

生物医药行业



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

技术创新和产业调整背景下生物医药行业 2011 年度投资策略

2010 年 12 月 16 日

投资要点:

●生物产业是国家重点扶持的七大新兴产业之一，生物医药“十二五”规划已经上报国务院，预计年底前有望正式发布；我们坚定看好受益于“十二五”规划的生物医药，行业指数将继续跑赢上证指数。

●工业和信息化部、卫生部、国家食品药品监督管理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》，促进生物医药行业产业升级、自主创新。

●国务院常务会议确定：实施基本药物制度后，政府举办的基层卫生服务机构的运行成本通过政府补助和服务收费补偿；国务院办公厅印发《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》，以促进和保障基本药物制度的顺利实施。

●发改委降低外资单独定价的药品价格，对医药股的短期走势带来一定压力，长期我们依旧乐观，发改委此举是鼓励企业创新及促进国内外企业公平竞争，对有自主创新能力的公司是长期利好。

●医药企业整合加速，上海医药收购 CHS 股权，其他如广药集团、南京医药、华北制药与石药集团等，地方国资委将推动这些企业迅速做大做强，医药企业整合并购，企业做大做强是大势所趋。

●今年前 3 季度生物制品子行业营业收入增速明显高于其他子行业，我们看好有强大研发能力的生物制品如疫苗类公司。

●化学制药子行业中，看好有创新能力并走向国际化的公司。

●投资策略：2011 年医药行业存在三条投资主线，第一条投资主线是受益于生物医药“十二五”规划的有雄厚研发实力，而又具备估值优势的生物制品公司，重点公司有天坛生物、华兰生物等。第二条投资主线是有创新能力并走向国际化的公司，重点公司如恒瑞医药、天士力。第三条投资主线是产业整合背景下的机会，重点公司如上海医药、华润三九等。2011 年我们依然看好生物医药行业，给予生物医药行业“强于大市”评级。

请务必阅读正文之后的重要声明

生物医药行业评级 强于大市

动态市盈率: 47.08
市净率: 7.04

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
行业涨跌(%)	0.37%	20.92%	35.73%
大盘涨跌(%)	-9.84%	13.31%	-13.59%

资料来源：爱建证券研发部

重点公司盈利预测及投资评价

股票名称	评级	09EPS	10EPS	11EPS
华兰生物	推荐	1.69	1.39	1.61
天坛生物	推荐	0.41	0.51	0.57
恒瑞医药	推荐	1.1	1.1	1.33
天士力	推荐	0.65	0.85	1.08
华润三九	推荐	0.72	0.86	1.09
上海医药	推荐	0.45	0.71	0.98

资料来源：公司公告

林兴秋 张欣

执业证书编号: S0820208030013
电话: 021-3222 9888-3510
邮箱: linxingqiu@ajzq.com

相关报告

目录

一、2010 年影响生物医药行业的重大政策回顾.....	04
(一) 发展战略性新兴产业及生物医药“十二五”规划.....	04
(二) 加快调整医药行业结构.....	04
(三) 促进和保障基本药物制度的顺利实施.....	05
(四) 其它相关政策.....	05
二、2010 年生物医药行业回顾.....	06
(一) 医药行业总体运行情况.....	06
(二) 化学制药子行业稳健增长.....	07
(三) 生物、生化制品子行业增速最快.....	08
(四) 中药子行业经营受上游中药材价格影响较大.....	08
(五) 医药生物行业在 2010 年资本市场的表现.....	10
三、医药行业未来展望.....	12
(一) 医药行业总体情况展望.....	12
(二) 生物制品子行业是战略新兴产业, 发展前景广阔.....	13
(三) 化学制药重在创新.....	15
(四) 中药领域现代化、国际化是看点.....	15
(五) 医疗器械挖掘核心技术公司、医疗服务寻找扩张能力强的公司.....	16
(六) 医药商业领域寻找龙头公司.....	16
四、行业投资建议和评级.....	16
五、重点上市公司盈利预测和评级.....	17

图形

图 1: 2000 年—2009 年政府卫生支出(人民币亿元).....	6
图 2: 2007 年—2010 年医药制造业的营业收入及增长率情况(人民币万元).....	6
图 3: 2007 年—2010 年医药制造业的利润总额及增长情况(人民币万元).....	7
图 4: 2005 年—2010 年医药制造业的销售利润率以及毛利率情况.....	7
图 5: 2007 年—2010 年化学原料药的营业收入及增长情况(人民币万元).....	8
图 6: 2007 年—2010 年化学制剂子行业的营业收入及增长情况(人民币万元).....	9
图 7: 2007 年到 2010 年生物制品子行业的营业收入及增长情况(人民币万元).....	9
图 8: 2007 年到 2010 年中成药子行业的营业收入及增长情况(人民币万元).....	10
图 9: 医药各主要子行业的 1 年走势.....	11

图 10: 医药各主要子行业的市盈率.....	11
图 11: 卫生费用占 GDP 的比重.....	12
图 12: 常见的重要慢性病发病率(%).....	13
图 13: 生物制品行业 2007—2010 利润总额增长率、销售利润率及毛利率变化.....	14

表格

表 1: 一些国家卫生费用占 GDP 的比重(%).....	12
表 2: 我国人口年龄构成变化.....	13
表 3: 重点上市公司盈利预测和评级.....	17

一、2010 年影响生物医药行业的重大政策回顾

（一）发展战略性新兴产业及生物医药“十二五”规划

2010 年国家出台了很多对生物医药行业有重大影响的政策，我们根据这些政策对资本市场的影响程度逐一进行分析。2010 年 10 月 10 日国务院发布《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，将生物产业与节能环保、新一代信息技术、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车作为七大新兴战略产业，并将生物产业与节能环保、新一代信息技术、高端装备制造产业作为国民经济的支柱产业。对生物产业的具体发展指明了方向：大力发展用于重大疾病防治的生物技术药物、新型疫苗和诊断试剂、化学药物、现代中药等创新药物大品种，提升生物医药产业水平。加快先进医疗设备、医用材料等生物医学工程产品的研发和产业化，促进规模化发展。着力培育生物育种产业，积极推广绿色农用生物产品，促进生物农业加快发展。推进生物制造关键技术开发、示范与应用。加快海洋生物技术及产品的研发和产业化。生物医药“十二五”规划已经上报国务院，预计年底前有望正式发布。我们坚定看好受益于“十二五”规划的生物医药公司，特别是有自主创新能力的，发展方向符合国家新兴产业政策的生物技术公司、走向国际化的化学制药公司及现代中药公司。

（二）加快调整医药行业结构

2010年10月9日，工业和信息化部、卫生部、国家食品药品监督管理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》，进入21世纪以来，我国医药行业一直保持较快发展速度，产品种类日益增多，技术水平逐步提高，生产规模不断扩大，已成为世界医药生产大国。但是，我国医药行业发展中结构不合理的问题长期存在，自主创新能力弱、技术水平不高、产品同质化严重、生产集中度低等问题十分突出。加快结构调整既是医药行业转变发展方式、培育战略性新兴产业的紧迫任务，也是适应人民群众日益增长的医药需求，提高全民健康水平的迫切需要。通过调整产品结构、技术结构、组织结构、区域结构、出口结构，通过相应的保障措施以鼓励技术创新，完善企业重组，逐步实现我国医药行业由大到强的转变。

《意见》指出基本药物主要品种销量居前20位企业所占市场份额应达到80%以上；在化学药领域，争取有10个以上自主知识产权药物实现产业化；在生物技术药物领域，争取有15个以上新的生物技术药物投放市场；在中药领域，培育50个以上疗效确切、物质基础清楚、作用机理明确、安全性高、剂型先进、质量稳定可控的现代中药，同时促进民族药的研发和产业化，促进民族药标准提高，加强中药知识产权保护。在医疗器械领域，培育200个以上拥有自主知识产权、掌握核心技术、达到国际先进水平、销售收入超过1000万元的先进医疗设备。根据《意见》，我国将形成符合国际标准的“长三角”、“珠三角”和“环渤海”三个综合性医药生产基地；中西部地区发挥资源优势，发展特色鲜明的专业性生产基地，形成东、中、西部优势互补的布局。

为了保障加快医药行业结构调整任务和目标实现，我国将鼓励技术创新；加强技术改造；发挥药品价格杠杆调节作用；完善集中采购和临床使用政策；发挥药品监管的促进作用；完善企业兼并重组支持政策；制止重复建设，淘汰落后产品和工艺；推进中药材生产产业化进程；推动医药产业集群化发展；加强运行监测分析工作；发挥行业协会作用，加强行业自律，促进行业健康有序发展。

我们认为《关于加快医药行业结构调整的指导意见》对医药行业将起到积极而深远的影响，对符合产业政策的、掌握先进技术的公司是长期的利好。

（三）促进和保障基本药物制度的顺利实施

国务院总理温家宝 2010 年 12 月 6 日主持召开国务院常务会议，研究部署建立健全基层医疗卫生机构补偿机制的政策措施。会议指出，去年 8 月份以来，全国已有超过 50% 的基层医疗卫生机构实施了基本药物制度，实行药品零差率销售，明显减轻了群众用药负担，但同时基层医疗卫生机构出现了较大收支缺口。会议确定：实施基本药物制度后，政府举办的乡镇卫生院、城市社区卫生服务机构的运行成本通过政府补助和服务收费补偿。基本建设和设备购置等发展建设支出由政府根据规划足额安排，人员经费由政府合理安排补助。

国务院办公厅印发《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》，对实施基本药物制度的政府办基层医疗卫生机构使用的基本药物（包括各省区市增补品种，下同）实行以省（区、市）为单位集中采购、统一配送；坚持政府主导与市场机制相结合，发挥集中批量采购优势，招标和采购结合，签订购销合同，一次完成采购全过程，最大限度地降低采购成本，促进基本药物生产和供应。通过建立和规范基本药物采购机制，实现基本药物安全有效、品质良好、价格合理、供应及时，逐步建立起比较完善的基层用基本药物供应保障体系，使群众真正得到实惠。

上述政策说明了国家将极力推进国家基本药物制度的实施，努力改变“以药养医”的状况，通过减少医药的繁杂的流通环节以降低虚高的药价，对医药流通企业的利润有负面影响，对有核心竞争力的医药生产企业是有利的，特别是入选国家基本药物的有独家产品的公司，其次对于入选国家基本药物的能有效控制生产成本的普药企业也是有利的。

（四）其它相关政策

2010年6月17日食品药品监督管理局发布关于实施《中国药典》2010年版有关事宜的公告，确定《中国药典》2010年版将于2010年10月1日起正式实施，新药典的技术标准接近于国家国际先进标准，有利于促进医药产业升级，淘汰技术落后企业。

2010年7月7日卫生部、国务院纠风办、发展改革委、监察部、财政部、工商总局、食品药品监督管理局联合发布《关于印发医疗机构药品集中采购工作规范的通知》，有利于医药行业的公平竞争及健康发展，是优质企业快速成长。

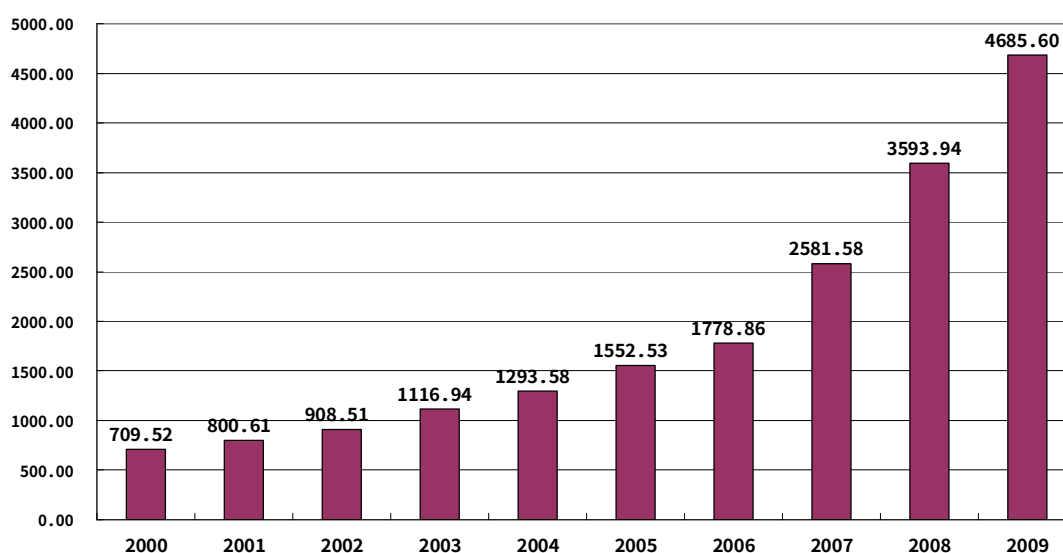
2010年11月30日国家发改委发布了《关于降低头孢曲松等部分药品最高零售价格的通知》，涉及抗生素、心脑血管等十七大类药品，平均降幅为19%。降低外资单独定价的药品价格，对医药股的短期走势带来一定压力，长期我们依旧乐观，发改委此举是鼓励企业创新及促进国内外企业公平竞争，对有自主创新能力的公司反而是长期利好。

总体来说，随着经济的发展和人民生活水平的提高，生物医药行业的重要性日益提高，国家非常重视医药生物行业的发展，政策导向是促进企业科技创新，发展新兴的符合未来科技发展方向的产业，淘汰技术落后的中小企业，促进产业整合，使优势企业做大做强。

国家不仅在政策面上频频出手，而且在医药卫生行业的直接投入也非常巨大，政府卫生支出增长迅速，从 2000 年的 709.52 亿元猛增到 2009 的 4685.60 亿元。而且从最近的政策密集出台来看，政府

未来的投入将会持续增加，在国家政策大力扶持和实际财力投入双重驱动下，我们有理由相信生物医药行业将迎来确定的快速增长。

图 1：2000 年—2009 年政府卫生支出（人民币亿元）



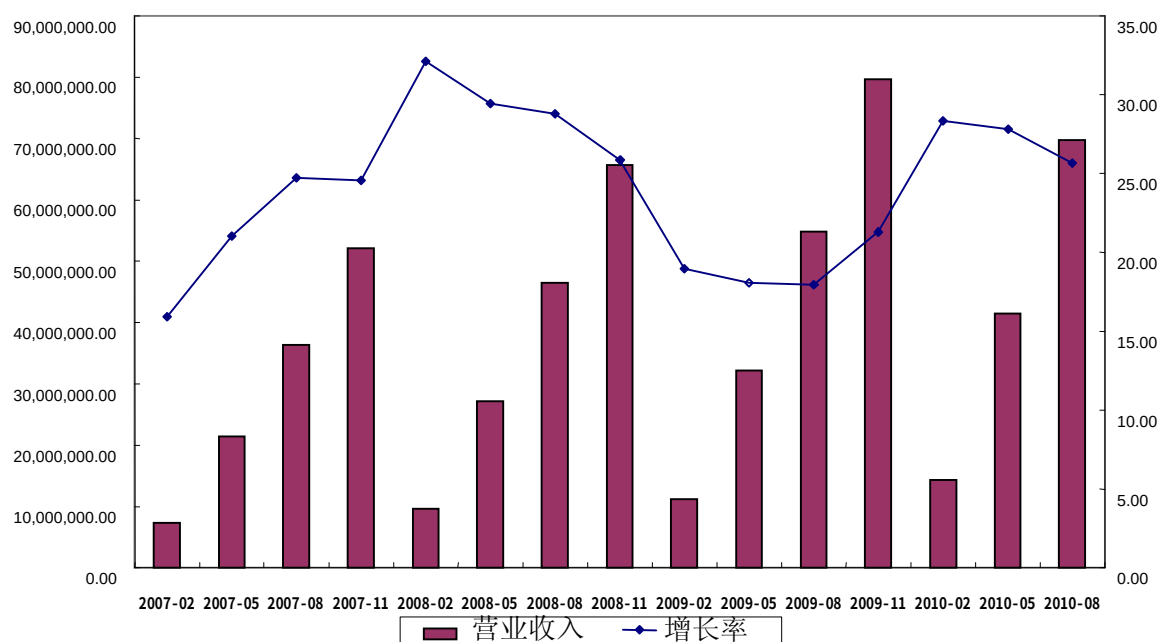
数据来源：卫生部，爱建证券

二、2010 年生物医药行业经营状况

（一）医药行业总体运行情况

2010 年生物医药行业继续保持较快速度增长，1—8 月医药制造业营业收入累计额为 69,761,452.50 万元，同比增长 25.69%，利润总额为 7,181,247.40 万元同比增长 34.71%。从 2007 年到 2010 年间医药制造业营业收入一直保持增长趋势，利润总额也是稳步增长。在营业收入及利润总额稳步增长的同时，医药制造业的销售利润率以及毛利率保持稳定，体现行业的确定增长。

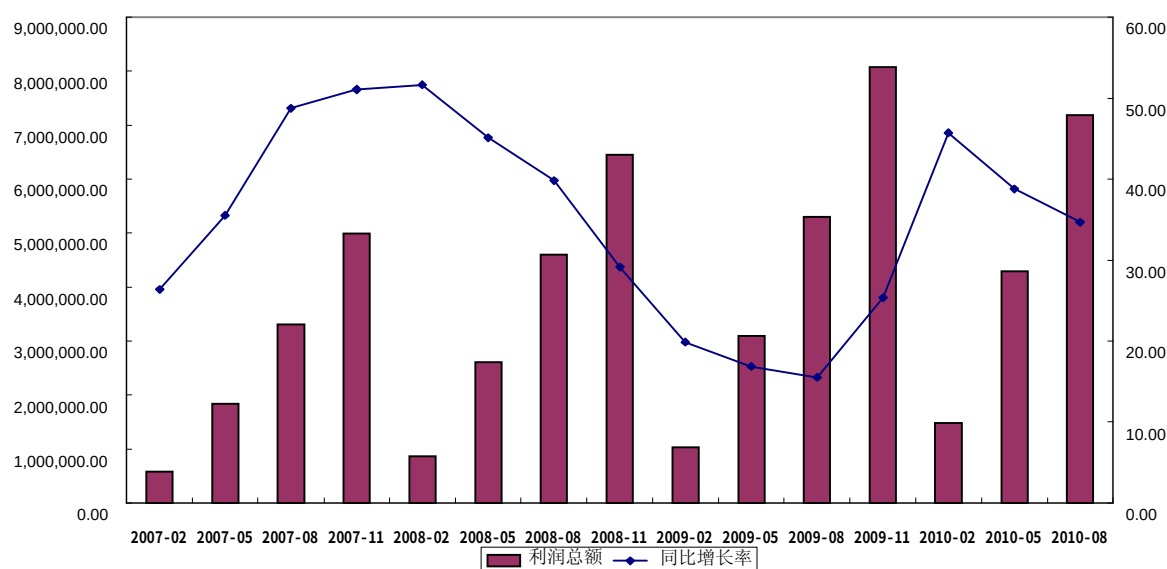
图 2：2007 年—2010 年医药制造业的营业收入及增长率情况（人民币万元）



数据来源：国家统计局，爱建证券

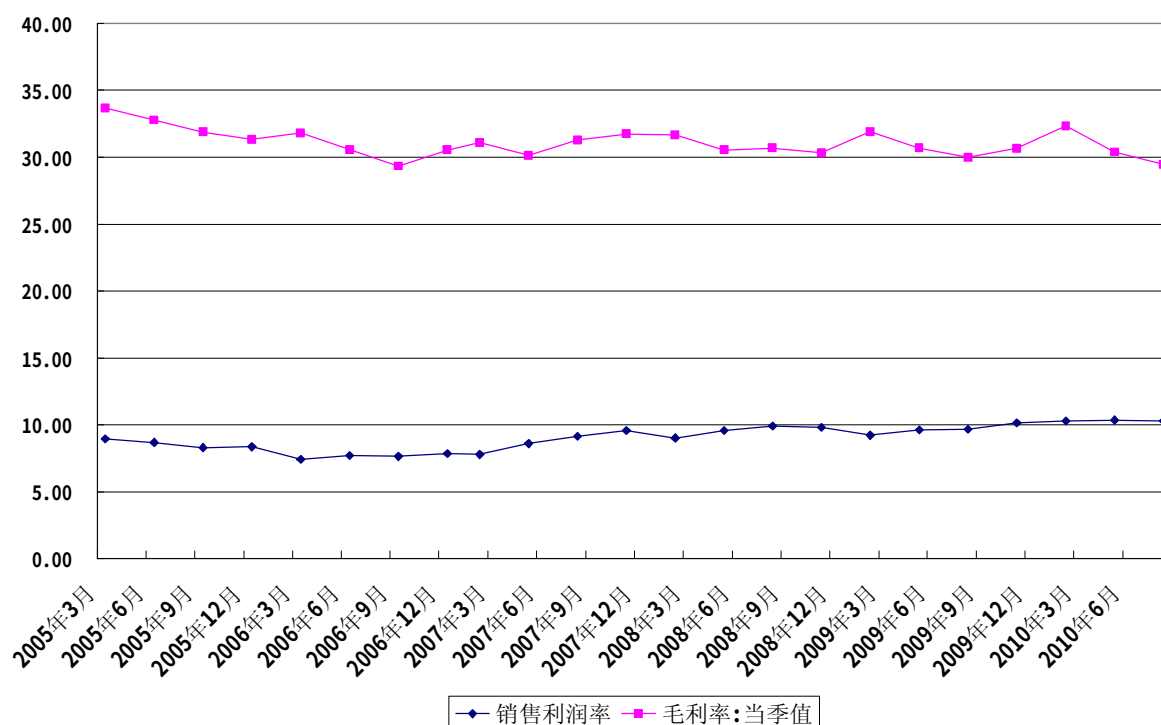
请务必阅读正文之后的重要声明

图 3： 2007 年—2010 年医药制造业的利润总额及增长情况（人民币万元）



数据来源：国家统计局，爱建证券

图 4： 2005 年—2010 年医药制造业的销售利润率以及毛利率情况



数据来源：国家统计局，爱建证券

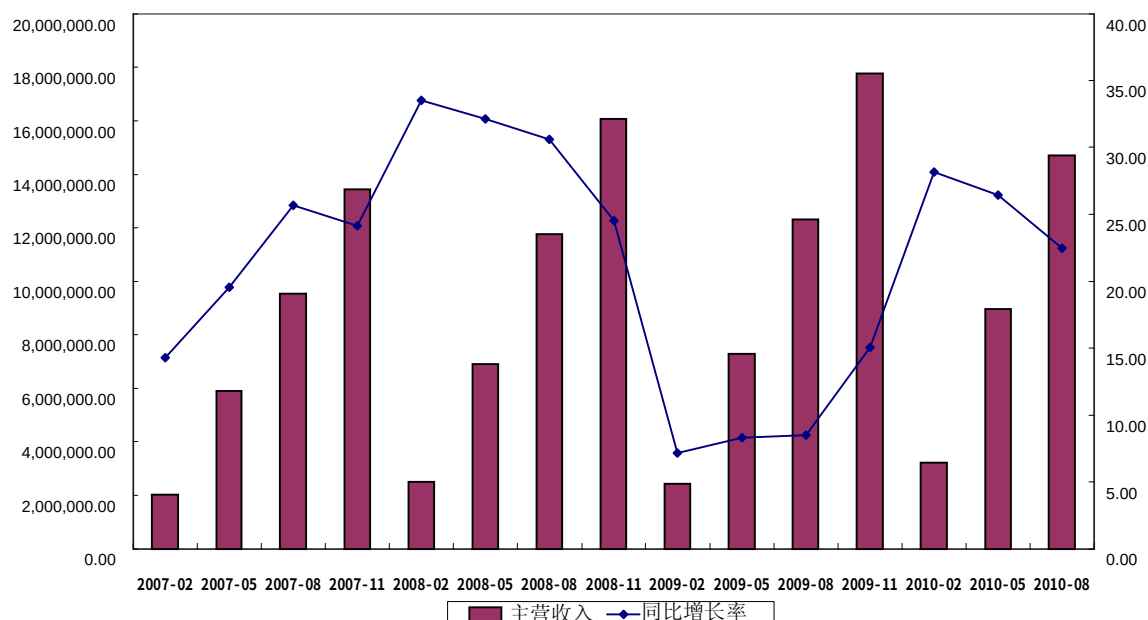
（二）化学制药子行业稳健增长

1. 化学制药包括化学原料药及化学制剂，化学原料药子行业 1—8 月营业收入累计额为 14,695,732.20 万元，同比增长 22.46%，利润总额为 1,233,670.40 万元同比增长 32.86%。2007 年到 2010 年化学原料

请务必阅读正文之后的重要声明

药的营业收入的增长率波动较大，主要是受到原料药价格的大幅波动。2010 年第 3 季度行业毛利率为 22.82%。

图 5：2007 年—2010 年化学原料药的营业收入及增长情况（人民币万元）



数据来源：国家统计局，爱建证券

2. 化学制剂子行业 1—8 月营业收入累计额为 21,711,863.80 万元，同比增长 22.81%，利润总额为 1,233,670.40 万元同比增长 32.86%。2007 年到 2010 年化学制剂行业的营业收入的增长较稳定，保持在 20%左右。2010 年第 3 季度行业毛利率为 36.77%，近 4 年行业毛利率保持在 36.3%—39.9%之间。

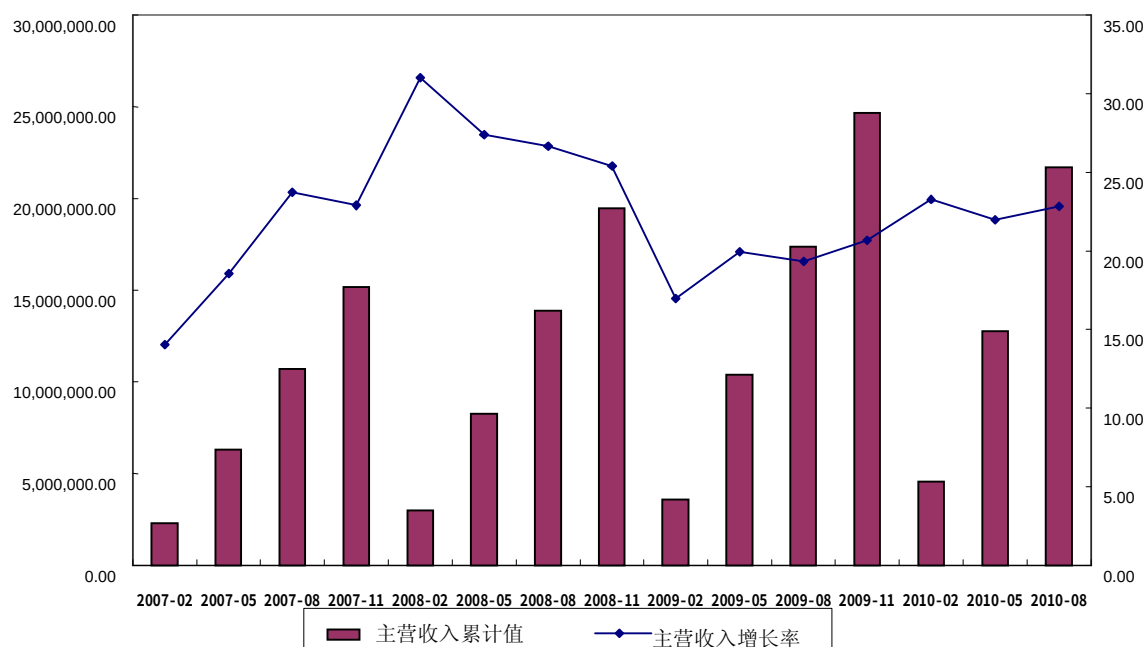
（三）生物制品子行业利润增速最快

生物制品子行业 1—8 月营业收入累计额为 7,281,495.70 万元，同比增长 30.73%，利润总额为 1,059,411.20 万元，同比增长 50.46%。2007 年到 2010 年生物制品的营业收入的增长较快利润总额的增速快于营业收入的增长。2010 年第 3 季度行业毛利率为 29.15%。

（四）中药子行业经营受上游中药材影响较大

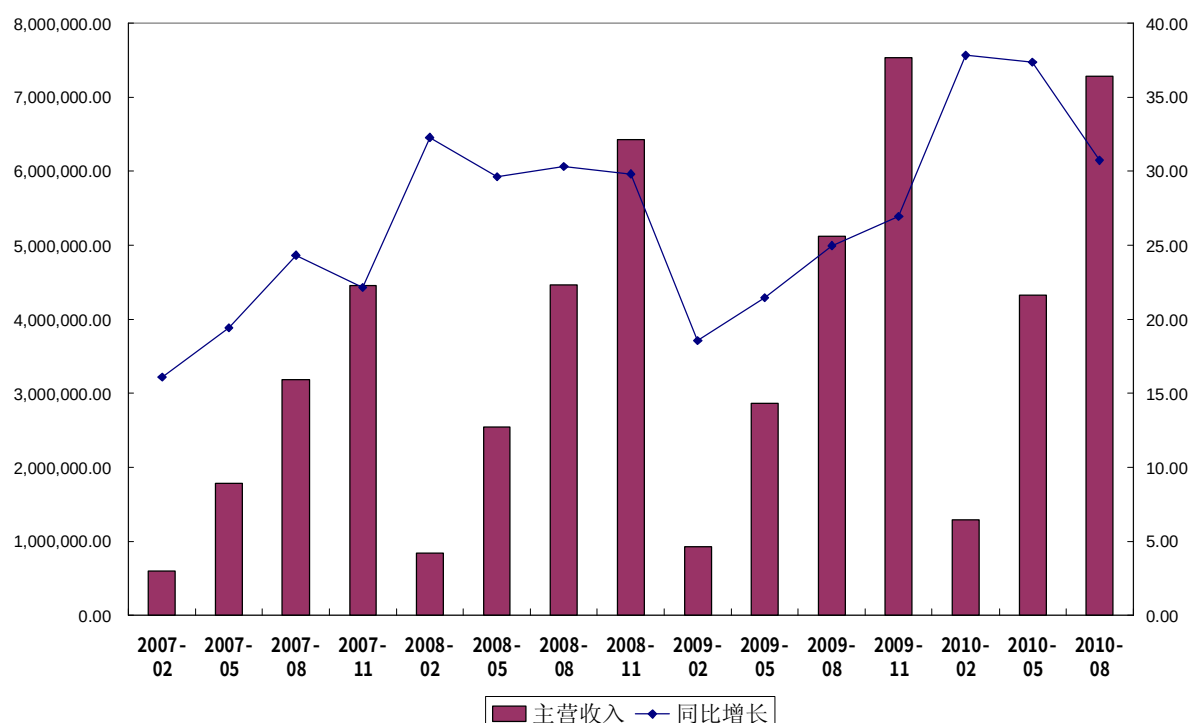
中药行业的生产包括中成药和中药饮片，目前上市的中药企业中，其主营收入主要来源是中成药的销售，中药子行业 1—8 月营业收入累计额为 14,578,692.00 万元，同比增长 26.53%，利润总额为 1,507,378.60 万元，同比增长 33.76%。2007 年到 2010 年中药行业的营业收入的增长较快，利润总额的增速快于营业收入的增长。2010 年第 3 季度行业毛利率为 32.67%，较去年同期的 36.53%下降，也低于最近 4 年的 35.62%—39.74%的毛利率水平，与今年的中药材价格上涨有关，缺乏上游药材基地支持的中药企业利润会受到压缩。

图 6：2007 年—2010 年化学制剂子行业的营业收入及增长情况（人民币万元）



数据来源：国家统计局，爱建证券

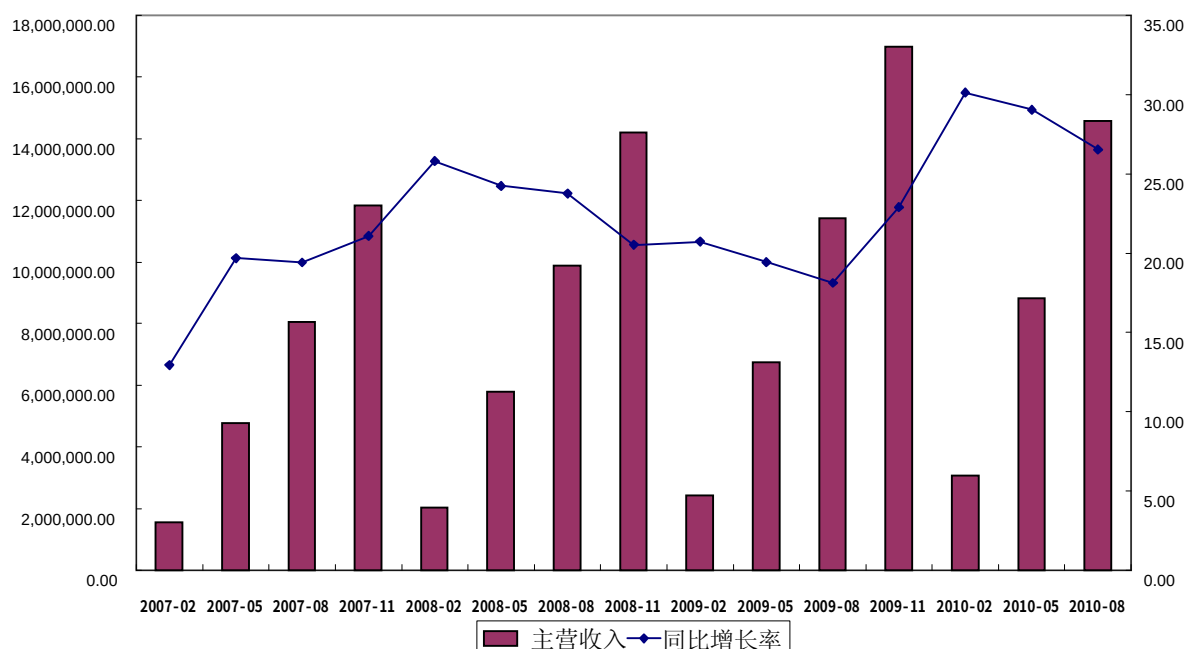
图 7：2007 年到 2010 年生物制品子行业的营业收入及增长情况（人民币万元）



资料来源：国家统计局，爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

图 8：2007 年到 2010 年中成药子行业的营业收入及增长情况（人民币万元）



资料来源：国家统计局，爱建证券

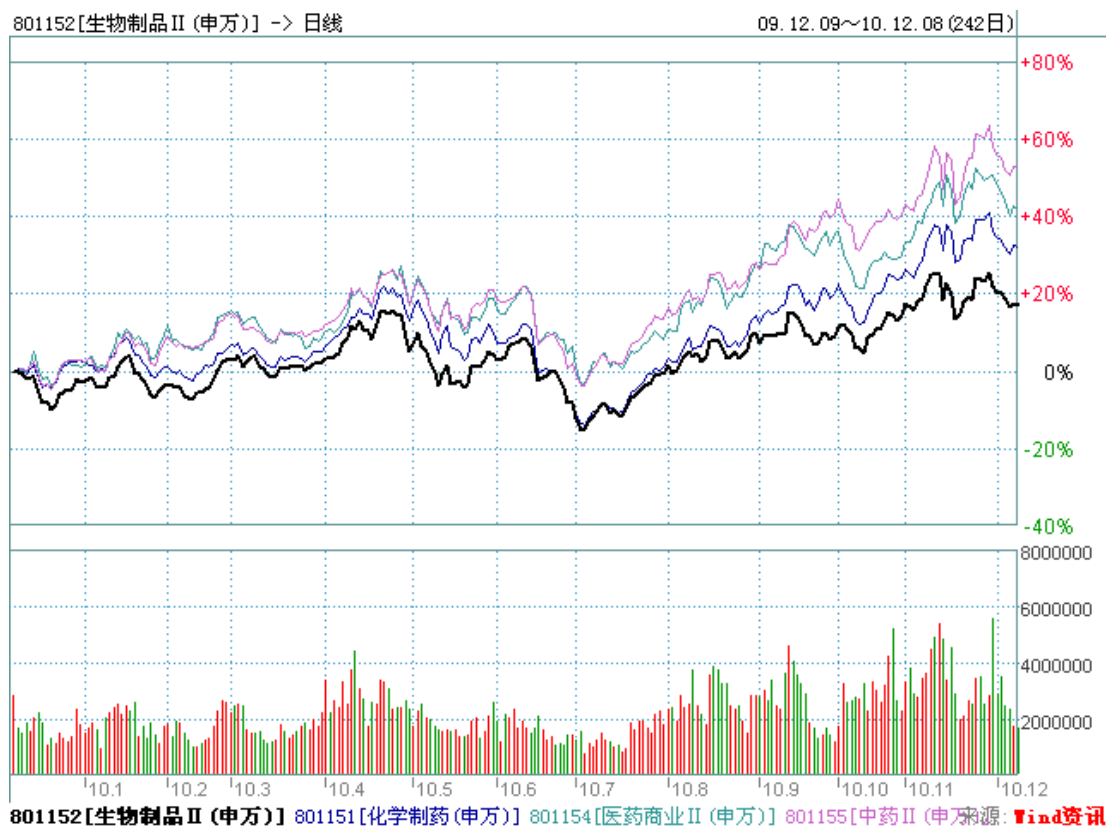
（五）医药生物行业在 2010 年资本市场的表现

2010 年申万医药指数大幅跑赢上证指数，最近一年申万医药指数涨 35.19%，而上证指数跌 13.69%。医药行业的各个子行业涨幅不一，中药子行业涨幅最大，其次是医药商业，再次是化学制药，最后是生物制品行业其走势明显弱于医药指数。

各个子行业的估值情况如下：医药全行业市盈率(TTM，整体法)是 47.08 倍，化学原料药是 33.1 倍，生物制品是 42.37，医药商业是 46.85，化学制剂是 49.13，医疗服务最高为 177.98。生物制品公司涨幅最小，估值也较低，而其受战略新兴产业及十二五规划刺激最为明显，我们看好生物制品子行业未来的走势，特别是符合新兴产业政策而且具有自主创新能力的企业。

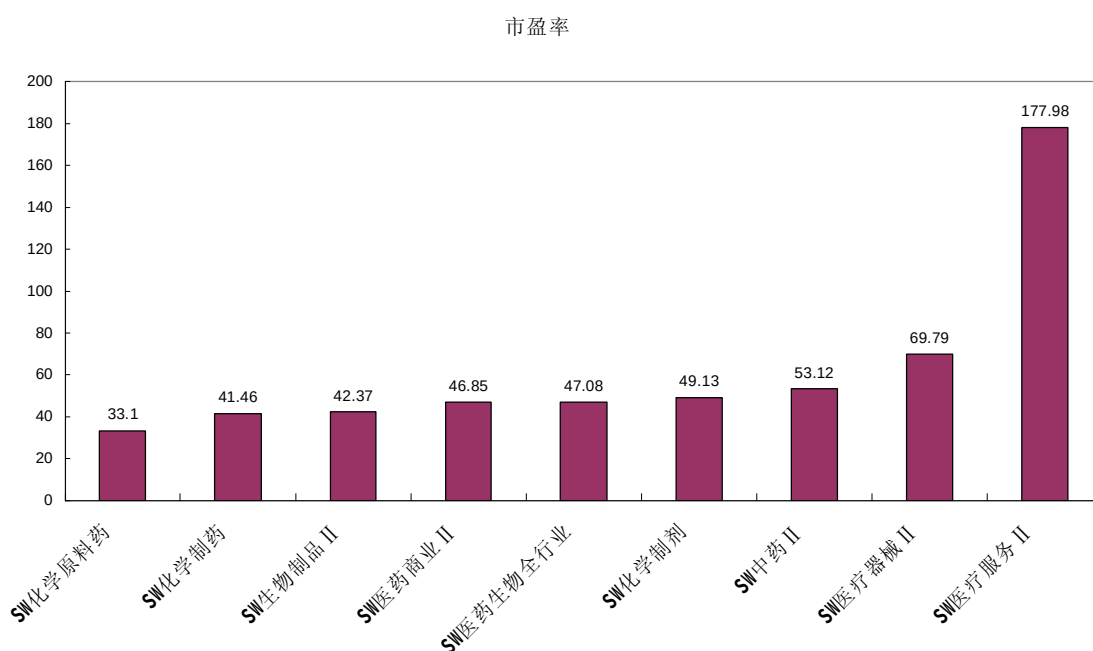
2010 年市场挖掘了生物医药行业的消费属性，其中消费属性最明显的中药子行业及医药商业涨幅较好，中药子行业中的东阿阿胶、云南白药等都有不错的表现，而我们认为生物医药行业另一方面的属性作为新兴科技方面值得 2011 年去深入挖掘。生物制药行业作为新兴产业不是纯粹的概念，有良好的业绩及成长性支撑，而且很多公司的产品已经完成了前期实验室研发、临床药理试验，进入临床 II、III 期，完成临床 III 期，新产品就可以投入市场产生巨大效益。I 期临床是安全性试验，II 期临床试验是疗效探索阶段，临床 III 期是疗效确认阶段。进入临床 III 期意味完成新药研发的大部分环节，渡过了失败率很高的时期。

图 9：医药各主要子行业的 1 年走势



资料来源: Wind 资讯, 爱建证券

图 10：医药各主要子行业的市盈率



资料来源: Wind 资讯, 爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

11

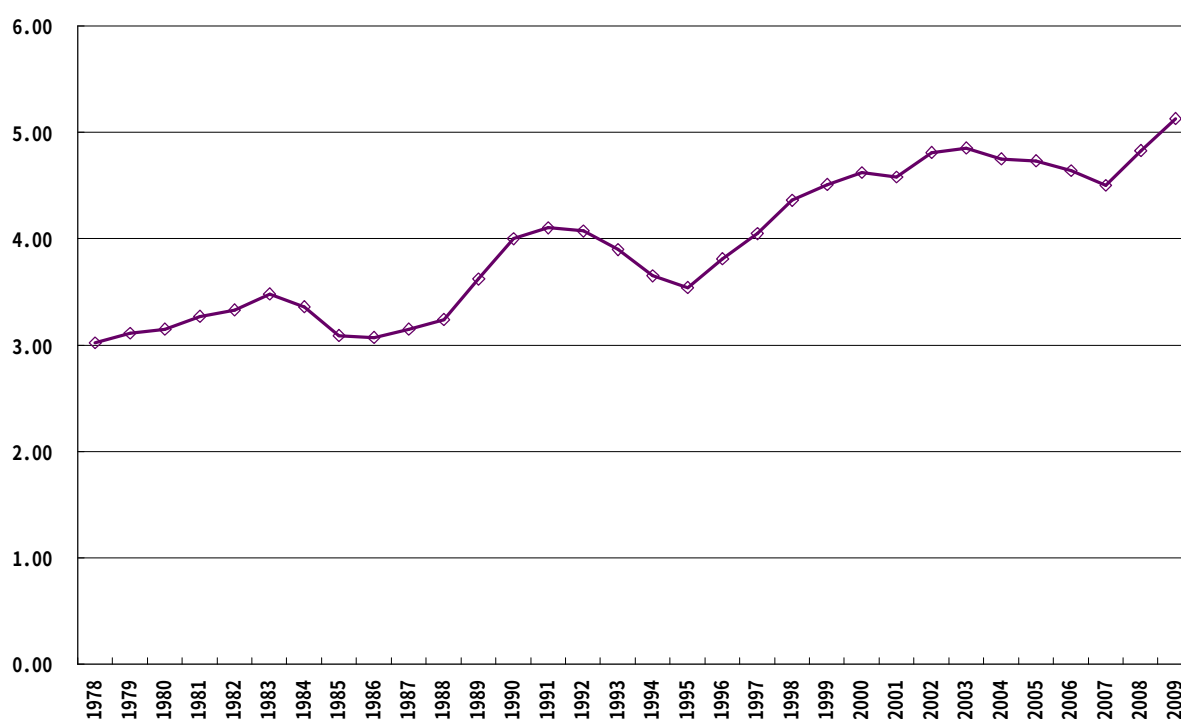
三、生物医药行业未来展望

（一）医药行业总体情况展望

1. 卫生费用增长空间巨大

随着国家经济发展，人民生活水平的提高，卫生费用的支出占 GDP 的比重逐年上升，2009 年为 5.13%，较之前有所提高，不过和发达国家的比重甚至是发展中国家相距很远，在我国经济将保持 8% 以上的增长、卫生费用的占比逐年提高以及政策大力扶持的背景下，我们可以预计在未来几年医药行业将迎来快于整体经济的确定的增长。发改委对药品价格的调控市场已经有所预期，2011 年价格调控引发的对企业利润的实质性影响可能低于预期。

图 11.: 卫生费用占 GDP 的比重



数据来源：卫生部，爱建证券

表1：一些国家卫生费用占GDP的比重（%）

占GDP比重	中国	美国	加拿大	法国	德国	阿根廷	巴西	加纳
2000年	4.6	13.2	8.8	9.6	10.3	8.9	7.2	7.4
2007年	4.3	15.7	10.1	11.0	10.4	10.0	8.4	8.3

数据来源：卫生部，爱建证券

2. 疾病谱发生较大变化

随着群体心理压力的加大、生活环境的污染的加重及人口老龄化，最近几年疾病谱发生了重大的变化，心脑血管疾病、恶性肿瘤、糖尿病等发病率大幅上升。人口老龄化方面，我们可以看到2008年65

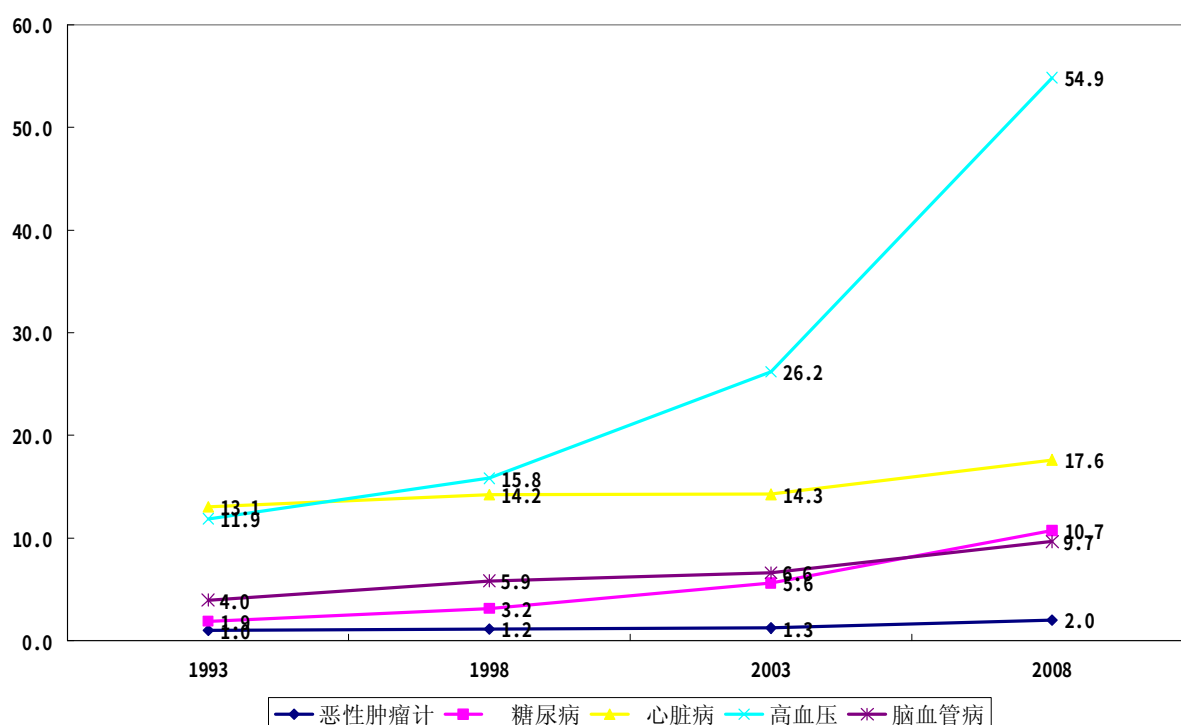
岁以上占总人口的9.5%，高于2000年的7%、1990年的5.5%，而且比率增速很快。从慢性疾病的发病率看，高血压和糖尿病的发病率增长极为迅猛，从1993年的11.9%到2008年的54.9%，糖尿病的发病率从1993年的1.9%到2008年的10.7%，高血压和糖尿病目前还没有药物可以治愈，需要终身用药，所以治疗高血压和糖尿病的应用空间是巨大的，还有恶性肿瘤的发病率也是从1993年的1.0%增长到2008年的2.0%，恶性肿瘤常危及生命，而且用药费用较大，治疗肿瘤的药物空间广阔。

表2：我国人口年龄构成变化

年龄构成(%)								
1990			2000			2008		
0-14 岁	15-64 岁	65 岁以上	0-14 岁	15-64 岁	65 岁以上	0-14 岁	15-64 岁	65 岁以上
27.7	66.7	5.6	22.9	70.1	7	17.3	73.1	9.5

数据来源：卫生部，爱建证券

图12：常见的重要慢性病发病率（‰）



数据来源：卫生部，爱建证券

（二）生物制品子行业受益战略新兴产业政策扶持，发展前景广阔

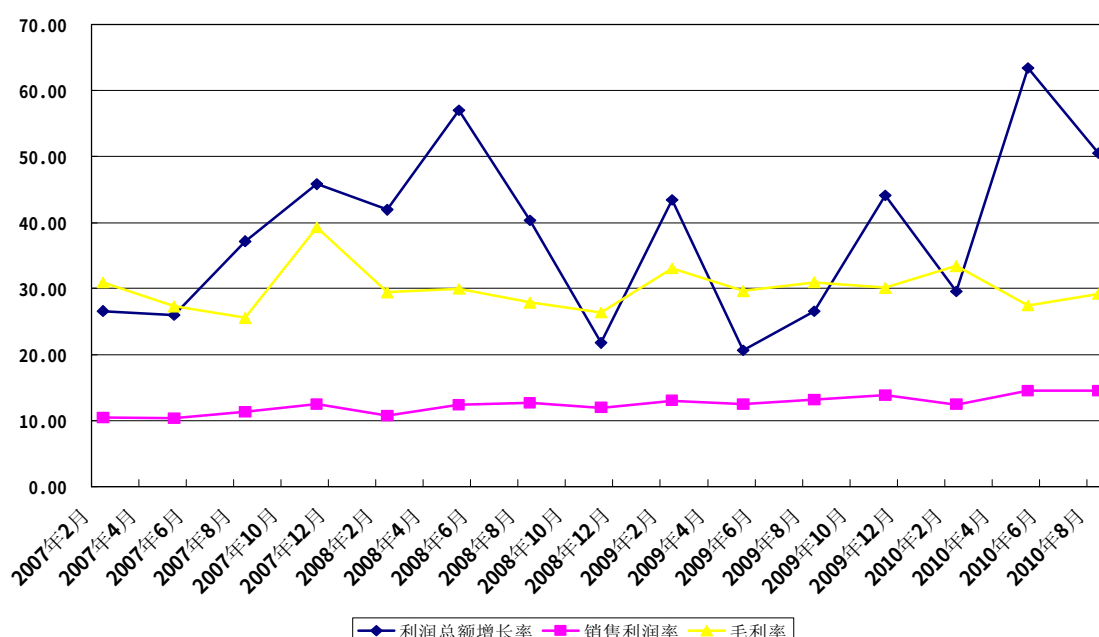
生物技术是新兴产业，是指人们以现代生命科学为基础，采用先进的科学技术手段，按照人类的设计改造生物体或加工生物原料，为人类生产出所需产品或达到某种目的。现代生物技术包括基因工程、蛋白质工程、细胞工程、发酵工程和酶工程，以及发展到芯片技术、基因与基因组人工设计与蛋白质组学。在医学、农学、新能源环保领域都有极其广泛的运用，生物技术在医学领域的

应用前景巨大。目前生物制品行业有 33 家上市公司，主要是生物制药、血液制品及生物试剂类公司。

《关于加快医药行业结构调整的指导意见》在生物产业的指导意见如下：（1）调整产品结构，在生物技术药物领域，紧跟世界生物技术飞速发展的步伐，研发防治恶性肿瘤、心脑血管疾病、神经系统疾病、消化系统疾病、艾滋病以及免疫缺陷等疾病的基因工程药物和抗体药物，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。（2）调整技术结构，在生物技术药物领域，重点突破大规模、高通量基因克隆及蛋白表达、抗体人源化及人源抗体的制备、新型疫苗佐剂、大规模细胞培养和蛋白纯化等技术。加快开发生物活性高、稳定性好、半衰期长的口服、肺部给药的新型生物技术药物制剂。

生物制品行业 2010 年在医药行业中涨幅最小，估值也较低，2007—2010 年其利润总额增长率高于医药行业，销售净利率处于增长状态，毛利率稳定在 30% 左右，而其未来价格受到发改委降价影响很小。生物产业作为新兴产业，受政策扶持力度大，我们坚定看好生物制品行业在 2011 年的表现。

图 13：生物制品行业 2007—2010 利润总额增长率、销售利润率及毛利率变化



数据来源：Wind 资讯，爱建证券

生物制药和传统的化学制药相比，优势明显，生物制药研究开发效率高，大大缩短了研发周期，而且生产过程中对环境污染较小。生物制品行业中，我们看好行业增速快、科技含量高、市场需求巨大而且增长稳定的疫苗行业。接种疫苗是预防和控制传染病最经济、最有效的方法之一，也日益成为现代人预防疾病的健康生活方式。2008 年，全球疫苗生产规模为 192 亿美元，2009 年为 221 亿美元，并有望在 2012 年增长至 340 亿美元，疫苗市场的增速远高于医药行业。我国疫苗产业近几年发展较快，中国是全球最大的疫苗生产国，但中国疫苗 2008 年的年收入占医药行业总收入比例尚不足 0.73%，这意味着疫苗产业未来存在巨大的增长空间，特别是新型疫苗。新型疫苗是指以基因工程疫苗为主体，主要包括：基因工程疫苗、遗传重组疫苗、合成肽疫苗、抗独特型抗体疫苗以及微胶囊可控缓释疫苗等。新型疫苗具有安全性好、特异性功能强、产品纯度高优点。加大传染病新型疫苗研发力度，国家政策大力扶持，产业前景广阔。

疫苗公司中关注，构建良好的生物技术研究平台具有自主研究开发能力，开发生产的产品符合疾

病谱变化趋势、应用空间大，产品毛利率高、技术壁垒高，未来几年有新产品储备、成长性良好具有估值优势的企业。如天坛生物、华兰生物等。

（三）化学制药重在创新

《关于加快医药行业结构调整的指导意见》指出在化学药领域，研发满足我国疾病谱的重大、多发性疾病防治需求的创新药物，争取有 10 个以上自主知识产权药物实现产业化。抓住全球仿制药市场快速增长及一批临床用量大、销售额居前列的专利药陆续专利到期的机遇，加快仿制研发和工艺创新，培育 20 个以上具有国际竞争优势的专利到期药新品种。调整技术结构方面：推广应用膜分离、手性合成、新型结晶、生物转化等原料药新技术，运用基因工程、细胞工程技术构建新菌种或改造抗生素、维生素、氨基酸等产品的生产菌种，提高质量、产率，节能减排和降低成本。加强缓释控释、透皮吸收、粘膜给药、靶向给药等新型制剂技术在药物开发中的应用。

目前，发改委对药价的调控主要针对没有知识产权保护的药品，鼓励企业创新。未来自主创新能力强、国家一类新药储备较多的、走向国际化的企业，能享受高毛利率，发展空间大。如恒瑞医药。

（四）中药领域现代化国际化是看点

中药领域坚持继承和创新并重，借鉴国际天然药物发展经验，加快中成药的二次研究与开发，优先发展具有中医药治疗优势的治疗领域的药品，培育50个以上疗效确切、物质基础清楚、作用机理明确、安全性高、剂型先进、质量稳定可控的现代中药。同时，促进民族药的研发和产业化，促进民族药标准提高，加强中药知识产权保护。调整技术结构方面，根据中药特点，以药物效用最大化、安全风险最小化为目标，加快现代技术在中药生产中的应用，推广先进的提取、分离、纯化、浓缩、干燥、制剂和过程质量控制技术，重点发展动态提取、微波提取、超声提取、超临界流体萃取、膜分离、大孔树脂吸附、多效浓缩、真空带式干燥、微波干燥、喷雾干燥等高效率、低能耗、低碳排放的先进技术。建立和完善中药种植（养殖）、研发、生产的标准和规范，推广应用中药多成分含量测定和指纹图谱整体成分控制相结合的中药质量控制技术。开发现代中药制剂，结合中药特点，重点发展适合产品自身特点的新剂型。关注继承传统较好的，实行中药中医化方向的同仁堂，创新能力较强的

推进中药材生产产业化进程。鼓励企业建立中药材原料基地，发挥其带动中药材生产的作用，推进中药材生产产业化和《中药材生产质量管理规范》（GAP）的实施。应用先进的栽培技术，推广规模化种植，保证中药材的质量和供应。对重要野生药材品种要加强人工选育工作，制止过度采挖，运用生物技术进行优良种源的繁育，建立和完善种子种苗基地、栽培试验示范基地，推动野生药材的家种，降低对野生药材的依赖，为现代中药可持续发展奠定基础。

随着国内通胀的发展，中药材的价格上涨，而中成药的价格受到调控，建立中药材生产基地对公司的利润增长显得非常重要，可以关注拥有自己的GAP基地的中药企业如天士力、广州药业、华润三九、白云山A、同仁堂等；还可以关注进入医保和国家基本药物的独特的中药品牌企业，这些企业有自主定价权，可以抵御通货膨胀。比如云南白药、马应龙等。

中药行业的发展目前有两种方向，一种是中药中医化，以继承中医中药的传统为主，典型的企业如同仁堂；另一种是中药现代化，以现代化科技方法检测开发中药，典型的企业如天士力。这两种方

向都受国家政策认可并支持，在临床应用及产业发展各有优势，在企业业绩弹性和爆发式增长方面看，我们更看好中药现代化企业如天士力。

（五）医疗器械挖掘核心技术公司、医疗服务寻找扩张能力强的公司

在医疗器械领域，推进医药行业信息化建设，创建基于信息技术的药品和医疗器械研发平台。加快医药企业管理信息系统建设，扩大计算机控制技术在生产中的应用范围，提高企业管理和质量控制水平。提升关键、核心医疗器械的数字化水平。针对临床需求大、应用面广的医学影像、放射治疗、微创介入、外科植入、体外诊断试剂等产品，推进核心部件、关键技术的国产化，培育200个以上拥有自主知识产权、掌握核心技术、达到国际先进水平、销售收入超过1000万的先进医疗设备。

随着群体心理压力的加大、生活环境的污染的加重及人口老龄化，最近几年疾病谱发生了重大的变化，心脑血管疾病、恶性肿瘤、糖尿病等发病率大幅上升，长期看好掌握核心技术、达到国际先进水平治疗上述病种的医疗器械公司，医疗器械上市公司数量不多，目前只有10家，目前估值偏高，在估值得到修复的时候予以关注。

随着国家支持民营资本举办营利性和非营利性医疗机构，未来几年民营资本办医院将会越来越多，相关的上市公司如爱尔眼科、通策医疗会有一定的机会，长期看好；不过目前行业市盈率为178倍，估值较高，加上民营资本办医院虽然政策上的障碍已经消除，但医疗服务的技术壁垒及患者的心理适应有一个过程，短期内很难快速增长。

（六）医药商业领域寻找龙头公司

商务部的《2010-2015 全国医药流通行业发展规划》草案已经完成，从规划草案的内容来看，鼓励药品流通企业购并重组，培育国家级、地市级航母企业，到 2015 年,培育 1—2 家年销售额过千亿元的跨地区全国性的大型医药商业集团;20 家年销售过百亿元的区域性大型医药企业。

2010 年 11 月 30 日上海医药收购 China Health System Ltd.的控股权，以进一步拓展以北京地区为中心的华北地区医药分销网络资源。国药集团和华润医药也有各有大手笔的收购动作，此外地方医药企业也在积极布局收购动作。产业集中度提高以后，医药商业龙头企业具备规模优势，以及企业集团内部的药品生产与销售渠道的协同效应，以获取较多的利润。关注医药商业龙头企业以及地方区域医药企业的重组购并机会，可关注上海医药、国药股份、南京医药。

四、行业投资建议和评级

随着经济的发展和人民生活水平的提高，对生物医药产品的需求日益增加，生物医药行业具有确定的成长性，医药行业长期值得看好。从短期来看，药品价格调控，行业估值不便宜，对医药股的短期走势构成压力。2010 年申万医药指数大幅跑赢上证指数，最近一年申万医药指数涨 35.19%，而上证指数跌 13.69%。医药行业的各个子行业涨幅中生物制品行业涨幅最小，今年的业绩增速最快，估值也较为合理，在医药行业中我们最看好作为新兴产业的生物制品子行业。2011 年医药行业可能会存在分化，我们看好科技创新能力强，成长性良好估值合理的个股。

投资策略：2011 年医药行业存在三条投资主线，第一条投资主线是受益于生物医药“十二五”规

划的有雄厚研发实力，而又具备估值优势的生物制品公司，重点公司有华兰生物、天坛生物等。第二条投资主线是有创新能力并走向国际化的公司，重点公司如恒瑞医药、天士力。第三条投资主线是产业整合背景下的机会，重点公司如华润三九、上海医药等。2011 年我们依然看好生物医药行业，给予生物医药行业“强于大市”评级。

五、重点上市公司盈利预测和评级

表 3：重点上市公司盈利预测和评级

代码	名称	细分行业	12 月 8 日股价	EPS(元)			PE			最新评级
				2009	2010E	2011E	2009	2010	2011E	
002007	华兰生物	生物制品	50.52	1.69	1.39	1.61	29.9	36.4	31.4	推荐
600161	天坛生物	生物制品	23.24	0.41	0.51	0.57	56.6	46.2	40.8	推荐
600276	恒瑞医药	化学制药	58.23	1.1	1.1	1.33	52.9	52.9	43.8	推荐
600535	天士力	中药	41.17	0.65	0.85	1.08	63.3	48.4	38.1	推荐
000999	华润三九	中药	25.19	0.72	0.86	1.09	35.0	29.3	23.1	推荐
601607	上海医药	医药商业	23.70	0.45	0.71	0.98	52.67	33.4	24.2	推荐

数据来源：上市公司公告

华兰生物(002007)

1. 公司是从事血液制品、疫苗研发和生产的国家级重点高新技术企业，为国家定点大型生物制品生产企业，在全国同行业企业中处于领先地位。目前公司是国内拥有产品品种最多、规格最全的血液制品生产企业，血浆处理能力居国内乃至亚洲前列，已成为亚洲大型血液制品生产企业。

2. 公司拟用 1.2 亿资金在北京建立生物技术研发中心，以研究开发生物基因产品、疫苗产品；与中科院生物技术局共同成立“中国科学院生物技术创新与产业化联合基金”，公司未来在生物技术的研发、产业化值得关注。

3. 公司的疫苗业务发展迅速，血液制品业务价量齐升，公司主营收入及利润快速增长，2010 年度前三季度公司实现营业同比增长 121.75%，净利润同比增加 149.89%。公司毛利率较高，最近 4 年呈不断升高趋势：2007 年 53.78%，2008 年 60.13%，2009 年 76.01%，2010 年 3 季度 77.00%，其中公司的疫苗毛利率极高，2010 年中报显示为 88.98%。预计 2010 年 EPS 为 1.39 元，2011 年 EPS 为 1.61 元，给予推荐评级。

天坛生物(600161)

1. 公司是目前我国最大的生物制品研究和生产基地之一，是央企中国生物技术集团公司下辖的唯一的一家上市公司。公司主要从事疫苗、血液制剂、诊断用品等生物制品的研发、生产和销售。公司产品包括重组酵母乙型肝炎疫苗、风疹活疫苗、骨髓灰质炎疫苗、乙型脑炎灭活疫苗、麻风二联疫苗、各种诊断试剂等 20 多个品种。公司生产的 H1N1 流感疫苗获国家收储。

请务必阅读正文之后的重要声明

17

2. 中国生物技术集团公司下属的六大生物制品所有很强整体上市预期，一旦整体上市对天坛生物的发展起很大的推升作用。

3. 公司是国内最大的计划性疫苗生产企业，其疫苗产品具有很大市场，公司的毛利率保持在较高的水平，今年由于总体的通胀情况使毛利率有略微下降，总体仍保持较高水平，为 58.57%。加大传染病新型疫苗研发力度是国家政策的指导方向，公司有望从中收益。预计 2010 年 EPS 为 0.51 元，2011 年 EPS 为 0.57 元，给予推荐评级。

恒瑞医药（600276）

1. 公司是国内最大的抗肿瘤药物生产基地，是国家科委认定为国家级重点高新技术企业，公司是国内化学制药行业的创新标杆企业。公司目前主要产品有：抗肿瘤药、心血管药、麻醉镇痛药等。

2. 通过技术转让、联合创新、自主开发等多种形式，公司先后拥有了国家四类以上新药证书 90 个，其中国家一类新药证书 4 个，二类新药 13 个，4 个研究项目被列入国家“863 计划”。创新药瑞格列汀获美国 FDA 批准进入美国临床试验，彰显公司卓越研发实力。

3. 2007—2009 年公司营业收入和利润总额快速增长，营业收入增长率分别为 36.41%、20.8%、26.6%，今年前 3 季度营业收入同比增长率为 27.25%。公司毛利率极高，3 季报显示为 84.49%。预计 2010 年 EPS 为 1.1 元，2011 年 EPS 为 1.33 元，给予推荐评级。

华润三九（000999）

1. 公司主要从事医药产品的研发、生产及相关的健康服务，现有产品 1000 多个，涉及中成药、化学原料药与制剂、生物制品料等多个领域，产品辐射国内及多个海外国家和地区。公司是 OTC 药物的龙头公司，控股股东华润医药入主后，凭借大股东医药商业领域强大的销售渠道，对公司产品的销售增长有极大的推动作用。

2. 公司作为华润集团旗下的品牌中药核心发展平台，考虑其未来内部整合及外延并购带来的估值提升机会。

3. 国务院研究部署建立健全基层医疗卫生机构补偿机制的政策措施，对于生产基本药物为主的华润三九是利好，有利于促进公司销售的提高。预计 2010 年 EPS 为 0.86 元，2011 年 EPS 为 1.09 元，给予推荐评级。

天士力（600535）

1. 公司是以中药为中心的高科技企业，主营现代中药、化学药等的科研、种植、提取、销售等。公司自行研制成功具有国际先进水平的大型自动化滴丸生产线，主导产品复方丹参滴丸是首个份额超过 10 亿的中药产品。

2. 公司致力于打造符合系列标准的一体化现代中药产业链，率先建立了现代中药和植物药提取生产质量管理规范，建立了通过 GMP 认证的现代中药生产基地。

3. 2010 年 8 月 10 日复方丹参滴丸圆满完成美国 FDA II 期临床试验，向中药国际化、现代化迈出了一大步，这对于提升公司品牌起了很大的作用，大大促进复方丹参滴丸在现有市场的销售量。

4. 公司的亚单位流感疫苗是公司未来业绩增长点。预计 2010 年 EPS 为 0.85 元，2011 年 EPS 为 1.08 元，给予推荐评级。

上海医药（601607）

1. 公司是吸收合并了上实医药、中西医药，现为上海发展生物医药产业的龙头企业，主要从事医药研发与制造、分销与零售。公司分销规模位列华东和上海最大、全国名列前茅，分销渠道遍布中国几十个省市。

2. 上海医药收购母公司上药集团的抗生素业务资产，将大大增强公司医药工业实力。公司积极启动赴港上市，融资规模达 110 多亿，手握巨资后将加大并购力度。

3. 收购 CHS 股权，以拓展以北京为中心的华北医药销售市场，增强公司的竞争力，公司是医药商业的龙头公司，将受益于未来医药商业的产业整合。

4. 公司合并上实医药、中西医药后，内部资源整合将使得医药生产和销售渠道发挥协同效应。

5. 今年前 3 季度公司营业收入及净利润快速增长，分别同比增长为 88.8% 和 745.6%。预计 2010 年 EPS 为 0.71 元，2011 年 EPS 为 0.98 元，给予推荐评级。

投资评级说明

I 公司评级

强烈推荐：预期未来6 个月内， 个股相对大盘升幅20%以上

推 荐： 预期未来6 个月内， 个股相对大盘升幅5%~20%

中 性： 预期未来6 个月内， 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避： 预期未来6 个月内， 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级：

强于大市：预期未来6 个月内， 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性： 预期未来6 个月内， 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市：预期未来6 个月内， 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。