.32	42.82	33.64	23.59%
华东医药	强烈推荐	32.96	0.87	0.78	0.98	1.23	37.89	42.26	33.63	26.80	12.24%
恩华药业	强烈推荐	25.8	0.23	0.35	0.48	0.73	112.17	73.71	53.75	35.34	46.96%
人福医药	强烈推荐	26.27	0.43	0.52	0.69	0.89	61.09	50.52	38.07	29.52	27.44%
信立泰	推荐	74.68	0.95	1.68	2.33	3.12	78.61	44.45	32.05	23.94	48.64%
誉衡药业	推荐	83	0.93	1.32	1.86	2.5	89.25	62.88	44.62	33.20	39.04%
科伦药业	推荐	160	1.78	2.85	3.97	5.75	89.89	56.14	40.30	27.83	47.83%
白云山 A	推荐	18.04	0.23	0.47	0.6	0.76	78.43	38.38	30.07	23.74	48.95%
美罗药业	推荐	11.81	0.04	0.87	0.23	0.38	295.25	13.57	51.35	31.08	111.79%
中药											
云南白药	强烈推荐	62.5	0.87	1.33	1.79	2.32	71.84	46.99	34.92	26.94	38.67%
东阿阿胶	强烈推荐	50.5	0.6	0.96	1.31	1.77	84.17	52.60	38.55	28.53	43.42%
康美药业	强烈推荐	22.4	0.3	0.45	0.6	0.78	74.67	49.78	37.33	28.72	37.51%
康缘药业	强烈推荐	18.87	0.39	0.47	0.62	0.87	48.38	40.15	30.44	21.69	30.66%
益佰制药	强烈推荐	21.17	0.35	0.55	0.75	1.03	60.49	38.49	28.23	20.55	43.30%
天士力	强烈推荐	41.87	0.65	0.9	1.08	1.3	64.42	46.52	38.77	32.21	25.99%
华润三九	推荐	25.19	0.72	0.91	1.15	1.45	34.99	27.68	21.90	17.37	26.28%
江中药业	推荐	39.68	0.68	0.9	1.18	1.5	58.35	44.09	33.63	26.45	30.17%
上海凯宝	推荐	53.8	0.39	0.8	1.09	1.47	137.95	67.25	49.36	36.60	55.63%
康恩贝	推荐	22.22	0.29	0.53	0.69	0.77	76.62	41.92	32.20	28.86	38.47%
仁和药业	推荐	24.35	0.39	0.58	0.71	0.85	62.44	41.98	34.30	28.65	29.65%
福瑞股份	推荐	26.66	0.36	0.55	0.73	0.96	74.06	48.47	36.52	27.77	38.67%
红日药业	推荐	50.18	0.8	1.01	1.39	1.83	62.73	49.68	36.10	27.42	31.76%
众生药业	推荐	49.94	0.84	1.15	1.53	2.04	59.45	43.43	32.64	24.48	34.42%
马应龙	推荐	44.75	1.09	0.91	1.35	1.76	41.06	49.18	33.15	25.43	17.32%
昆明制药	推荐	15.2	0.19	0.3	0.47	0.7	80.00	50.67	32.34	21.71	54.45%
千金药业	推荐	20.95	0.43	0.45	0.64	0.83	48.72	46.56	32.73	25.24	24.51%
片仔癀	推荐	76.26	0.93	1.3	1.52	2	82.00	58.66	50.17	38.13	29.08%
广州药业	推荐	17.66	0.26	0.4	0.51	0.6	67.92	44.15	34.63	29.43	32.15%
生物制品											
华兰生物	强烈推荐	50.92	1.06	1.45	1.35	1.79	48.04	35.12	37.72	28.45	19.08%
天坛生物	推荐	23.94	0.41	0.51	0.56	0.63	58.39	46.94	42.75	38.00	15.39%

双鹭药业	推荐	57.17	0.96	1.12	1.7	2.11	59.55	51.04	33.63	27.09	30.02%
科华生物	推荐	19.93	0.42	0.51	0.68	0.87	47.45	39.08	29.31	22.91	27.47%
通化东宝	推荐	16.64	0.13	0.24	0.26	0.33	128.00	69.33	64.00	50.42	36.41%
达安基因	推荐	15.92	0.16	0.21	0.25	0.29	99.50	75.81	63.68	54.90	21.92%
上海莱士	推荐	37.95	0.5	0.75	0.92	1.13	75.90	50.60	41.25	33.58	31.23%

医药商业

一致药业	强烈推荐	33.37	0.67	0.87	1.17	1.62	49.81	38.36	28.52	20.60	34.22%
上海医药	推荐	23.22	0.66	0.68	0.99	1.21	35.18	34.15	23.45	19.19	22.39%
国药股份	强烈推荐	25.86	0.47	0.69	0.83	1.07	55.02	37.48	31.16	24.17	31.55%
复星医药	推荐	14.61	1.31	0.65	0.81	0.96	11.15	22.48	18.04	15.22	-9.84%

医疗器械

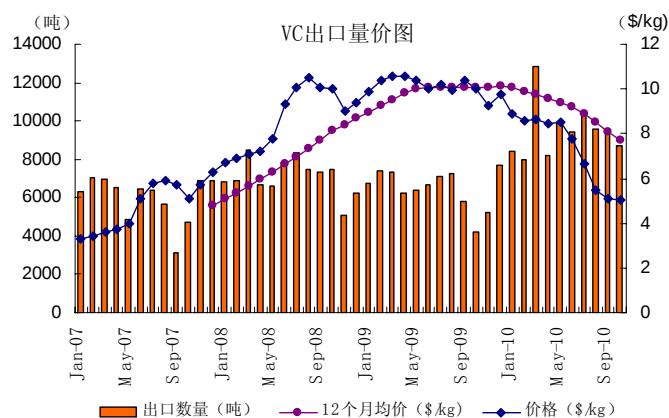
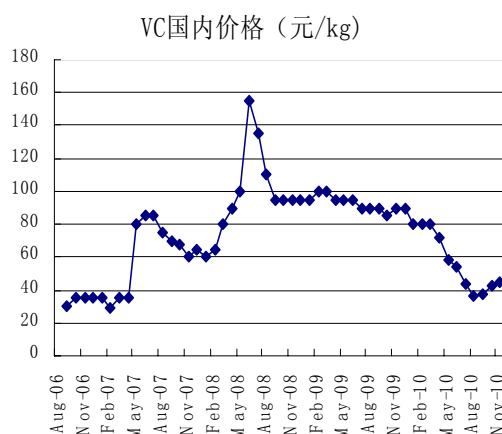
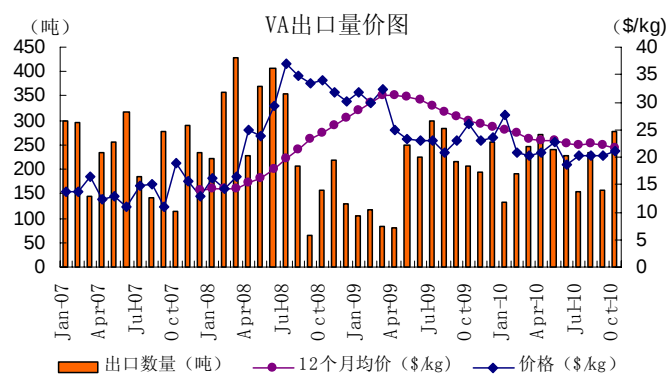
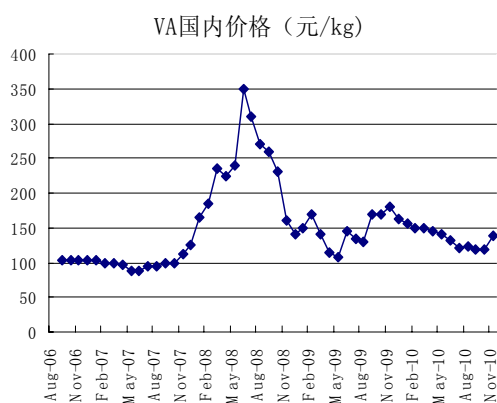
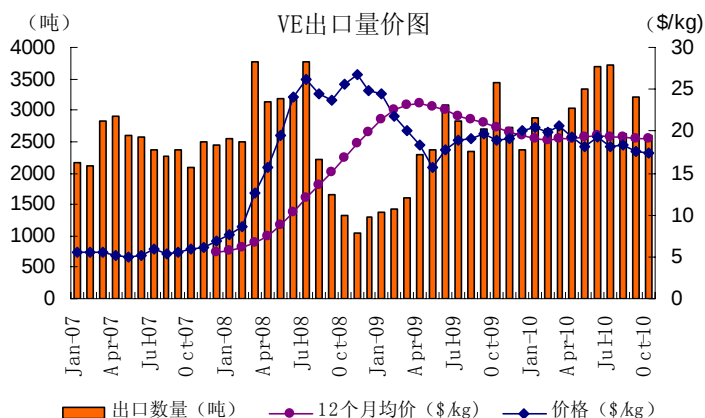
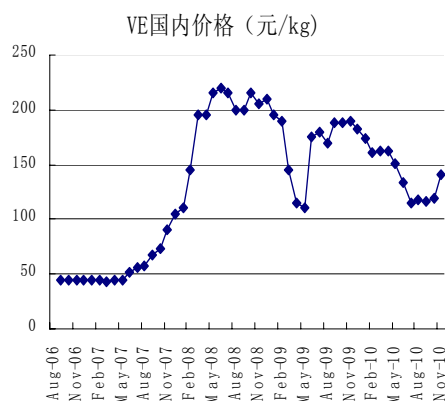
万东医疗	推荐	17.24	0.32	0.23	0.31	0.43	53.88	74.96	55.61	40.09	10.35%
山东药玻	推荐	18.33	0.56	0.82	1.06	1.33	32.73	22.35	17.29	13.78	33.42%
乐普医疗	推荐	32.2	0.36	0.5	0.66	0.89	89.44	64.40	48.79	36.18	35.22%

医疗服务

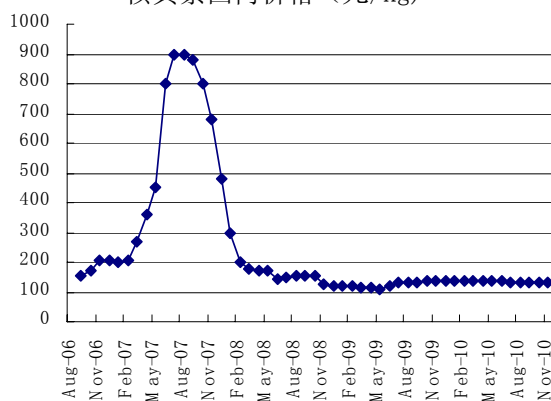
爱尔眼科	强烈推荐	45.92	0.35	0.47	0.73	1.06	131.20	97.70	62.90	43.32	44.68%
通策医疗	推荐	21.35	0.14	0.32	0.44	0.61	152.50	66.72	48.52	35.00	63.33%

资料来源：中投证券研究所 表中收盘价为 12 月 14 日 黄色个股为中投重点库股票

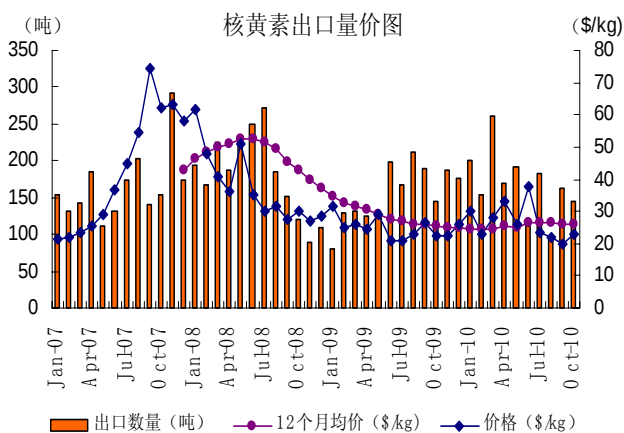
附录3：主要原料药产品06年9月来的价格走势及出口价量
主要维生素原料药产品价格及出口价量变化



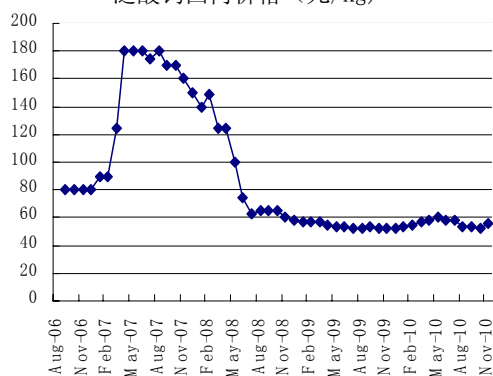
核黄素国内价格（元/kg）



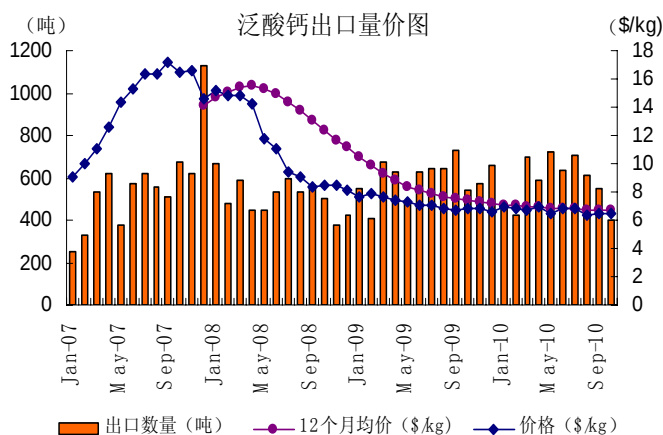
核黄素出口量价图



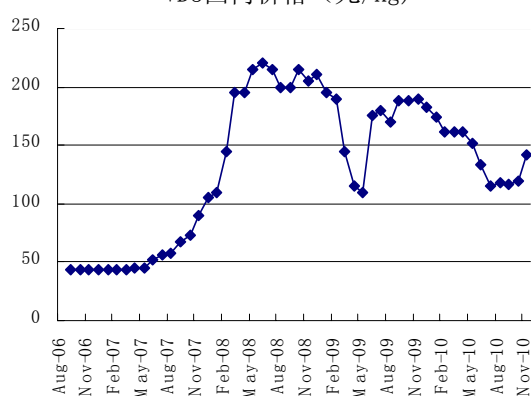
泛酸钙国内价格（元/kg）



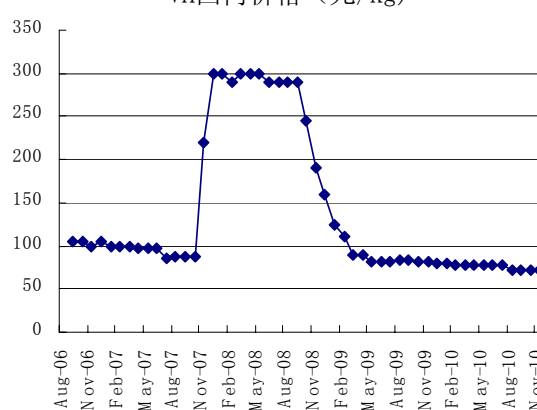
泛酸钙出口量价图



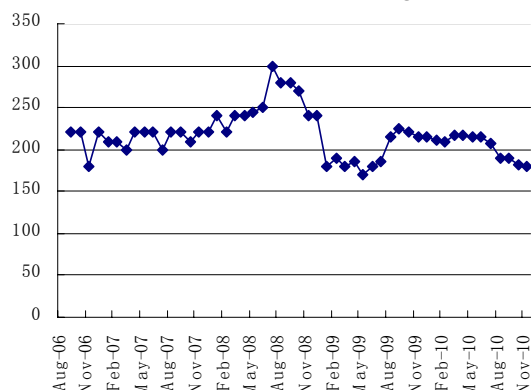
VD3国内价格（元/kg）



VH国内价格（元/kg）



VB12国内价格（元/kg）



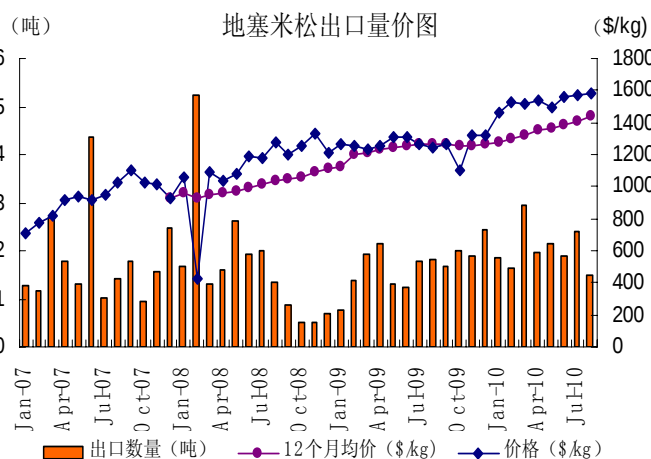
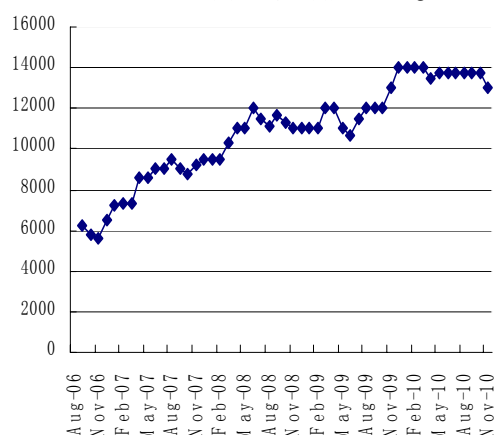
VB1国内价格（元/kg）



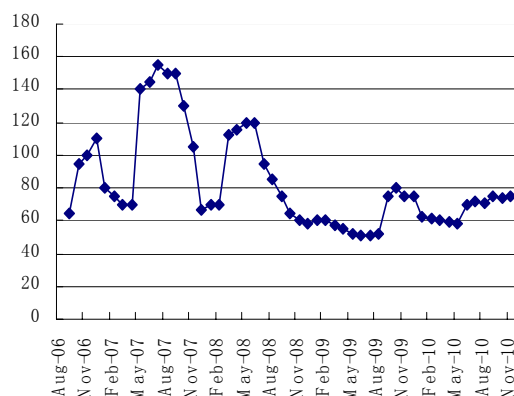
资料来源：健康网 博亚和讯 中投证券研究所 原料药价格截止到2010年11月 出口数据截止到2010年10月

抗生素等其它原料药产品价格及出口量变化

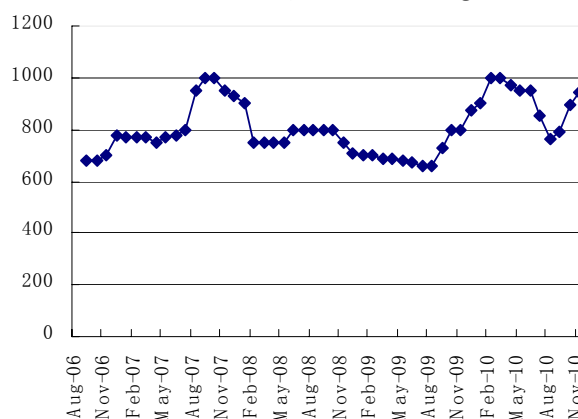
地塞米松国内价格（元/kg）



青霉素工业盐国内价格（元/kg）



7-ACA国内价格（元/kg）

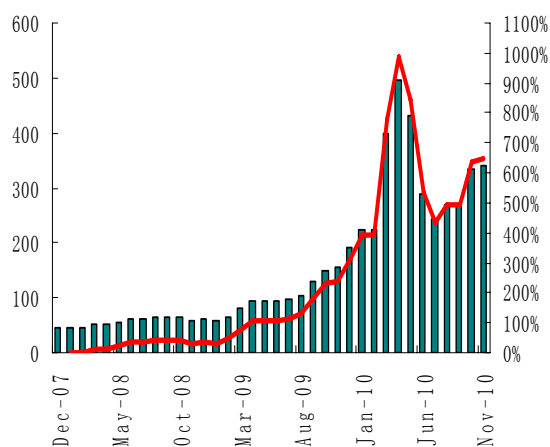


资料来源：健康网 中投证券研究所 原料药价格截止到2010年11月 出口数据截止到2010年10月

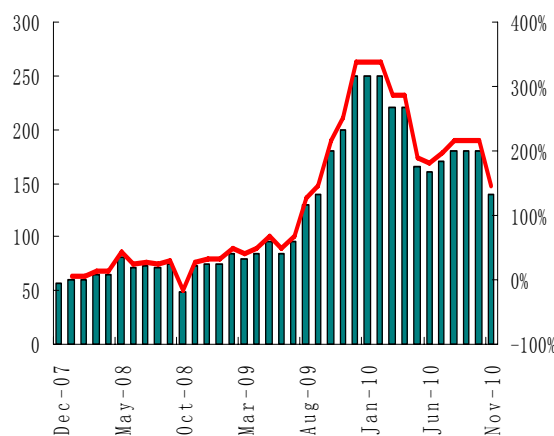
附录4: 07年12月以来主要中药材(统货)月度价格走势

07年12月以来主要中药材(统货)月度价格走势(单位: 元/Kg)

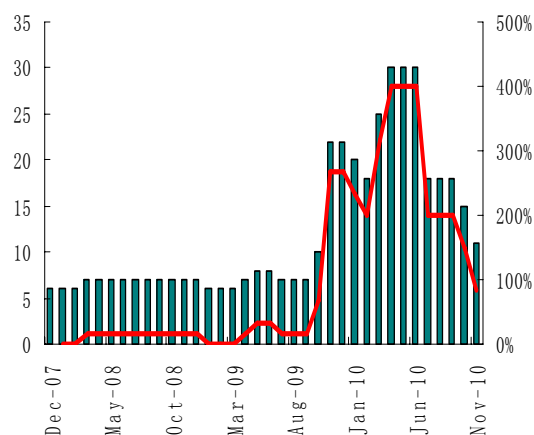
三七(120头)走势



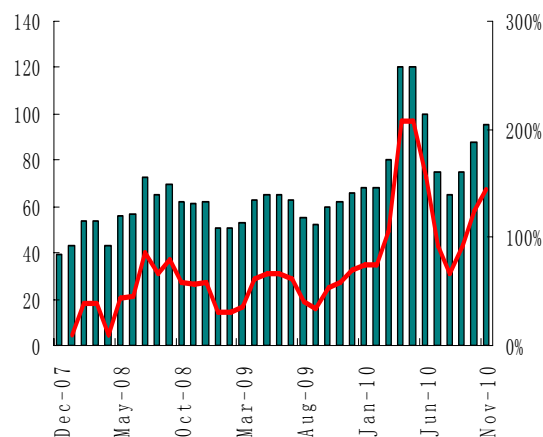
金银花走势



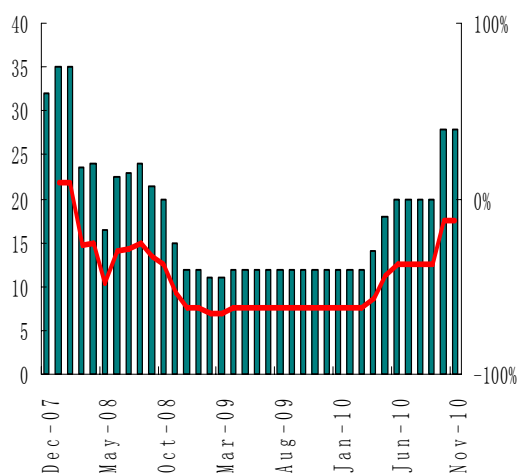
板蓝根走势



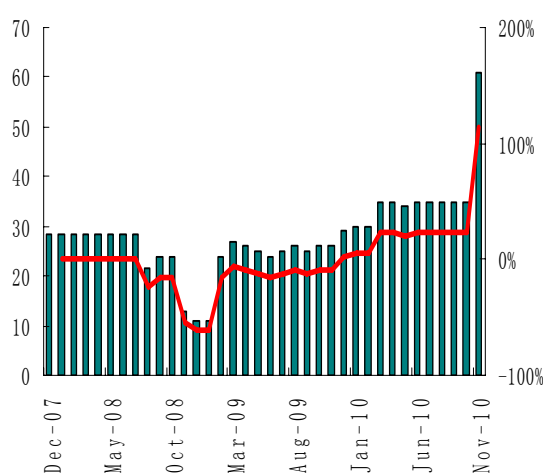
红花走势



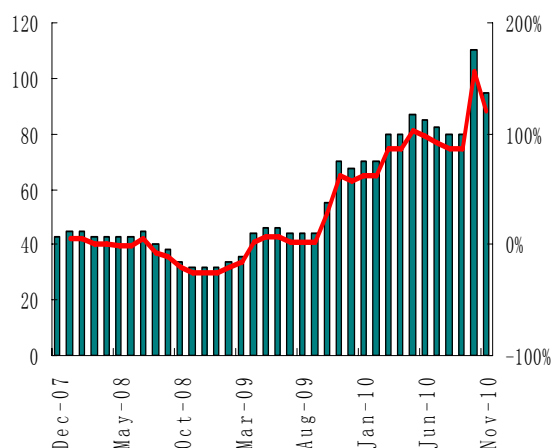
当归走势



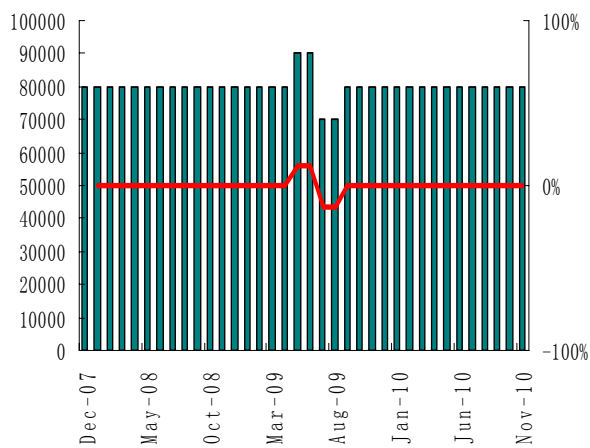
枸杞走势



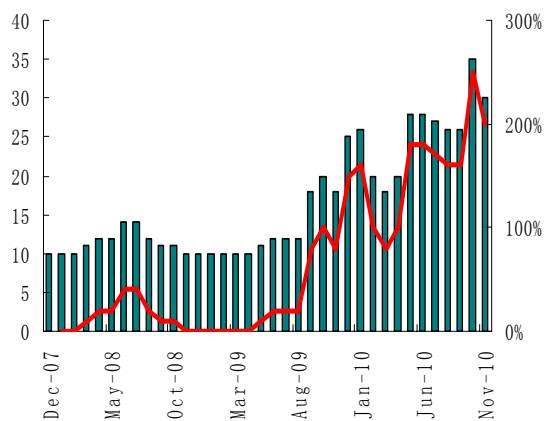
黄连走势



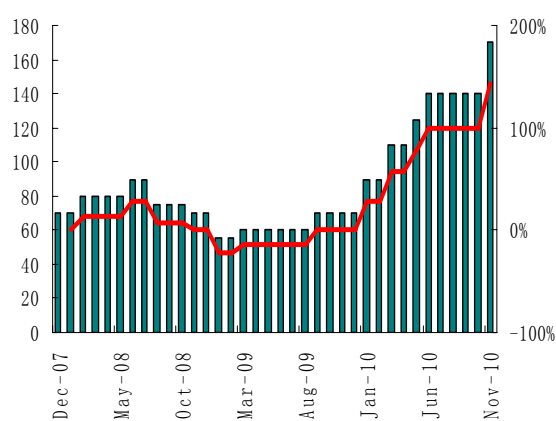
天然牛黄走势



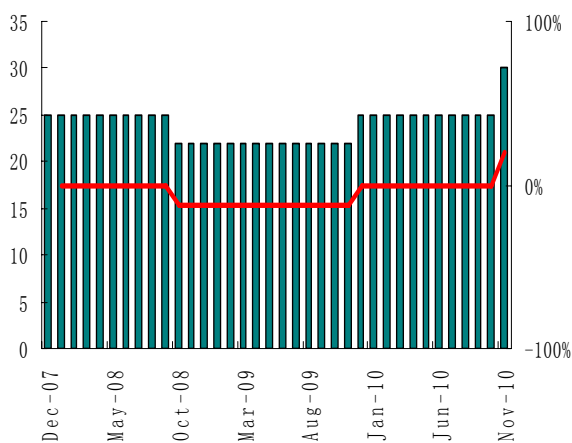
八角走势



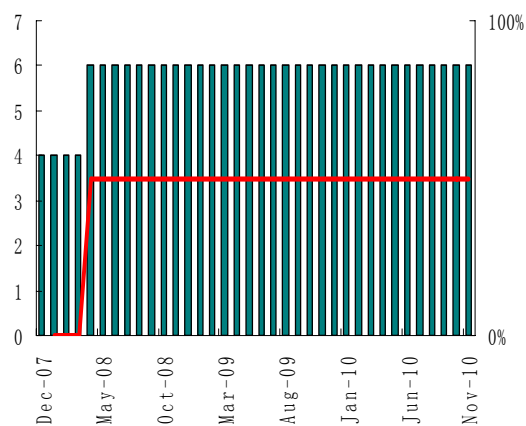
天麻走势



黄芩走势



银杏叶走势



资料来源：中药材价格信息网 数据截止到 2010 年 11 月 17 日 注：柱状代表价格对应左轴，红色折线代表涨跌幅对应右轴

附录 5: 2010 年重要报告汇总 (本年度 1-11 月我们完成报告 200 余篇, 这里选择重要报告列出)

报告类型	报告名称	日期
行业深度报告	医疗服务-政策春风袭来, 行业最佳投资时点来临 (医疗服务深度报告之二)	2010-12-07
公司研究	康恩贝-拥有多个优势品牌的植物药领军企业	2010-11-16
公司点评	恒瑞医药-国内专利药物即将上市, 估值有望率先提升	2010-10-31
公司点评	益佰制药-经营业绩超预期, 维持强烈推荐评级	2010-10-27
公司点评	双鹭药业-股价压制因素解除、医保将促进产品新增长	2010-10-27
公司点评	通策医疗-三季报大幅超预期, 政策刺激下未来有望加速成长	2010-10-25
公司点评	片仔癀-药品提价可期, 药妆业务尚需加强	2010-10-23
公司点评	天康生物-疫苗产品升级、饲料业务现周期性机会	2010-10-12
行业研究	医药生物-行业保持较快增速, 热点挖掘仍将持续: 医药制造业 1-8 月数据分析	2010-9-28
行业深度报告	中药品牌的跨行业扩张—健康产品领域空间广阔 (中药行业深度报告之二)	2010-9-27
公司点评	一致药业-国药集团与深圳政府签订战略合作协议利好公司长期发展	2010-9-9
公司点评	华东医药-器官捐献试点加快, 需求瓶颈将逐步缓解	2010-8-29
行业深度报告	跨越原料, 制剂出口破冰在即——产业升级系列研究之通用名药篇	2010-8-26
公司点评	誉衡药业-代理业务快速增长, 继续加强营销推广	2010-8-19
行业深度报告	医院终端数据研究 (西药): 神经系统、肿瘤用药继续高速增长, 抗感染和心血管药物亦不乏亮点	2010-7-29
行业深度报告	医院终端数据研究 (中药): 中药 II - 总体增速有所加快, 呼吸系统表现最为突出	2010-6-30
公司研究	誉衡药业-注射剂品种资源丰富, 特色营销力促业绩快速成长	2010-6-25
公司深度报告	众生药业-拥有多个特优品种, 积极拓展省外市场	2010-6-8
行业策略报告	医药生物-迎接大市值时代的来临	2010-6-7
公司研究	桂林三金-OTC 中的研发驱动型企业	2010-5-31
行业深度报告	医改深水區破冰, 公立医院改革渐行渐清晰 (医疗服务深度报告之一)	2010-4-21
行业策略报告	2010 年 2 季度策略报告-行业增速有望加快, 重点关注近期有新药获批的企业	2010-4-5
公司研究	恩华药业-后续产品丰富, 业绩增长将加速	2010-3-30
公司研究	华东医药-大股东支持力度有加大迹象, 具备业绩和估值双重提升动力	2010-3-28
公司深度报告	红日药业-拥有两大独特注射剂品种的特色民企, 快速成长可期	2010-3-18
公司深度报告	福瑞股份-盈利模式独特的抗肝纤维化第一中药品牌	2010-3-15
公司深度报告	爱尔眼科-眼科连锁第一品牌, 高壁垒高成长性	2010-3-10
行业研究	公立医院改革试点近期启动 行业格局渐变	2010-2-4
公司点评	上海医药-全球招聘总裁意味长远, 产业链一体化优势渐显	2010-1-22
行业深度报告	中药注射剂新药将陆续上市, 行业重大拐点来临 (中药行业深度报告之一)	2010-1-19
行业策略报告	行业变局, 独特产品和独特盈利模式将获得超常发展——医药行业 2010 年投资策略报告	2010-1-6

资料来源: 中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 5 年证券行业从业经验, 2006 年和 2007 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖” 医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

主要研究覆盖化学药&医药商业&现代中药: 海正药业、华海药业、新和成、浙江医药、恒瑞医药、华东医药、国药股份、一致药业、康缘药业、天士力等

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434