

笔歌墨舞，万象更新

2011 年度投资策略报告

医疗保健

领先大市-A

上次评级

领先大市-A

报告日期

2010-12-16

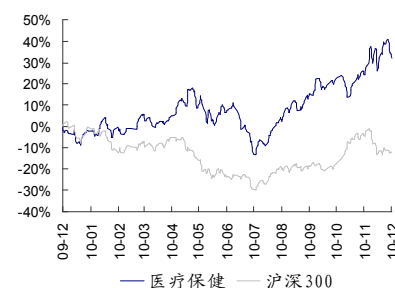
报告关键点:

- 中国医药行业已进入蓬勃发展、快速变革的黄金十年
- 新技术，新产业将为医药行业带来新的投资机会
- 传统医药行业的长期稳健发展将仍不失为优秀的投资标的
- 从投资风格角度关注医药企业并购重组

报告摘要:

- 中国医药行业已进入蓬勃发展、快速变革的黄金十年。老龄化等行业内生性驱动因素的作用毋庸置疑，中国医疗卫生改革不断深化，“十二五”期间政府将不断完善卫生投入机制，加大卫生投入（政府卫生投入增长幅度高于经常性财政支出的增长幅度，使政府卫生投入占经常性财政支出的比重逐步提高），鼓励社会资本进入医疗产业，加大农村等基层医疗卫生建设，鼓励生物制药等新兴产业发展，促进行业整合和集中度提升，系列政策组合拳将共同推动行业在变革中健康、快速发展。展望未来，新技术、新产业将不断崛起，精彩纷呈；传统行业未来十年仍将持续稳健增长，无论是新兴产业还是传统行业，均蕴含着好的投资机会。
- 新技术，新产业将为医药行业带来新的投资机会。新产业中，我们看好国际生产转移和医院产业未来的巨大发展前景。受益国际制药界产业转移的大背景，同时国内医药企业的技术条件日益成熟，质量标准、行业监管逐步提高并与国际接轨，国内医药企业正在经历着国际生产转移的新浪潮，逐步参与国际竞争。政府补偿机制的不到位，致使国内医疗资源严重不足亦严重不均，医疗服务产业面临着巨大的发展机遇。公立医院改革迫在眉睫，政府鼓励社会资本进入医院产业，国内医院资产证券化正在暗流涌动。行业的划时代进步始终离不开新兴技术的推动，以生物技术，小分子靶向药物等为代表的新技术是全球制药业正致力掘金的新领域，每一个重磅药物的诞生将给制药公司带来爆发性的增长。
- 传统医药行业长期稳健发展将仍不失为优秀的投资标的。处方药受益于疾病谱变化、老龄化、医改扩容等因素未来将持续稳健增长；品牌消费及OTC中药正在国内消费升级的推动下演绎着新一轮的高速增长；医疗器械占医药消费比例的迅速提高，将使得医疗器械行业多年以超越整个医药行业的增速发展；医药商业正在演绎着过去几十年美国和日本的行业整合路线，区域龙头正在通过并购整合迅速扩张；政府主导下的中药材及中药饮片行业的规范和标准建立，将加速行业整合、拥有技术和规模优势的企业将脱颖而出。
- 从投资风格角度关注医药企业并购重组。医药行业作为社会民生保障行业，大型国企始终扮演着重要角色。政府主导推动的大型国有医药企业集团重组整合、并购扩张始终值得我们重点关注。国药集团、华润医药、上药集团、广药集团等新一轮的重组整合或将造就中国的大型医药企业集团。
- 重点推荐和关注的公司。新技术、新产业中，国际制药生产转移领域建议关注莱美药业、海翔药业、海正药业；医院产业主题投资建议关注西南合成、马应龙、华润三九；生物制药领域建议关注长春高新、兰生股份；靶向药物领域关注恒瑞医药；传统行业中，处方药公司建议关注双鹭药业、丽珠集团、华东医药、益佰制药。医药商业龙头公司盈利能力预期加速提升，建议关注一致药业、上海医药；持续关注正在迅速整合产业链的中药饮片领导者康美药业；医疗器械领域建议关注鱼跃医疗、九安医疗、新华医疗。

12 个月行业表现



研究员

洪露

021-68766073
证书编号

首席行业分析师

honglu@essence.com.cn
S1450210010306

李秋实

010-66581747
证书编号

行业分析师

liqs@essence.com.cn
S1450210070003

前期研究成果

新苗兰芽，早树争春—中国医疗器械行业
发展之路

2010-09-17

星汉灿烂，若出其里—中国生物制药产
业未来发展之路

2010-08-28

凤鹏正举，扶摇云霄—中国特色原料药产
业升级之路

2010-08-01

医院产业，扬帆起航—中国医院产业改革
发展之路

2010-04-12

目录

1. 多元化和专业化时代医药行业的投资机会	5
2. 医药行业盈利能力屡创新高，估值合理	6
2.1. 1-9 月医药上市公司 ROE 继续创新高	6
2.2. 盈利能力提升是医药股持续走强的内在动力，目前估值较为合理	7
3. 新医改下中国医药行业进入蓬勃发展、快速变革的黄金十年	8
3.1. 过去十年中国医药卫生事业取得长足发展	8
3.2. 未来十年中国医药行业进入快速发展的黄金十年	9
4. 上篇：新技术，新产业	10
4.1. 国际原料药和制剂生产转移风鹏正举	10
4.2. 医院产业：方兴未艾，风起云涌	13
4.3. 生物制药和靶向药物：新技术造就新的重磅炸弹	18
4.4. 小分子靶向药物造就新一代的重磅化学药物	21
5. 下篇：传统行业，从稳健增长到行业整合	23
5.1. 高端专科处方药，刚性需求带来的稳健增长	23
5.2. 医疗器械与药品消费的结构调整预示未来高速增长	26
5.3. 区域医药商业龙头在行业整合中发展迅速	28
5.4. 中药饮片产业整合造就伟大公司	30
6. 从投资风格角度关注医药企业并购整合	32

图目录

图 1 不同投资风格和路径，分享医药行业黄金十年	5
图 2 医药行业 ROE 再创新高	6
图 3 2002 年以来生物制品行业 ROE 走势	7
图 4 2002 年以来化学原料药行业 ROE 走势	7
图 5 2002 年以来化学制剂行业 ROE 走势	7
图 6 2002 年以来医疗器械行业 ROE 走势	7
图 7 2002 年以来医药商业 ROE 走势	7
图 8 2002 年以来中药行业 ROE 走势	7
图 9 2002 年以来医药股相对沪深 300 指数的走势	8
图 10 2009 年 12 月以来医药股相对沪深 300 指数的走势	8
图 11 1997 年以来医药股与沪深 300PE 比较	8
图 12 1997 年以来医药股相对沪深 300 溢价率水平	8
图 13 十年来我国卫生总费用变化	9
图 14 十年来我国卫生总费用支出构成变化	9
图 15 十年来我国药品终端市场规模及增速	9
图 16 十年来我国药品医院终端市场规模及增速	9
图 17 我国 DMF 数量位居全球第二位	10
图 18 中国制药企业位于全球医药产业链的最低端	11
图 19 国内三家特色原料药企业激活 DMF 数量	12
图 20 国内三家特色原料药企业 COS 证书数量	12
图 21 我国医院行业以非营利性医院为主	13
图 22 我国医院收入药品加成占比过大	14
图 23 我国医疗机构数量和平均收入	14
图 24 医疗服务产业近期相关政策	14
图 25 宿迁市人民医院改制前后营业收入、净利润和净利率	15
图 26 全球生物制药市场增速显著高于药品市场	19
图 27 生物药占全球前 100 畅销药物数量的比重	19
图 28 国家在“九五”到“十二五”期间在生物产业投入的创新基金	20
图 29 生物制药行业的发展伴随着不断的技术革命和重磅药物的诞生	20
图 30 单克隆抗体 Herceptin 靶向作用的机理	21
图 31 全球单克隆抗体销售金额	21
图 32 主要小分子靶向酶抑制剂的作用靶点	22
图 33 2005-2009 年化学药物和靶向药物用药金额	22
图 34 外企小分子靶向药物在中国区市场的销售额	22
图 35 2009 年各大药品类别全球市场规模及增速	24
图 36 2009 年各大药品类别中国市场规模占比	24
图 37 主要专科公司的 ROE	25
图 38 现代中药公司的 ROE	25
图 39 2009 年中药各种剂型采购金额比例	25
图 40 2009 年中药注射剂各种类别所占比例	25
图 41 2000-2009 年中国医疗器械市场规模及增长速度	27
图 42 全球药品和医疗器械市场占比	27
图 43 中国药品和医疗器械市场占比	27
图 44 中美日三国药品分销市场集中度历年变化	28
图 45 我国医药商业市场集中度逐年提升	29
图 46 我国医药商业整体净利润率呈上升趋势	29
图 47 医药商业公司的 ROE	30
图 48 中药饮片和中成药行业收入增速情况	30
图 49 中药饮片和中成药行业利润增速情况	30
图 50 公司产业链一体化模式初现雏形	31

图 51 公司中药材贸易业务发展迅速	31
--------------------------	----

表目录

表 1 我国制剂出口条件初步具备	11
表 2 国内制药企业纷纷加入全球制剂市场竞争	12
表 3 通策医疗旗下各医院经营状况	16
表 4 爱尔眼科旗下各医院经营状况	17
表 5 爱尔眼科利用超募资金快速扩张	17
表 6 目前旗下拥有医院资产的 A 股上市公司	18
表 7 世界各国生物产业战略规划	19
表 8 全球主要小分子靶向药物的 2009 年销售额	22
表 9 国内医药公司拥有的小分子靶向药物及基本信息	23
表 10 终端市场份额提高较快的药物及相关医药企业	24
表 11 SFDA 关于中药注射剂的相关政策	26
表 12 SFDA2005 年以后审批通过的中药注射剂	26
表 13 我国医疗器械市场主要产品及供应商汇总	28
表 14 医药商业上市公司近年并购情况	29
表 15 全国 17 家国家级中药材交易市场概况	32
表 16 IPO 重启以来上市的医药公司的并购情况	33
表 17 重点公司估值表	34

1. 多元化和专业化时代医药行业的投资机会

我们坚定地预期，中国医药行业已进入蓬勃发展、快速变革的黄金十年。老龄化等行业内生性驱动因素的作用无庸质疑，中国医疗卫生改革不断深化，“十二五”期间政府将不断完善卫生投入机制，加大卫生投入（政府卫生投入增长幅度高于经常性财政支出的增长幅度，使政府卫生投入占经常性财政支出的比重逐步提高），鼓励社会资本进入医疗产业，加大农村等基层医疗卫生建设，鼓励生物制药等新兴产业发展，促进行业整合和集中度提升，系列政策组合拳将共同推动行业在变革中更加健康、快速发展。

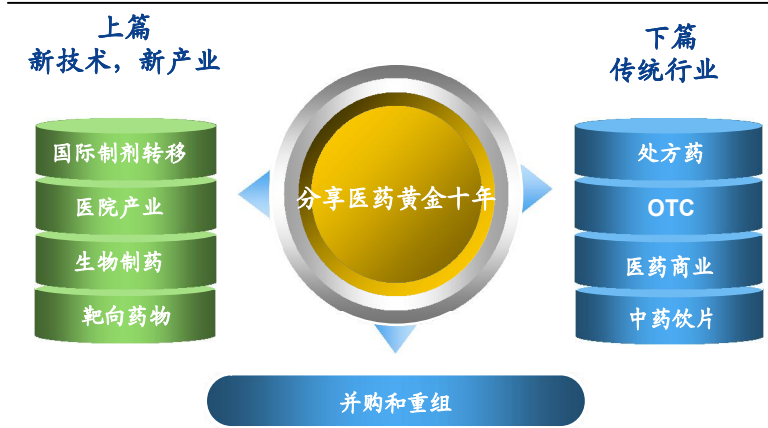
一方面新技术、新产业不断崛起，精彩纷呈；另一方面，传统行业未来十年仍将持续稳健增长，无论是新兴产业还是传统行业，均蕴含着好的投资机会。

新产业中，我们看好**国际生产转移**和**医院产业**未来的巨大发展前景。受益国际制药界产业转移的大背景，同时国内医药企业的技术条件日益成熟，质量标准、行业监管逐步提高并与国际接轨，国内医药企业正在经历着国际生产转移的新浪潮，逐步参与国际竞争。政府补偿机制的不到位，致使国内医疗资源严重不足亦严重不均，医疗服务产业面临着巨大的发展机遇。公立医院改革迫在眉睫，政府鼓励社会资本进入医院产业，国内医院资产证券化正在暗流涌动。行业的划时代进步始终离不开新兴技术的推动，以**生物技术**，**小分子靶向药物**等为代表的新技术是全球制药业正致力掘金的新领域，每一个重磅药物的诞生将给制药公司带来爆发性的增长。

传统医药行业的长期稳健发展将仍不失为优秀的投资标的，**处方药**受益于疾病谱变化、老龄化、医改扩容等因素未来仍将持续稳健增长；**品牌消费及OTC中药**正在国内消费升级的推动下演绎着新一轮的高速增长；**医疗器械**占医药消费比例的迅速提高，将使得医疗器械行业多年以超越整个医药行业的增速发展；**医药商业**正在演绎着过去几十年美国和日本行业的整合路线，区域龙头正在通过并购整合迅速扩张；政府主导下的**中药材及中药饮片**行业的规范和标准建立，将加速行业整合、拥有技术和规模优势的企业将脱颖而出。

医药行业作为社会民生保障行业，大型国企始终扮演着重要角色。政府主导推动的大型国有医药企业集团重组整合、并购扩张始终值得我们重点关注。国药集团、华润医药、上药集团，广药集团等新一轮的重组整合或将造就中国的大型医药企业集团。

图 1 不同投资风格和路径，分享医药行业黄金十年



数据来源：安信证券研究中心

2. 医药行业盈利能力屡创新高，估值合理

2.1. 1-9 月医药上市公司 ROE 继续创新高

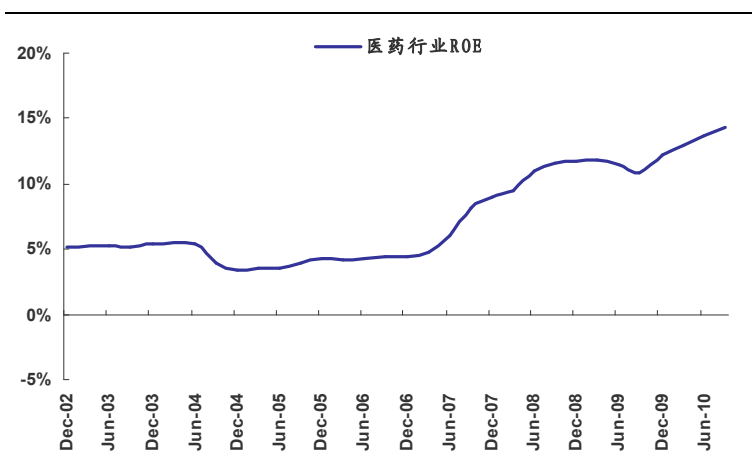
医药上市公司层面：2010 年 1-9 月行业整体及部分子行业 ROE 再创新高，盈利能力进一步提升。从细分子行业来看，中药行业、医疗器械行业的 ROE 再次刷新了近 8 年的高点；生物制药行业的 ROE 则与 2010 年 2 季度持平；医药商业的 ROE 出现回升，正在逼近 8 年的历史高点；化学制剂行业则创造了近两年以来的新高，正在逐步逼近 2007 年 4 季度的高点；化学原料药行业的 ROE 较 2010 年 2 季度继续提升，但是仍然低于 2008 年 4 季度的历史高点。在 2004-2006 年国家医药行业进行整顿后，主流医药企业的盈利能力逐步提升。

行业层面：除了原料药行业受价格波动、2009 年我国外贸出口萎缩影响较大以外（2009 年化学原料药工业总产值为 1,969 亿元，同比增长 10.5%，增幅明显下滑。2000-2009 年，原料药工业总产值的年复合增长率为 16.42%），近年来医药商业、中药行业、化学制剂、生物制品行业的增长较快且盈利能力改善明显。

中国医药商业进入微利时代，2009 年行业毛利率为 7.09%，利润率 1.29%，费用率 5.16%。按照国际惯例，医药商业毛利率维持在 4% 左右，利润率应达 1%，因此我国医药商业主要面临问题还是集中度不高，导致费用率偏高。

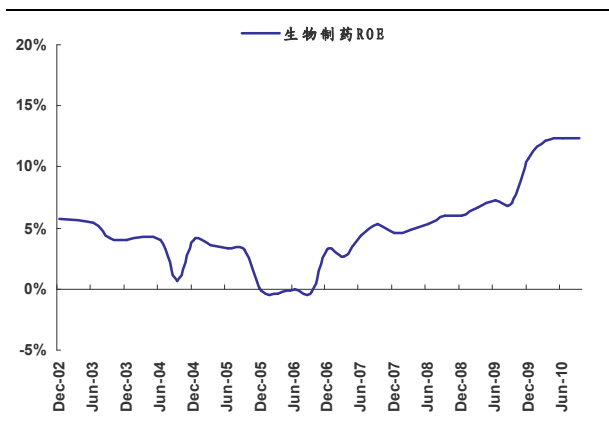
受国家实施中药现代化等因素拉动，我国的中成药工业取得了长足进展，2000-2009 年工业总产值复合增长率达到 17.74%。化学制剂受内需保持稳定驱动，2000-2009 年工业总产值复合增长率达到 20.29%。生物制药是我国医药工业快速发展的生力军，2000-2009 年工业总产值复合增长率达到 27.88%。

图 2 医药行业 ROE 再创新高



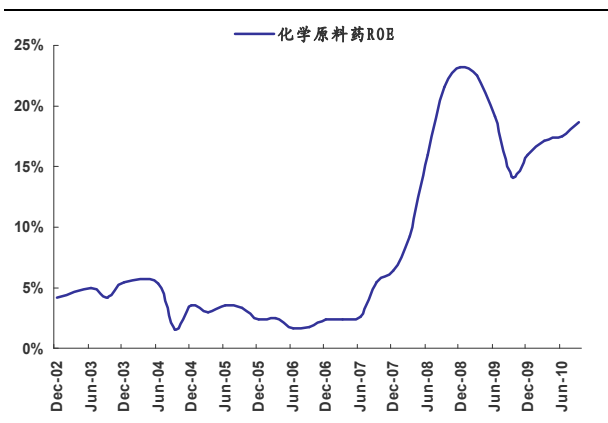
资料来源：Wind 资讯、安信证券研究中心

图 3 2002 年以来生物制品行业 ROE 走势



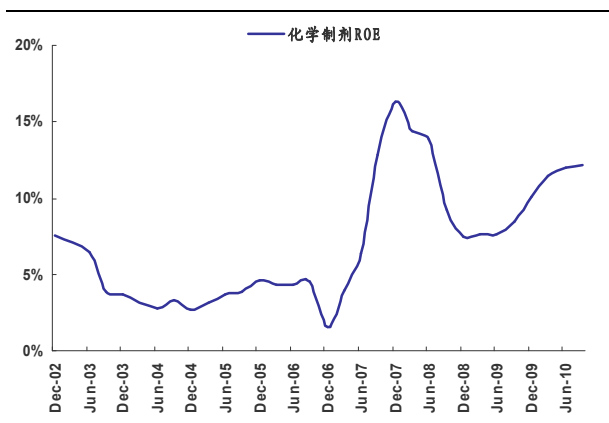
数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心

图 4 2002 年以来化学原料药行业 ROE 走势



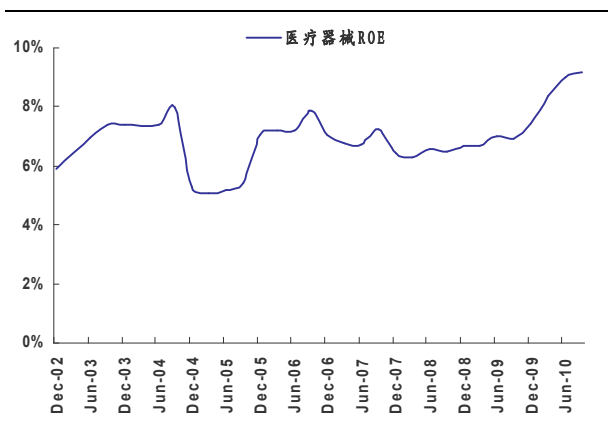
数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心

图 5 2002 年以来化学制剂行业 ROE 走势



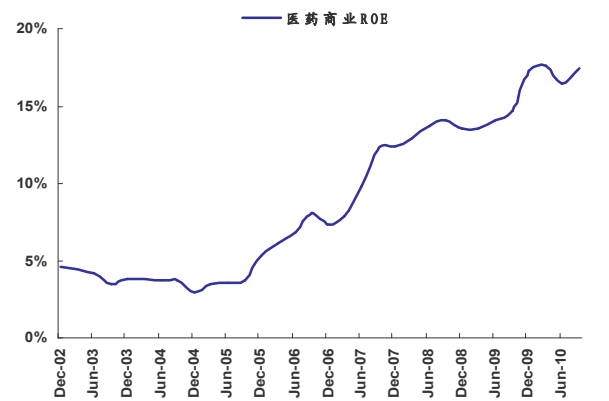
数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心

图 6 2002 年以来医疗器械行业 ROE 走势



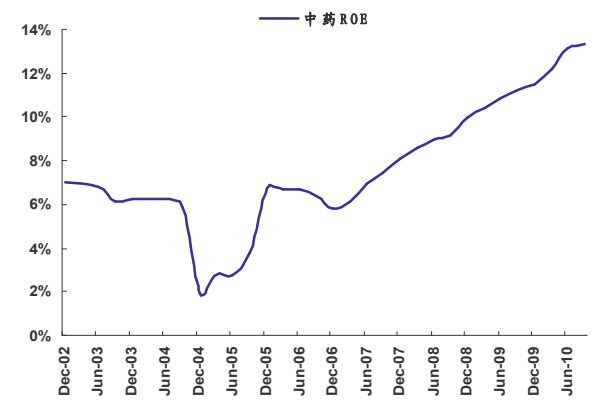
数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心

图 7 2002 年以来医药商业 ROE 走势



数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心

图 8 2002 年以来中药行业 ROE 走势

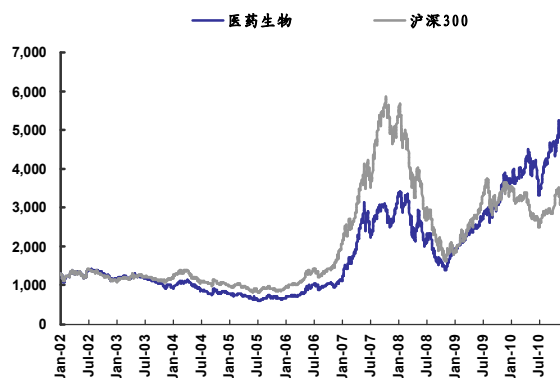


数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心

2.2. 盈利能力提升是医药股持续走强的内在动力，目前估值较为合理

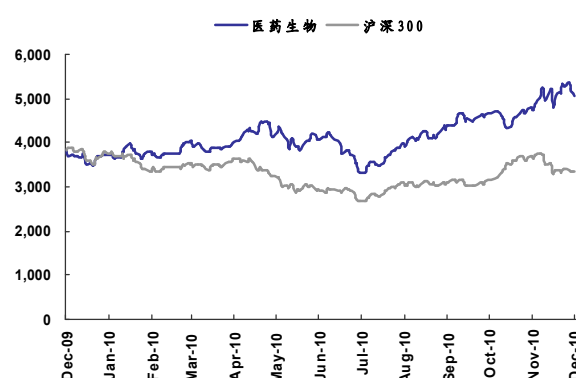
自 2009 年 8 月以来，沪深 300 指数即进入调整阶段。此后相当长一段时间内，医药股走势明显强于沪深 300 指数。但从 2010 年 4 月下旬开始，医药股在估值压力和政策利空的双重作用下开始补跌，7 月初又开始随大盘强劲反弹，随后在周期性行业的大幅上涨中，医药股由于一定的估值压力出现了短期的调整，但随后上涨使整个医药指数再创新高，行业及上市公司盈利不断提升，是医药股持续走强的内在动力。2009 年 12 月 3 日到 2010 年 12 月 3 日，沪深 300 指数跌幅为-12.21%，医药股指数的涨幅则高达 32.24%，医药股远远跑赢大盘。

图 9 2002 年以来医药股相对沪深 300 指数的走势



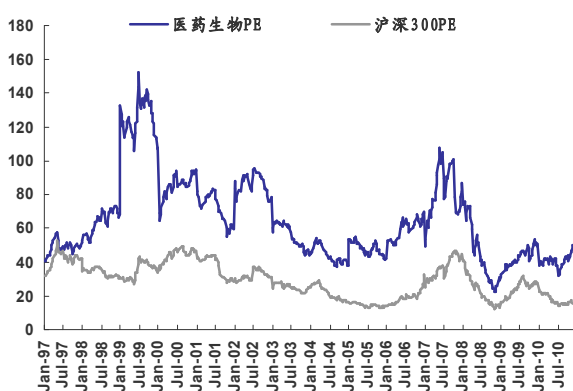
数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心

图 10 2009 年 12 月以来医药股相对沪深 300 指数的走势



数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心

图 11 1997 年以来医药股与沪深 300PE 比较



数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心

图 12 1997 年以来医药股相对沪深 300 溢价率水平



数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心

医药股相对估值目前仍然处于较合理水平。按照 Wind 市盈率(整体法, TTM)的方法计算,截至 2010 年 12 月 3 日,沪深 300 平均 PE 为 15.36 倍,医药股的平均 PE 为 47.74 倍,医药板块 PE/沪深 300 PE 为 3.11 倍。医药行业从历史溢价率水平看,目前虽估值偏高但仍处于合理区间,未来行业将通过快速增长化解估值压力。深入地把握细分行业的发展脉络和趋势,理解和预判不同行业属性下医药企业的发展轨迹,是我们始终坚持的研究方法。

3. 新医改下中国医药行业进入蓬勃发展、快速变革的黄金十年

3.1. 过去十年中国医药卫生事业取得长足发展

过去十年中国医药卫生事业取得了长足发展,尤其在“十一五”期间,启动了新一轮医药卫生体制改革,更加快了行业的健康发展。以下是 12 月 1 日《经济日报》对卫生部副部长张茅的采访要点:

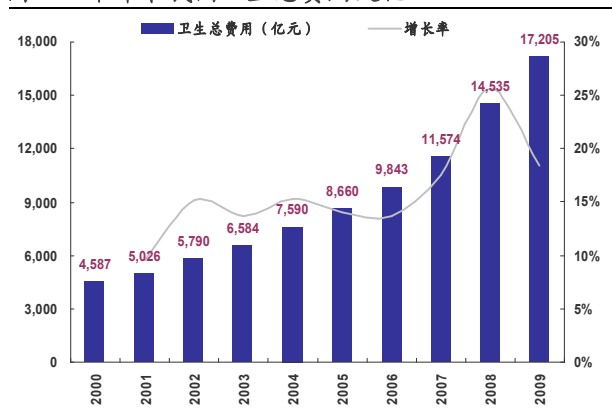
“十一五”期间,启动了新一轮医药卫生体制改革,目前看来,医改各项工作开局良好、进展顺利。**一是**基本医疗保障制度取得积极进展。医保覆盖面进一步扩大,城乡居民参保超过 12 亿人,其中参合农民已经达到了 8.32 亿人,覆盖率达到 95.9% 以上,保障水平进一步提高。**二是**国家基本药物制度稳步推进。今年 2 月以来,全国 30% 以上的政府办城市社区卫生服务机构和乡镇卫生院开始实施基本药物制度,包括集中采购、统一配送、零差率销售,目前正向 60% 稳步推进。**三是**基层医疗卫生服务体系建设步伐明显加快。2009 年中央安排资金 200 亿元支持建设近 1,000 个县级医院、4,700 多个城乡基层医疗卫生机构,改善基层就医条件。1,091 家三级医院与 2,184 家县级医院建立了培养培训基层医务人员的长期对口协作关系。**四是**基本公共卫生服务朝着均等化的目标迈进。各地基本落实人均 15 元的基本公共卫生服务经费,国家基本公共卫生服务项目和重大公共卫生服务项目直接惠及亿万家庭。**五是**公立医院改革试点取得进展。中央今年确定了鞍山等 16 个城市为公立

医院改革的国家联系试点城市，各省（区、市）相应确定了北京等 31 个城市为省级试点城市，试点城市的改革运行平稳、开局良好。

“十一五”期间是中央财政投入卫生事业力度最大的时期。2006 年至 2009 年，中央财政合计安排卫生事业资金 1,852.9 亿元。医改启动以来，按照规定，政府将在 3 年内投入 8,500 亿元，截至目前政府已经投入 5,000 亿元，并且近年来正以 30% 以上的速度递增。加大卫生投入是医改的重要内容，也是坚持基本医疗卫生事业公益性的一个重要方面。这些投入包括医疗保障制度、新农合的建立，也包括公共卫生和医疗卫生服务体系的建立，解决了许多过去多年没有解决的问题。

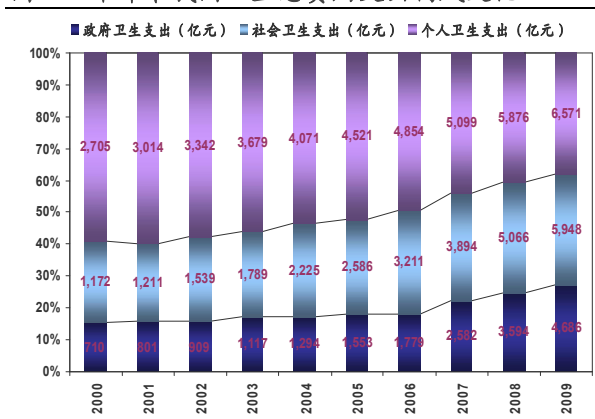
“十一五”期间，政府、社会、个人三者负担的医疗费用在趋势上有了变化。2009 年与 2005 年相比，在卫生总费用中政府卫生支出所占比重从 17.93% 增加到 27.23%，社会卫生支出比重从 29.87% 增加到 34.57%，个人卫生支出比重从 52.21% 下降到 38.19%。人均卫生费用从 2000 年的每人每年 362 元，增加到 2009 年的 1,289 元。

图 13 十年来我国卫生总费用变化



数据来源：卫生部统计年鉴、安信证券研究中心

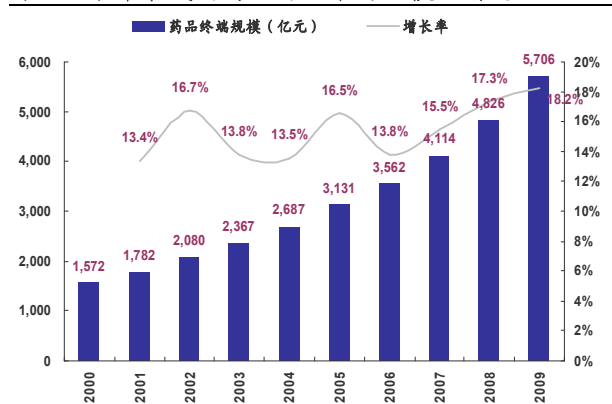
图 14 十年来我国卫生总费用支出构成变化



数据来源：卫生部统计年鉴、安信证券研究中心

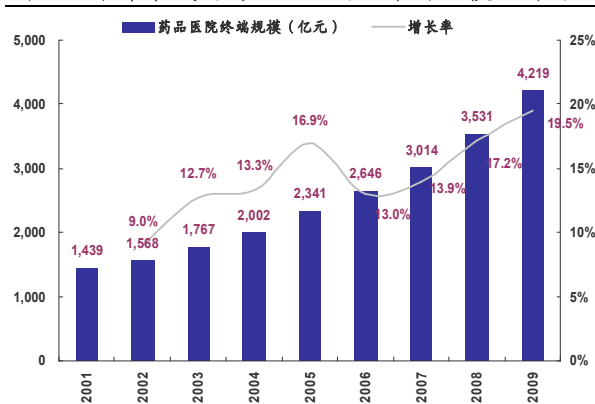
药品市场总规模 2000-2009 年年均复合增速为 15.4%，医院终端药品销售规模 2003 年以后以超过年均 10% 的速度增长，2008 年金融危机下仍保持 17.15% 的增长，突显医药行业弱周期性的特点。2009 年在新医改的促进下，医院用药市场增长率达 19.48%，2009 年药品市场总规模及医院药品销售规模分别达 5,706 亿元、4,219 亿元。

图 15 十年来我国药品终端市场规模及增速



数据来源：南方所，安信证券研究中心，
注：按照药品平均零售价计算规模

图 16 十年来我国药品医院终端市场规模及增速



数据来源：南方所，安信证券研究中心，
注：数据包含各级医院、社区卫生服务中心、卫生院、诊所等所有医疗机构，不含各类城乡药店。

3.2. 未来十年中国医药行业进入快速发展的黄金十年

张茅副部长对“十二五”中国医药行业的展望：

政府将继续完善政府卫生投入机制，确定政府在提供公共卫生和基本医疗服务中的主导地位，使政府卫生投入增长幅度高于经常性财政支出的增长幅度，使政府卫生投入占经常性财政支出的比重逐步提高。一方面，要继续提高居民医疗保障水平，包括新农合、城镇居民和城镇职工医疗保险的保

障水平。另一方面，要通过加强医院内部管理、支付制度改革和推行基本药物制度来控制合理医疗费用，使总体费用不至于过快增长。我们也希望保持个人承担比例下降的趋势，如果在“十二五”末能够达到 30% 甚至 30% 以下，对于缓解群众“看病贵”的问题将会有更加明显的效果。当然，这还要靠政府和社会共同努力。

“十二五”期间我国卫生事业的发展将坚持“一个目标”(就是以人人享有基本医疗卫生服务为目标)，突出“一个重点”(就是以深化医药卫生体制改革为重点)，核心就是以改革促发展。

目前，新农合人均筹资标准达到 154 元，新农合政策范围内住院费用报销比例达到 60% 左右，最高支付限额提高到农民人均纯收入的 6 倍以上。“十二五”期间，政府对新农合的投入还将不断加大，新农合筹资标准、报销比例和最高支付限额也将提高，农民个人负担将进一步减轻。此外，明年 3 月底前基本药物制度在 60% 政府办的城市社区卫生服务机构和乡镇卫生院实施，医改 3 年任务完成时达到百分之百，群众到基层医疗卫生机构看病会更为便宜。

我们坚定地预期，中国医药行业已进入蓬勃发展、快速变革的黄金十年。老龄化等行业内生性驱动因素的作用无庸质疑，中国医疗卫生改革不断深化，“十二五”期间政府将不断完善卫生投入机制，加大卫生投入，鼓励社会资本进入医疗产业，加大农村等基层医疗卫生建设，鼓励生物制药等新兴产业发展，促进行业整合和集中度提升，系列政策组合拳将共同推动行业在变革中更加健康、快速发展。

4. 上篇：新技术，新产业

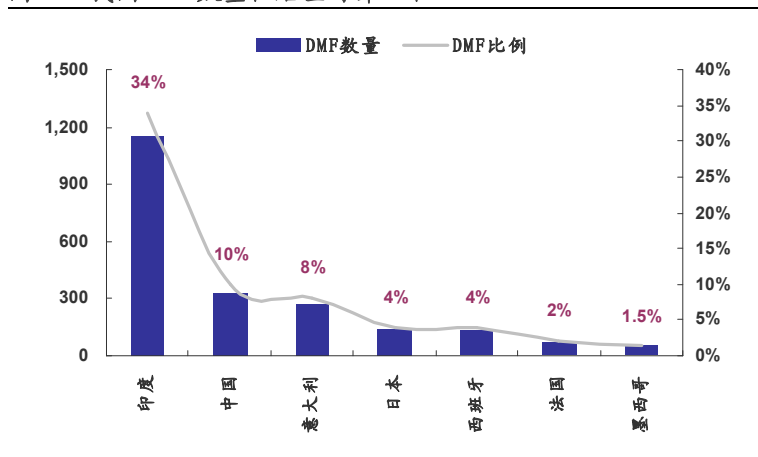
4.1. 国际原料药和制剂生产转移风鹏正举

中国制药企业参与全球制剂竞争是大势所趋。目前，国际制药企业将原料药的生产转移到中国正方兴未艾，与此同时，国际制剂生产转移也开始萌动。在这个过程中，大的新兴产业性投资机会正在兴起。

中国企业迎来特色原料药生产转移的产业发展机遇。

全球仿制药市场的迅速发展使得制药企业对于特色原料药的需求日益放大，这将加速全球特色原料药生产转移的进程。出于成本和环保压力，特色原料药在 20 世纪 90 年代末期便开始向亚洲生产转移。近年来，国内企业在规模和成本优势的基础上，研发能力、技术成熟度、质量优势、国外认证经验、国际谈判能力、环保及 EHS 管理体系等软硬件实力都大幅提升。部分特色原料药企业真正实现了与国际制药企业的全面对接，转移生产规模越来越大，涉及品种越发丰富，且订单稳定持续，盈利模式具备可复制性。中国特色原料药企业经过多年的不懈努力，终于迎来了产业大发展的历史性机遇。

图 17 我国 DMF 数量位居全球第二位

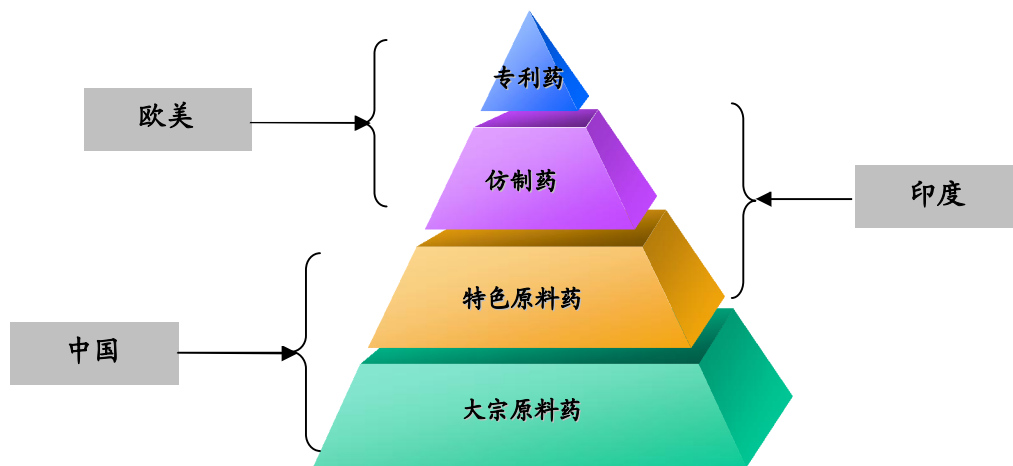


数据来源：Indian Pharma CRAMS、Reliance Money、安信证券研究中心

国际制剂生产转移处于萌动初期但发展迅速

目前，我国医药行业在国际制药工业产业链上扮演的主要是原料药供应商的角色，处于产业链的最低端，这更多的是依靠我国企业的成本优势获得的。中国劳动力供给正在走过刘易斯拐点，劳动力成本的趋势性上升已不可避免，牺牲环保换取短期发展也正在成为过去时，而只有那些掌握药品研发、注重新技术和质量、有品牌和销售渠道的企业才能控制最终的利润。因此，中国制药企业必须参与国际仿制药乃至创新药的竞争，向产业链最高端进发。

图 18 中国制药企业位于全球医药产业链的最低端



数据来源：安信证券研究中心

表 1 我国制剂出口条件初步具备

序号	内容	印度	中国	对比结果
1	优质低价	低成本及原料药优势保证产品低价； 119 家企业通过美国 FDA 认证，产品质量得到欧美市场的认可。	拥有较低的生产成本和良好的化学基础设施优势； 数十家制药企业的制剂生产线通过欧美规范市场的认证。	成本相当； 通过认证的制剂生产线数量较少，产能也不够大，不能形成规模效应； 未来仍需加大硬件投入，产能上形成规模效应。
2	产品储备	拥有美国以外最多的 ANDA 文号	数十家企业的个别产品通过欧盟或澳大利亚 TGA 的认证，通过美国 FDA 认证的产品数量较少。	数量较少，个别产品价格下滑对公司业绩影响较大； 未来仍需加大仿制药产品的研发和认证力度，形成产品组合。
3	销售渠道	大量收购兼并建立销售渠道	目前尚无国内企业建立海外销售渠道。	有资金实力实施收购，但无相关运作经验。

总体而言，国内制剂企业实现制剂出口的基本条件已经具备，但在产品储备和销售渠道方面仍然不够成熟，因此，与国外企业合作开发仿制药产品，并借助它们完善的销售渠道成为现阶段较为现实的选择。

数据来源：安信证券研究中心

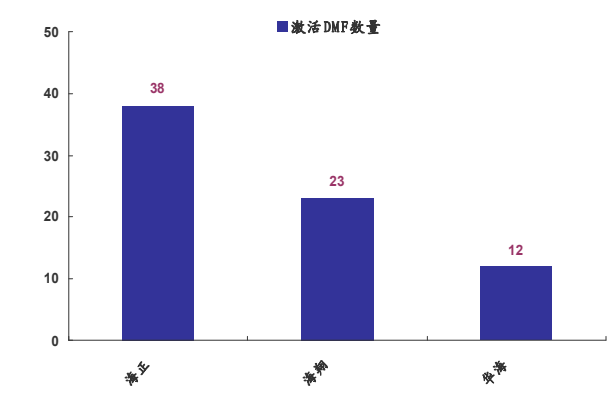
目前我国很多优秀企业在成本上较发达国家制药企业有着显著优势，产品质量也已经能够达到欧美质量标准，制剂出口的基本条件已经具备。但是，目前国内制药企业在

产品储备(通过欧美规范市场认证的制剂产品)和销售渠道方面仍然不够成熟。因此,与国外企业合作开发仿制药产品,学习其制剂认证技术和经验,借助其完善的国际销售渠道实现制剂出口是现阶段较为现实的选择。同时,国内药厂与国外企业通过技术合作和授权,研发和生产仿制药,在国内销售并分成也是目前国际合作、共赢发展的方式之一。

从原料药到制剂的生产转移蕴藏着巨大的投资机会

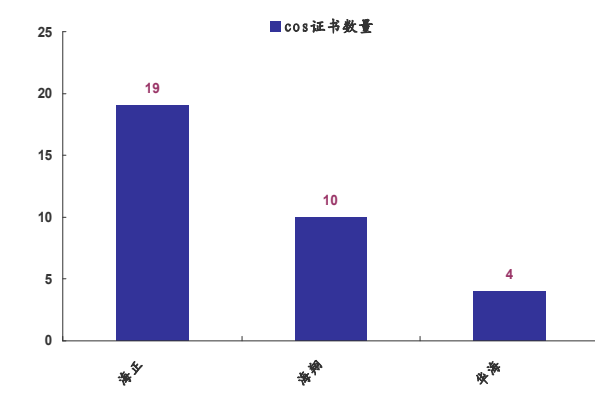
特色原料药转移生产将给国内原料药企业带来较大的盈利增长,而制剂的生产转移更是为国内公司带来巨大的发展空间。建议关注产业升级的先行者-特色原料药龙头企业**海正药业**和**华海药业**,企业在进一步做大优势原料药出口的基础上,加速实现产业转型升级,促进制剂出口业务的发展,实现从原料药到制剂一体化生产和全球化经营的目标。同样值得关注的有股权激励已完成、订单转移生产顺利、公司业绩实现跨越式增长**的海翔药业**。

图 19 国内三家特色原料药企业激活 DMF 数量



数据来源: FDA、安信证券研究中心(截至 2010 年 2 季度)

图 20 国内三家特色原料药企业 COS 证书数量



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

莱美药业凭借较强的研发软、硬件条件,未来与国外制药厂的合作可从两方面展开:一方面公司可通过国外药厂技术受让在国内申报仿制药,并由公司负责生产和销售;另一方面,公司为国外药厂生产制剂,未来将实现制剂出口。预期公司募集资金投资的新制剂生产线将按照国际标准实施 FDA 及 DMF 认证,从而为公司参与国际竞争的长远发展奠定基础。**一致药业**旗下深圳万乐从基因泰克的孙公司韩国 Celltrion 引进 9 个单抗药物,在中国生产制剂并利用万乐在国内的肿瘤药营销网络进行销售。

表 2 国内制药企业纷纷加入全球制剂市场竞争

序号	公司	生产线	认证机构
1	华海药业	固体制剂(20 亿片/年) 正在建设符合美国 FDA 标准的固体制剂生产车间(100 亿片/年); 与多家跨国企业展开从原料药到制剂的全方位合作,目前已有部分制剂产品出口美国;	欧盟 cGMP 和美国 FDA
2	海正药业	固体制剂 正在建设符合欧盟 cGMP 和 FDA 标准的制剂生产基地;目前已有数个制剂产品出口欧盟;公司与西班牙 Cinfa 公司共同开发的他克莫司制剂获欧盟批准,成为该药在欧盟市场唯一的仿制药供应商。	欧盟 cGMP
3	美罗药业	固体制剂	澳大利亚 TGA(今年底或明年初接受 FDA 检查)
4	上药—上海天平	固体制剂	英国 MHRA
5	上药—上海禾丰	小容量注射剂	澳大利亚 TGA

6	北京赛科-北药	片剂 20 亿片、硬胶囊剂 5 亿粒	欧盟 cGMP
7	京新药业	固体制剂	欧盟 cGMP
8	石药集团	固体制剂	美国 FDA
9	金华康恩贝	N/A	欧盟 cGMP
10	天士力帝益药业	片剂和胶囊剂	澳大利亚 TGA
11	深圳立健	无菌粉针剂、胶囊剂、片剂、干混悬剂和颗粒剂	欧盟 cGMP
12	无锡凯夫	N/A	欧盟 cGMP
13	浙江日升昌	软膏剂	美国 FDA
14	广东东阳光	N/A	欧盟 cGMP
15	西安千和药业	固体制剂, 3.5 亿片/年	英国 MHRA
16	江苏常州制药	口服固体制剂 80 亿片	通过欧盟 cGMP, 正在申报美国 FDA
17	华益药业(合资)	N/A	欧盟 cGMP
18	恒瑞药业	伊立替康和加巴喷丁胶囊申请 FDA 认证, 有望在今年底或明年初迎来 FDA 检查	
19	康缘药业	枝茯苓胶囊在美国正式开展 II 期临床试验, 有望成为我国第一个获得美国 FDA 批准, 以药品形式进入美国市场的复方中成药	
20	莱美药业	莱美与美国赛金药业即将展开合作, 双方合作的基本意向是通过赛金技术受让由莱美在国内申报仿制药, 由莱美负责生产和销售; 同时莱美为赛金贴牌生产制剂, 制剂出口到国外由赛金负责销售。	
21	一致药业	一致药业持股 35% 股权的万乐药业在深圳建立生物抗体药物研发生产基地, 开发生物抗体药物, 公司将引进 Celltrion 公司的技术和原料, 生产用于恶性肿瘤和类风湿性关节炎等重大疾病治疗的 9 个品种药品。	
22	康弘赛金-合资	正在兴建亚太地区第一个采用隔离全封闭生产技术, 并将通过中国 SFDA 和美国 FDA 认证的注射剂生产线, 设计年生产规模为 3 亿产品单位。	

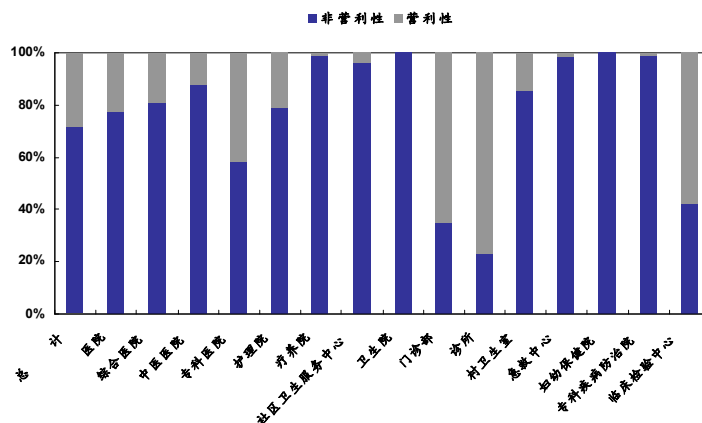
数据来源: 各公司公开资料、安信证券研究中心

4.2. 医院产业: 方兴未艾, 风起云涌

我国医院产业高速增长, 医疗资源严重不均衡中却蕴藏着巨大机遇

我国大部分的医院是非营利性的, 这其中大部分为公立医院。我国的营利性医院与非营利性医院的主要区别除了所得的盈利能否用于医院以外的投资或分红以外, 还在于税制不同, 国家对营利性医院缺乏政策支持。

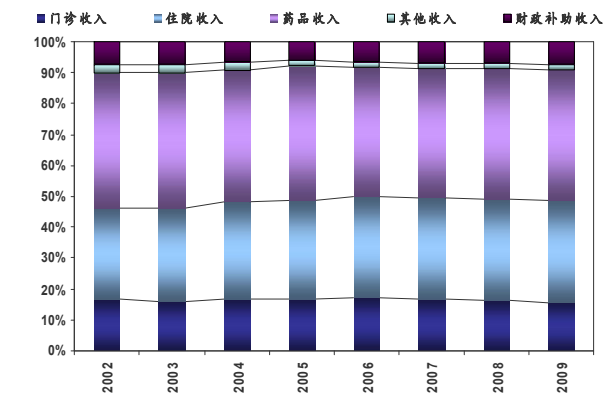
图 21 我国医院行业以非营利性医院为主



资料来源: 卫生部统计年鉴、安信证券研究中心

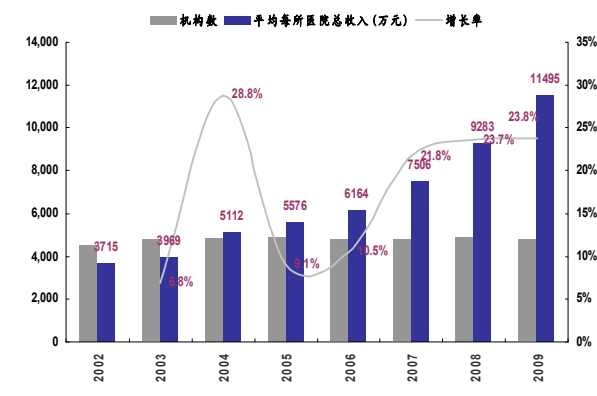
我国公立医院收入中药品占比过高，给医生薪酬过低。在我国公立医院收入构成中，正好与国外相反，药品收入占到了 42%，住院收入占 33%，门诊收入占 16%，还有 7% 是来自于国家的财政补贴。公立医院目前主要靠“以药养医”，药品加成收入占比过高，同时公立医院给医生的薪酬过低，缺乏良好的激励机制。

图 22 我国医院收入药品加成占比过大



数据来源：卫生部统计年鉴、安信证券研究中心

图 23 我国医疗机构数量和平均收入



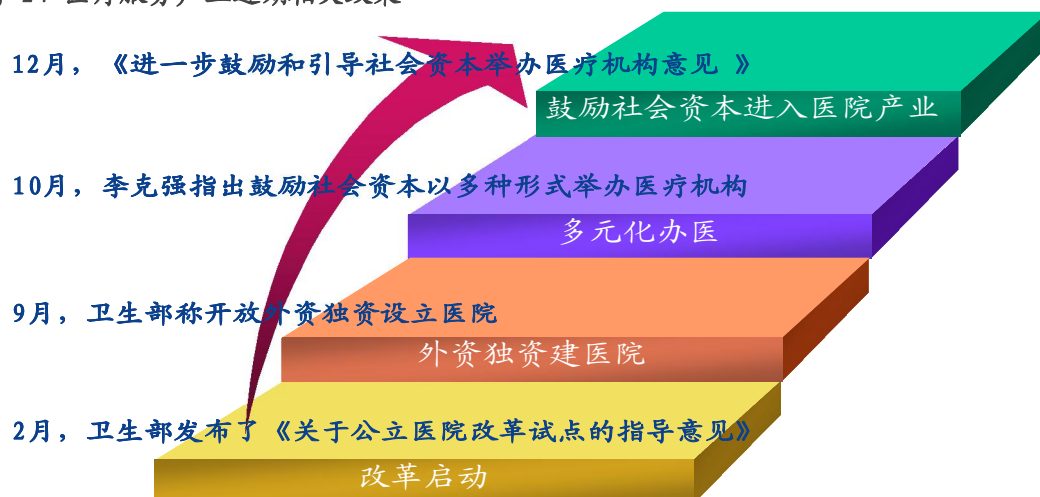
数据来源：卫生部统计年鉴、安信证券研究中心

作为医疗市场主体的医院产业正在高速增长，平均每所医院的收入从 2002 年的 3,715 万元提高到了 2009 年的 11,495 万元，年均增速达到了 20% 以上。但我们同时看到医疗机构的数目增长并不多，国家对于新设立医院持谨慎态度，造成我国的医院市场仍缺乏活力。现在，这个潜力巨大的市场正处于深刻变革的前夜。

鼓励公立医院改制和社会资本进入医院产业，公立医院改革步步为营

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

图 24 医疗服务产业近期相关政策



数据来源：安信证券研究中心

9 月，改革正在逐步推进中，卫生部称将开放外资独资设立医院，刚刚发布的《北京市“十一五”时期卫生事业发展规划》中也称将对少部分的公立医疗机构进行改制。

10 月，在医改领导小组第七次全体会议上，国务院副总理李克强强调建立富有活力的市场竞争机制，鼓励社会资本以多种形式举办医疗机构，促进有序竞争。

11 月，国务院深化医改领导小组将《进一步鼓励和引导社会资本发展医疗卫生事业》上报国务院。

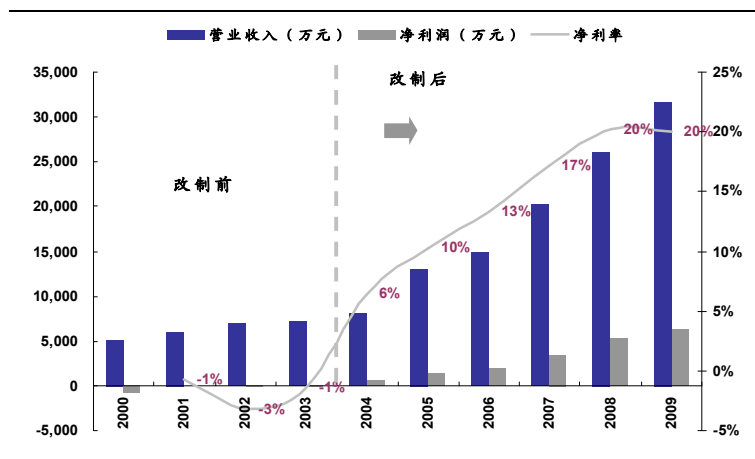
12 月，国务院批准了发改委、卫生部、财政部、商务部、人力资源社会保障部共同拟定上报的《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》。该政策旨在全方位鼓励和引导社会资本举办医疗机构，增加医疗卫生资源，扩大服务供给，满足人民群众多层次、多元化的医疗服务需求；同时促进医疗服务产业建立竞争机制，提高医疗服务效率和质量，完善医疗服务体系；政策首次充分肯定了非公立医疗机构在医疗卫生服务体系中的重要地位和作用。

我们认为，公立医院改革是医改的重中之重，上述政策的出台在预期之中也是众望所归；标志着公立医院改革的进一步深化，同时也标志着国家新的医疗体制改革坚定地向前迈出了实质的一步！这一重要举措无疑对整个医药行业是重大实质利好。

国家鼓励公立医院改制，将使医疗服务产业迎来深刻变革。

金陵药业旗下的宿迁市人民医院是我国第一家上市公司主导公立医院改制的成功案例，对于此次公立医院改革的方向具有极大的借鉴意义。

图 25 宿迁市人民医院改制前后营业收入、净利润和净利率



数据来源：金陵药业年报，安信证券研究中心

方正集团通过旗下北大国际医院集团进军医疗产业已开始取得实质性进展，据报道，除了在大量接触国内二线城市的二级和三级医院外，今年 8 月 3 日，方正集团与河南省政府签署了《投资组建河南省医疗中心框架协议》，将在郑州市建设一个三级综合非营利性医院河南省医疗中心，总投资额近 30 亿元，共设置床位 3,000 张，建成后将成为中国华中地区最大的医疗服务中心。此外，集团未来可能收购一批规模在 1 亿元人民币以上的地方三级医院，集团将继续发展从自建医院，收购医院，到整合其他大型三甲医院的进军医院产业长期战略。西南合成成为方正旗下唯一的医药资产整合平台，预计未来将可能注入集团的医院资产。

国家鼓励社会资本进入医院产业，连锁医院和医药企业投资医院迎来巨大发展机遇

公立医院改革启动，今年 4 月我们推出了《医院产业，扬帆起航》深度报告后，民营连锁医院的迅速扩张和医药企业纷纷投资介入医疗服务产业印证了我们前期的判断。

连锁专科医院正在迅速扩张，将某一专科治疗领域做深做精，同时发挥比公立医院更好的服务质量、较低的治疗费用等优势，依靠品牌和管理质量迅速扩张。具有代表性的是眼科连锁医院龙头**爱尔眼科**和口腔科连锁医院龙头**通策医疗**，爱尔眼科在 11 月收购了北京英智眼科医院，通策医疗的全资子公司浙江通泰投资参股了昆明市口腔医院，还有正在从肛肠药制造业发展到肛肠治疗方案提供商的**马应龙**，未来预期在 3-5 年内开设 5-8 家肛肠医院。

表 3 通策医疗旗下各医院经营状况

地区	医院	持股比例 (%)	注册资本 (万元)	2010 年中期收入 (万元)	收入同比增长	占总收入比例
杭州	杭州口腔医院	100%	4770			
	杭州古翠口腔门诊部	100%	600	8,620	24.36%	84.2%
	杭州东河口腔门诊部	100%	200			
宁波	宁波口腔医院	90%	600	715	6.44%	7.0%
沧州	沧州口腔医院	70%	944	352	32.43%	3.4%
黄石	黄石现代口腔医院	100%	500	212	8.18%	2.1%
衢州	衢州口腔医院	100%	300	166	51.11%	1.6%
北京	北京京朝口腔医院	92%	610	137	183.91%	1.3%
宁海	宁海口腔医院	100%	84	23	17.75%	0.2%
嘉兴	嘉兴口腔医门诊部	70%	300	10	-42.97%	0.1%
昆明	昆明市口腔医院	58.59%	4333	N/A	N/A	N/A

资料来源：通策医疗公告，安信证券研究中心

行业深度分析

表 4 爱尔眼科旗下各医院经营状况

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

资料来源：爱尔眼科公告，安信证券研究中心

表 5 爱尔眼科利用超募资金快速扩张

投资标的	持股比例	投资金额	投资方式
昆明爱尔	100%	3709 万元	新建昆明爱尔
南充麦格	100%	1100 万元	400 万元收购 100%股权，收购后再增资扩建投资 700 万元
重庆明目麦格	100%	560 万元	主要用于收购 100%股权
石家庄麦格明目	100%	2550 万元	250 万元收购 100%股权，收购后再增资扩建投资 2300 万元
南昌爱尔	49%	550 万元	收购股权
长春爱尔	?	4100 万	购置长春爱尔眼科医院医疗用房
天津麦格	100%	3880 万元	50 万元收购天津麦 100%股权，收购后增资扩建投资 3830 万元
郴州光明眼科	90%	1800 万元	270 万元 90%股权，收购后增资扩建投 1530 万元。
怀化爱尔	75%	900 万元	新建怀化爱尔眼科
北京英智眼科	71.413%	9194 元	收购股权，并将择机收购剩余股权

资料来源：爱尔眼科公告，安信证券研究中心

面对国内医疗服务产业的巨大发展前景，同时为更好地获得直接的药品销售渠道，原本对医疗机构就最为熟悉的医药上市公司也在纷纷介入医疗服务产业：康美药业正从

中药饮片向下游中医院产业链延伸；**益佰制药**作为肿瘤中药注射剂优势企业，目前也进入到医疗产业；**三精制药**正向妇科和肾脏专科医院领域延伸；**华润三九**正在建立国内顶级的脑科医院，并可能继续扩大自己的医院版图；**华邦药业**通过参与信华利康增资扩股而从单一的皮肤病用药制造商向皮肤病用药和皮肤病临床医疗服务转型。相信未来将有更多医药企业投资于医院产业，为公司增加新的盈利增长点。

表 6 目前旗下拥有医院资产的 A 股上市公司

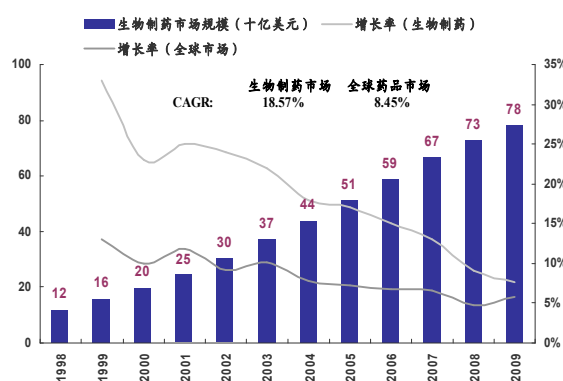
分类	上市公司	医院名称	级别	注册资本	经营范围	持股比例	是否并表	性质	09 年销售收入	09 年净利润	床位数
综合性医院	金陵药业	宿迁市人民医院	三级	8000 万元	综合	63%	是	非营利性	3.2 亿元	6248 万元	900 张
	益佰制药	灌南县人民医院	二甲	5000 万元	综合	90%	是	非营利性	9396 万元	45 万元	340 张
	康美药业	普宁康美中医院	三甲	22171 万元	中医	100%	N/A	营利性	N/A	N/A	900 张
	诚志股份	丹东市人民医院	三级	4251 万元	综合	60%	是	非营利性	N/A	N/A	510 张
专科医院	马应龙	武汉马应龙肛肠医院	三级	3000 万元	肛肠科	100%	是	营利性	N/A	-267 万元	105 张
		北京长青医院	一甲	公司投资 1000 万元	肛肠科	70%	N/A	营利性	N/A	N/A	90 张
	三精制药	哈尔滨三精女子医院	N/A	4900 万元	妇科	100%	是	非营利性	N/A	N/A	40 张
		哈尔滨三精肾脏病专科医院	N/A	在建工程 7111 万元	肾科	100%	是	N/A	N/A	N/A	N/A
	华润三九	三九脑科医院	三甲	500 万美元	脑科	100%	是	非营利性	1.5 亿元	2000 万元	800 张
	华邦制药	利美康	三级专科医院	2200 万元	医疗、美容、口腔	35.59%	否	N/A	N/A	N/A	N/A

资料来源：各公司公告，公司调研，安信证券研究中心

4.3. 生物制药和靶向药物：新技术造就新的重磅炸弹

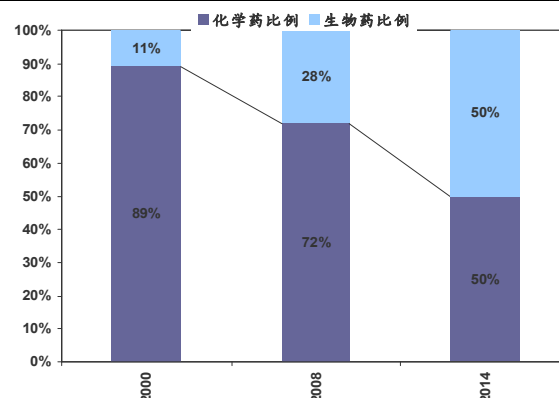
新技术是医药行业不断发展的内在动力，传统的化学制药研发遇到瓶颈，大部分的先导化合物已经过筛选，研发管线干涸。生物技术的革命为新药研发带来了全新的视角和领域，近年来全球生物制药发展迅速，源于生物制药攻克了许多传统药物无法解决的医学难题，生物制药行业也因此成为全球医药行业中增长最为迅速的子行业，1998 年-2009 年的复合增长率达到了 18.57%，远高于全球药品市场 8.45% 的增长率。从 2000 年-2009 年全球前 100 大的重磅药物中，生物制药所占的比例不断提高。

图 26 全球生物制药市场增速显著高于药品市场



数据来源: IMS、安信证券研究中心

图 27 生物药占全球前 100 畅销药物数量的比重



数据来源: EvaluatePharma、安信证券研究中心

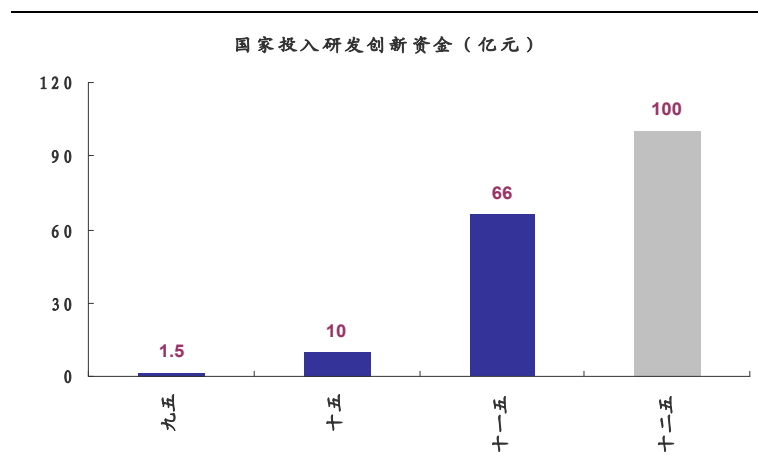
世界各国看到了生物技术在医药等领域未来发展的巨大潜力，纷纷都在未来的发展规划中把生物产业作为战略发展重点，出台了一系列的扶持政策和法规，如加大研发投入，建立政府引导投资基金，税收优惠，以及给予技术上的支持和加强专利保护等。尤其是美国建立了完善的风险投资机制和健全的专利保护制度，推动了美国的生物技术公司迅速成长。

表 7 世界各国生物产业战略规划

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

数据来源: 中国电子商务、安信证券研究中心

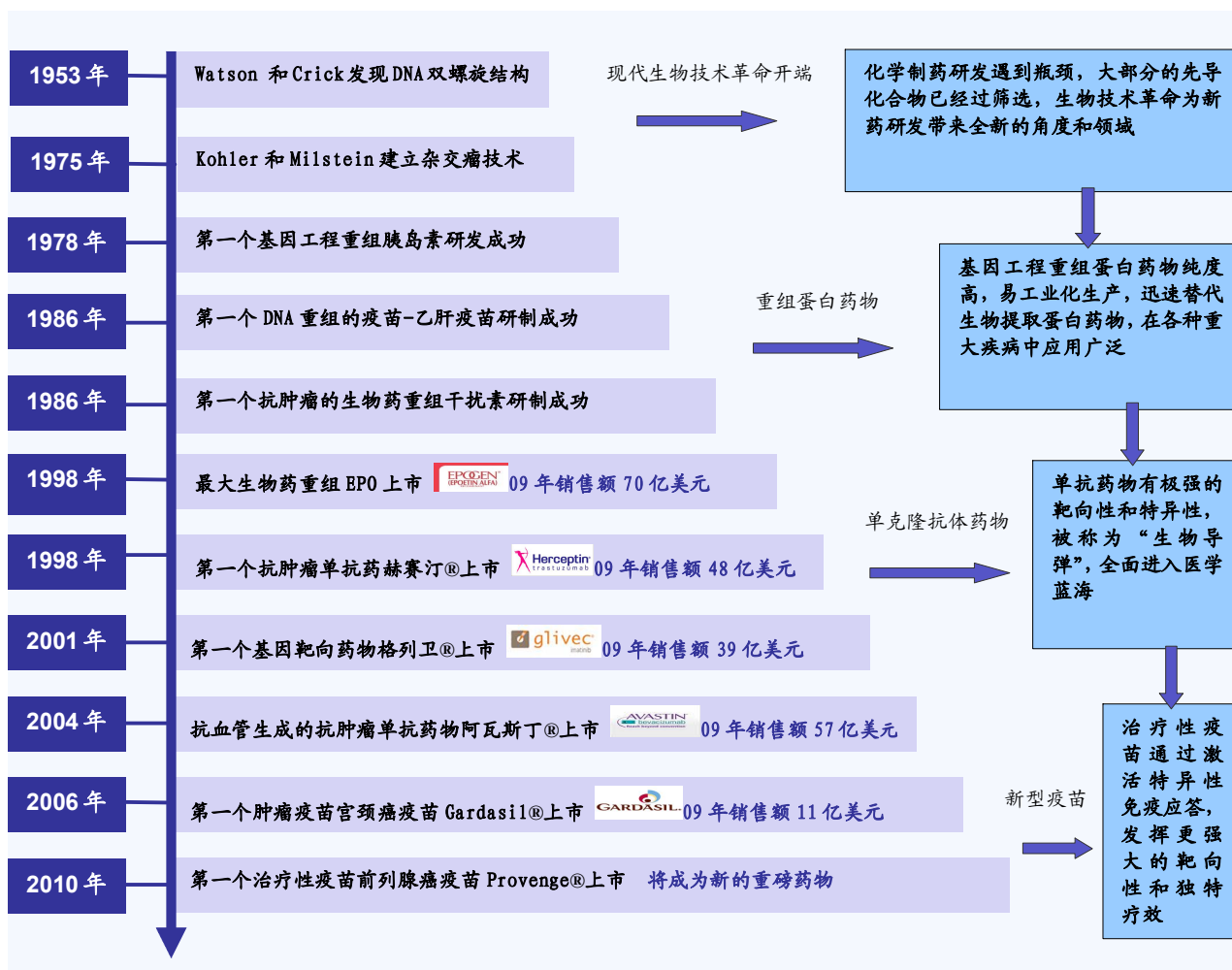
图 28 国家在“九五”到“十二五”期间在生物产业投入的创新基金



资料来源：发改委、安信证券研究中心

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

图 29 生物制药行业的发展伴随着不断的技术革命和重磅药物的诞生

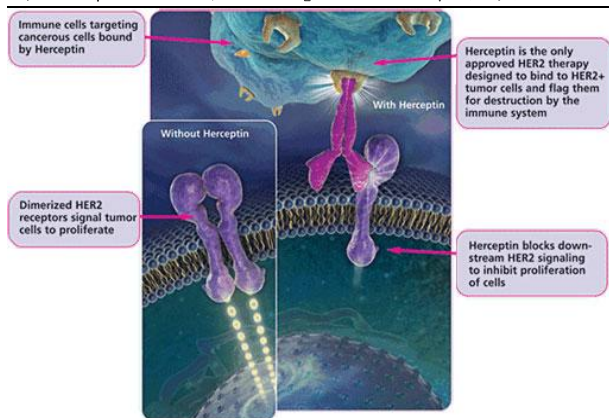


资料来源：各公司年报，安信证券研究中心

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

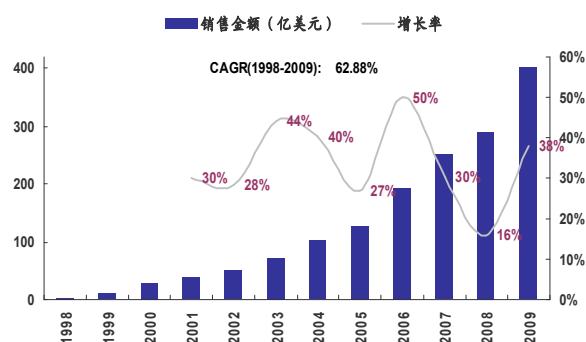
单克隆抗体药物是近年来增长最为迅速的生物制药领域。单克隆抗体被誉为“生物导弹”，它能够作用于肿瘤等细胞的特定蛋白靶点，不伤及体细胞，其疗效明显，安全性高。1999年-2009年十年间全球单抗药物市场的复合增长达到了62.88%，2009年全球单抗市场达到了400亿美元的规模，同比增长了38%。

图 30 单克隆抗体 Herceptin 靶向作用的机理



数据来源：Genentech、安信证券研究中心

图 31 全球单克隆抗体销售金额



数据来源：IMS、安信证券研究中心

在生物制药领域，我们建议重点关注的公司有：

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

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

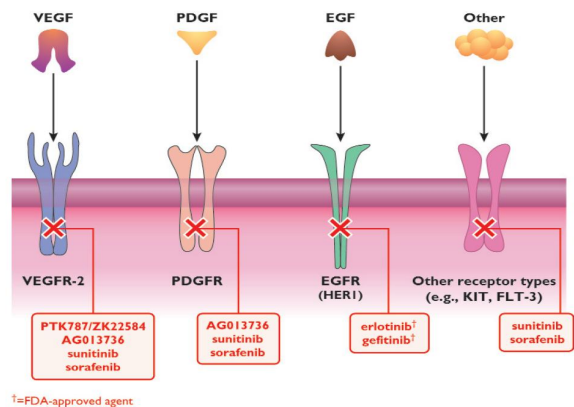
疫苗领域中依托中生集团强大背景、受益于国家免疫扩容的疫苗龙头天坛生物，正在成为国内疫苗产业新贵的华兰生物、百克生物（长春高新子公司）、智飞生物、沃森生物、成大生物，同时关注百克生物、天坛生物以及重庆啤酒在创新型疫苗领域的研发进展。

4.4. 小分子靶向药物造就新一代的重磅化学药物

生物制药的单抗药物是大分子的靶向药物，而在化学药领域中，作为酶抑制剂的小分子靶向药物成为了新一代重磅药物的代表，和单抗药物一样开始了惊人的增长曲线。

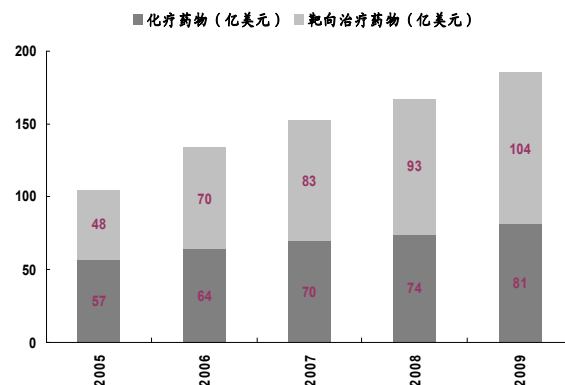
小分子靶向药物通过抑制肿瘤细胞相关的酶，如肿瘤细胞血管生成的酶，达到杀灭肿瘤细胞的作用，和传统的化疗药物不同，其对体细胞作用很小，因此兼具有良好的抗癌效果和安全性，可以称之为“化学导弹”。靶向药物并不只是针对一种癌症，产品可以获准新的适应症来保持持续的高速增长，随着靶向药物适应症增多，市场容量也随之增大。

图 32 主要小分子靶向酶抑制剂的作用靶点



数据来源：拜耳医药、安信证券研究中心

图 33 2005-2009 年化学药物和靶向药物用药金额



数据来源：南方所、安信证券研究中心

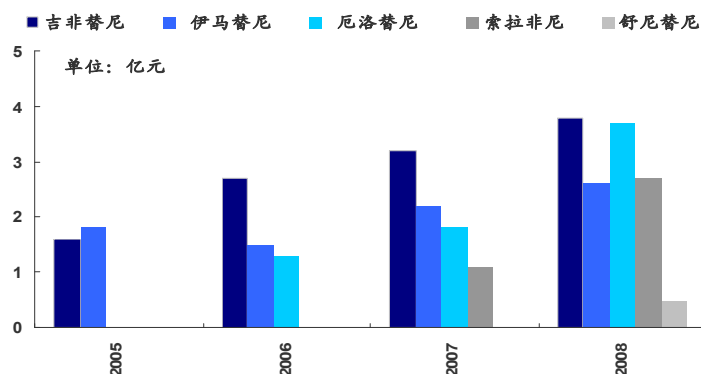
全球市场上小分子靶向药物也是刚刚上市，但已取得了骄人的成绩。诺华于 2000 年上市的伊马替尼（格列卫）在 2009 年已经达到了 39 亿美元，罗氏于 2005 年上市的厄洛替尼（特罗凯）在 2009 年已到了 12 亿美元，拜耳 2006 年上市的索拉非尼（多吉美）在 2009 年已达到了 6 亿美元的销售额，并保持着 36% 的增长速度。

表 8 全球主要小分子靶向药物的 2009 年销售额

商品名	制剂名称	公司	上市时间	2009 销售额
特罗凯 Tarceva	厄洛替尼 erlotinib	罗氏	2005 年	12 亿美元
依瑞沙 Iressa	吉非替尼 gefitinib	阿斯利康	2003 年	3 亿美元
多吉美 Nexavar	索拉非尼 sorafenib	拜耳	2006 年	6 亿美元
索坦 Sutent	舒尼替尼 sunitinib	辉瑞	2006 年	4 亿美元
格列卫 Gleevec	伊马替尼 Imatinib	诺华	2000 年	39 亿美元
达希纳 Tasigna	尼洛替尼 Nilotinib	诺华	2008 年	2 亿美元

数据来源：各公司年报，安信证券研究中心

图 34 外企小分子靶向药物在中国区市场的销售额



数据来源：IMS, 安信证券研究中心

小分子靶向药物近些年进入中国后也开始了惊人的增长，拜耳的索拉非尼（多吉美）2007 年登陆中国区市场后，在第二年就达到了 1.1 亿人民币的销售收入，并继续翻倍增长，第三年达到 3.7 亿元。目前获批的适应症是肾癌和肝癌，正在做临床 III 期

的还有非小细胞肺癌、乳腺癌及甲状腺癌，预计这些适应症获批后该药将成为一个过 10 亿元的重磅品种。

目前国内多家医药企业研发出了自己小分子靶向药物，这将成为未来重磅药物，给公司带来爆发性增长。**恒瑞医药**的阿帕替尼和法米替尼目前都已进入 2 期临床试验，预计将于 2012 年上市，成为这个中国肿瘤药物冠军未来新的重磅药物，持续其高速的成长轨迹。**浙江医药**的专利药普喹替尼同样已进入 2 期临床试验，预计将于 2012 年上市。**西南合成**的康普瑞丁磷酸二钠已进入 I 期临床试验，以及**誉衡药业**刚刚收购的美迪替尼，都将成为公司未来的重磅药物。

表 9 国内医药公司拥有的小分子靶向药物及基本信息

公司	产品名	作用靶点	适应症	临床批准日期	临床试验	预计上市时间
恒瑞医药	阿帕替尼	VEGFR、PDGFR、c-Kit 及 c-Src	肝癌、胃癌	2007-4-13	II 期	2012 年
	法米替尼	VEGFR/PDGFR	胰腺癌、肾癌	2009-5-12	II 期	2012 年
浙江医药	普喹替尼	PDGFR PI3K	胃肠道基质性肿瘤（GIST）	2007-10-4	II 期	2012 年
西南合成	康普瑞丁磷酸二钠（CA-4P）	血管内皮细胞的微管系统	N/A	Sep-08	I 期	2014 年
誉衡药业	美迪替尼	多靶点酪氨酸激酶抑制剂	慢性髓性白血病、GIST 等	待批	未启动	N/A

数据来源：上市公司，药监局，安信证券研究中心

5. 下篇：传统行业，从稳健增长到行业整合

传统医药行业的长期稳健发展将仍不失优秀的投资标的，**处方药**受益于疾病谱变化、老龄化、医改扩容等因素未来仍将持续稳健增长；**品牌消费及 OTC 中药**正在国内消费升级的推动下演绎着新一轮的高速增长；**医疗器械**占医药消费比例的迅速提高，将使得医疗器械行业多年以超越整个医药行业的增速发展；**医药商业**正在演绎着过去几十年美国和日本行业整合路线，区域龙头正在通过并购整合迅速扩张；政府主导下的**中药材及中药饮片**行业的规范和标准建立，将加速行业整合、拥有技术和规模优势的企业将脱颖而出。

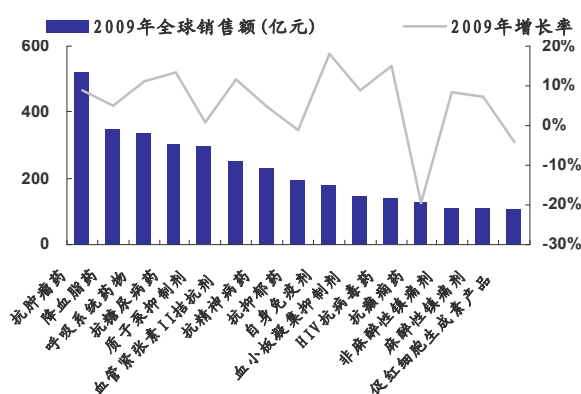
5.1. 高端专科处方药，刚性需求带来的稳健增长

我们在这里界定的高端专科处方药公司，是指在某一治疗领域有药效明确、安全性高的优质产品及产品线储备，同时具备多年积淀的专业化营销队伍，在医院科室及医生中拥有极高的人际壁垒，与经销商之间有良好的合作关系及较强的议价能力的制药公司，上述特质也是该类公司在专科领域中能够持续稳定发展的核心竞争力。我们总结出处方药目前发展的几个重要特性：1）刚性需求下，高端专科处方药始终是用药的主流；2）新医改下处方药企业机遇与挑战并存；3）新医改下学术推广成为处方药销售上量的关键；4）处方药专业化学术推广受众：从医生教育过渡到医生和患者教育相结合阶段；5）国内处方药进口替代的步伐在加快；6）国内处方药企业正在销售下沉；7）国内处方药企多种营销模式并存；8）高端专科处方药增长远快过普药，增长源于临床治疗水平的提高、住院病人的增加、门急诊人群消费水平的提高。

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

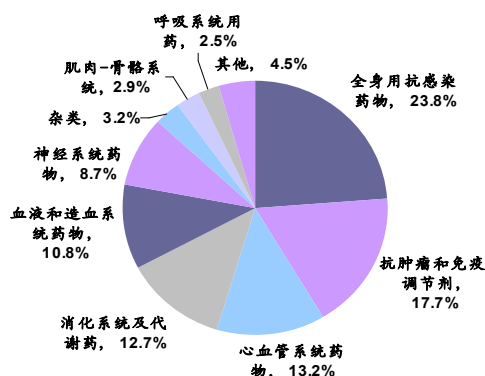
IMS 预测 2011 年全球处方药市场规模将增长 5-7%，销售总额达 8,800 亿美元；全球最大的处方药市场美国处方药将增长 4%，市场规模达 3,250 亿美元；中国处方药市场销售规模将同比增长 25%，市场规模达 500 亿美元，中国将超过德国成为全球第三大药品市场。

图 35 2009 年各大药品类别全球市场规模及增速



数据来源：IMS Health、安信证券研究中心

图 36 2009 年各大药品类别中国市场规模占比



数据来源：南方所、安信证券研究中心

从医院终端数据看处方药增长

从南方所公布的医院终端数据来看，抗肿瘤，心脑血管，中枢神经系统，以及生物制药等处方药领域继续表现了高速的增长势头，处方药的核心竞争力在于其药效和临床使用价值，我们在终端数据中挖掘了在其细分治疗领域市场的份额不断提高的药品品种，这些品种显示了良好的临床应用价值和巨大市场增长潜力，是未来的重磅品种。我们同时梳理了拥有这些具有良好增长态势品种的医药上市公司，他们往往是这些药物的独家生产商或市场份额排在第一的企业，这些处方药的上市公司值得继续重点关注。

表 10 终端市场份额提高较快的药物及相关医药企业

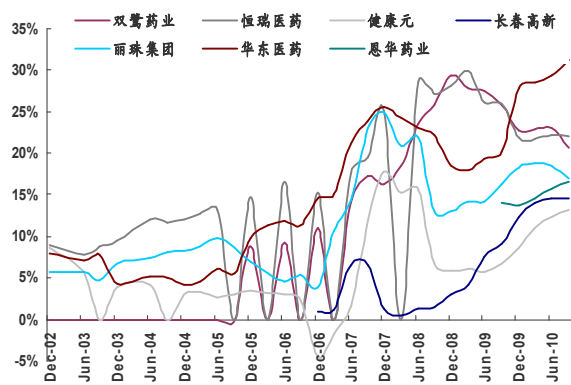
产品	主要适应症	08 年份额	09 年份额	主要公司	08 年占据该药市场份额	09 年占据该药市场份额
鹿瓜多肽	骨科用药	8.37%	8.60%	誉衡药业	64.90%	71.50%
血栓通注射液	心血管用药	3.83%	4.02%	中恒集团	84.8%	88.8%
艾迪	肿瘤用药	7.81%	8.35%	益佰制药	独家	独家
参芪扶正	肿瘤用药	9.09%	9.33%	丽珠集团	独家	独家
血必净	脓毒症	3.23%	4.74%	红日药业	独家	独家
痰热清	清热解毒、化痰解症	8.07%	8.41%	上海凯宝	独家	独家
抗病毒口服液	抗感冒药	1.85%	2.16%	香雪制药	67.07%	67.92%
多西他赛	肿瘤用药	5.79%	6.11%	恒瑞医药	45.1%	44.1%
瑞芬太尼	镇痛药	7.94%	8.87%	人福医药	独家	独家
氯吡格雷	抗凝药	7.37%	8.39%	信立泰	13.5%	17.6%

生长激素	小儿矮小症	4.51%	6.64%	长春高新	35%	40%
------	-------	-------	-------	------	-----	-----

数据来源：南方所、安信证券研究中心，注1：上述市场份额数据均为该品种在所在药品大类中占据的市场份额；注2：除抗病毒口服液外，其余产品均为医院终端数据；

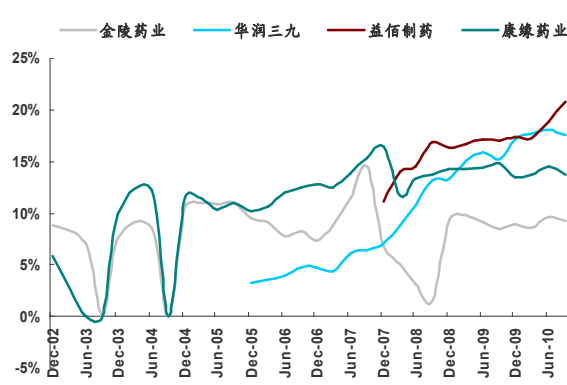
化学药高端专科处方药公司以产品研发、专业化销售为核心竞争力。根据这些因素，我们建议关注**恒瑞医药、双鹭药业、丽珠集团、华东医药、长春高新、恩华药业**，从该类公司以往的 ROE 增长情况看，相对于基本药物公司而言，刚性需求、稳健增长特征更为显著。

图 37 主要专科公司的 ROE



数据来源：Wind 资讯、安信证券研究中心

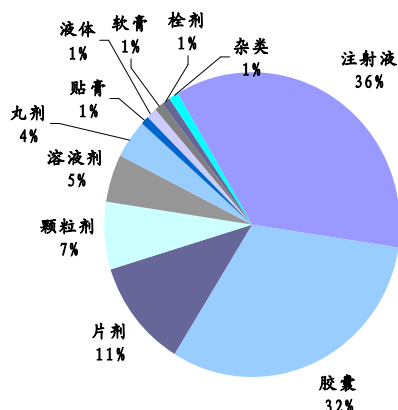
图 38 现代中药公司的 ROE



数据来源：Wind 资讯、安信证券研究中心

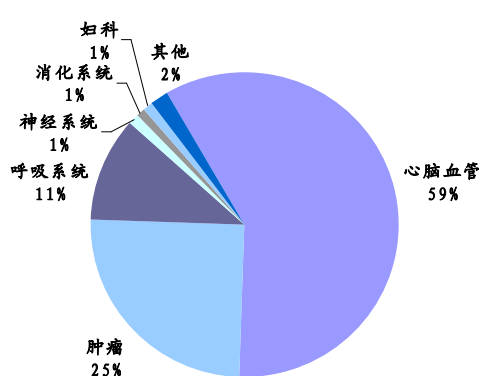
中药处方药公司中，我们始终看好拥有优质和安全有效的中药注射剂的公司，如**益佰制药、康缘药业、金陵药业、丽珠集团、华润三九**均拥有自主品牌的中药注射剂产品。从 2009 年南方所中药各剂型采购金额看，中药注射剂占整个中药采购金额的 35%，始终占据主导地位；而中药注射剂中的 25% 和 59% 分别用于肿瘤和心血管疾病的治疗。尽管由于中药注射剂不良反应事件，SFDA 不断推出关于中药注射剂的行业政策，审批和监管日趋严格（从表 12 中药注射剂审批数量下降可看出），并且启动了中药注射剂再评价工作；但是国家对于中药注射剂整体仍然是持扶持态度，其政策意图主要是通过行业监管提高中药注射剂的质量标准，从而达到弘扬中药事业的目的。由此来看，优质的中药注射剂公司将更发挥出产品和研发优势，从而进一步提高市场占有率。南方所数据显示：丽珠集团的参芪扶正注射液和益佰制药的艾迪注射液在 2009 年中药抗肿瘤药物中的市场份额分别达到 9.33% 和 8.35%，比 2008 年的 9.09% 和 7.81% 均有所提高。

图 39 2009 年中药各种剂型采购金额比例



数据来源：南方所、安信证券研究中心

图 40 2009 年中药注射剂各种类别所占比例



数据来源：南方所、安信证券研究中心

表 11 SFDA 关于中药注射剂的相关政策

时间	政策
2006 年 6 月	为规范中药注射剂的审批, SFDA 颁布《加强中药注射剂注册管理有关事宜的通知(征求意见稿)》。
2007 年 12 月	为科学规范和指导中药、天然药物注射剂的研究工作, 保证药品安全、有效、质量可控, SFDA 组织制定了《中药、天然药物注射剂基本技术要求》。
2008 年 12 月	为保障医疗安全和患者用药安全, SFDA 发布《关于进一步加强中药注射剂生产和临床使用管理有关问题通知》。
2009 年 1 月	为进一步提高中药注射剂安全性和质量可控性, SFDA 决定在全国范围内开展中药注射剂安全性再评价工作, 并颁布《中药注射剂安全性再评价工作方案》, 中药注射剂再评价工作全面展开。
2009 年 07 月	SFDA 组织制定了《中药注射剂安全性再评价质量控制要点》和《中药注射剂安全性再评价基本技术要求》, 并颁布《关于做好中药注射剂安全性再评价工作的通知》。
2010 年 04 月	SFDA 颁布《关于开展中药注射剂安全性再评价工作的通知》, 组织安排 2010 年中药注射剂再评价工作。
2010 年 09 月	为规范和指导中药注射剂安全性再评价工作, SFDA 组织制定了中药注射剂安全性再评价生产工艺评价等 7 个技术原则。

资料来源: SFDA、安信证券研究中心

表 12 SFDA2005 年以后审批通过的中药注射剂

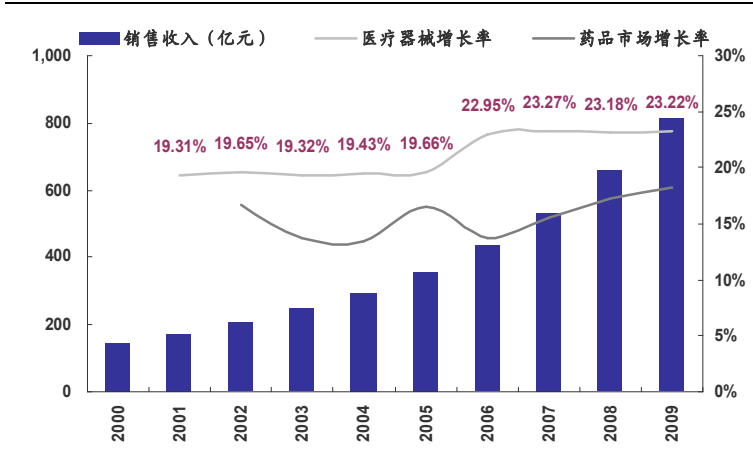
药品名	公司	批准日期
参麦注射液	大理药业股份有限公司	2009-9-25
柴胡注射液	辅仁药业集团有限公司	2007-4-27
香丹注射液	呼伦贝尔市一代天骄药业有限公司	2007-2-1
丹参注射液	呼伦贝尔市一代天骄药业有限公司	2007-2-1
银黄注射液	四川康利托制药有限公司	2006-9-24
香丹注射液	广东罗浮山国药股份有限公司	2006-6-6
柴胡注射液	广东罗浮山国药股份有限公司	2006-6-6
香丹注射液	湖南康都制药有限公司	2006-3-30
香丹注射液	吉林龙泰制药股份有限公司	2006-1-11
黄芪注射液	山西晋新双鹤药业有限责任公司	2005-6-30
痛安注射液	江苏康缘药业股份有限公司	2005-6-20
鱼金注射液	陕西医药控股集团山海丹药业有限责任公司	2005-6-20
红花注射液	博安兄弟制药(中国)有限公司	2005-6-1
红花注射液	雅安三九药业有限公司	2005-6-1
生脉注射液	江苏苏中药业集团股份有限公司	2005-5-13
丹参注射液	吉林济邦药业有限公司	2005-3-7
参麦注射液	四川升和制药有限公司	2005-2-3
参麦注射液	四川川大华西药业股份有限公司	2005-2-3
参麦注射液	云南个旧生物药业有限公司	2005-1-24
红花注射液	运城市银湖制药有限责任公司	2005-1-24
红花注射液	国药集团新疆制药有限公司	2005-1-19

资料来源: SFDA、安信证券研究中心

5.2. 医疗器械与药品消费的结构调整预示未来高速增长

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

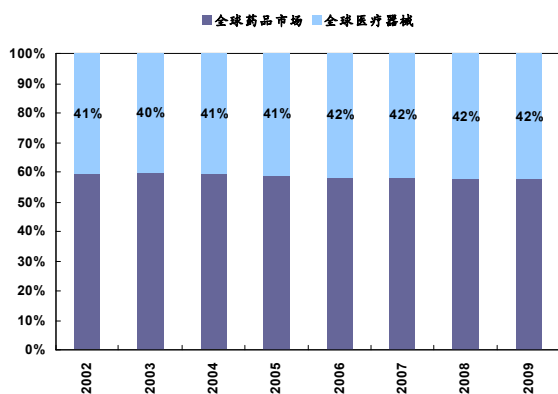
图 41 2000-2009 年中国医疗器械市场规模及增长速度



数据来源：中国医疗器械行业协会、南方所、安信证券研究中心

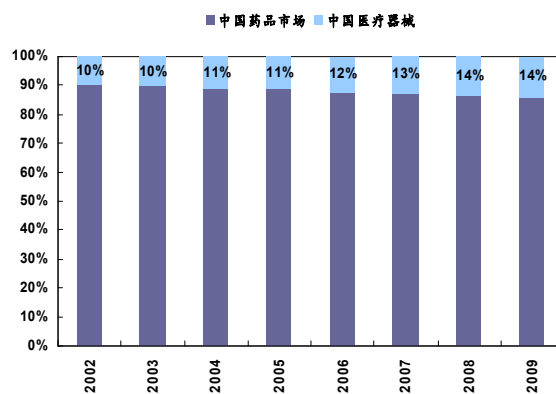
尽管如此，国内医疗器械行业仍然有着巨大的增长潜力：从**医疗器械市场规模与药品市场规模**的对比来看，全球医疗器械市场规模大致为全球药品市场规模的 40%，而我国这一比例近年来虽然有所提高，但是仍然不到 15%。医疗器械与药品消费的结构调整将使其增速快过药品。

图 42 全球药品和医疗器械市场占比



数据来源：欧盟医疗器械委员会、安信证券研究中心

图 43 中国药品和医疗器械市场占比



数据来源：中国医疗器械行业协会、安信证券研究中心

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

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

表 13 我国医疗器械市场主要产品及供应商汇总

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

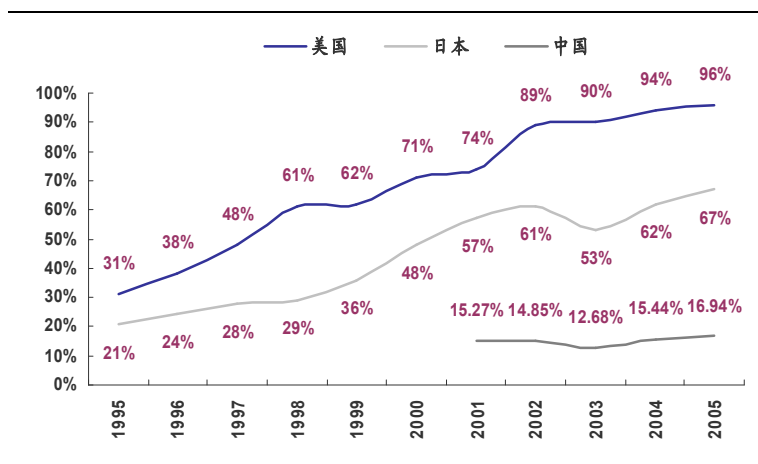
数据来源: 安信证券研究中心

5.3. 区域医药商业龙头在行业整合中发展迅速

医药商业和中药材及饮片行业均经历着行业大整合,具有良好的融资和并购能力行业龙头具备好的成长空间和投资机会。

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

图 44 中美日三国药品分销市场集中度历年变化



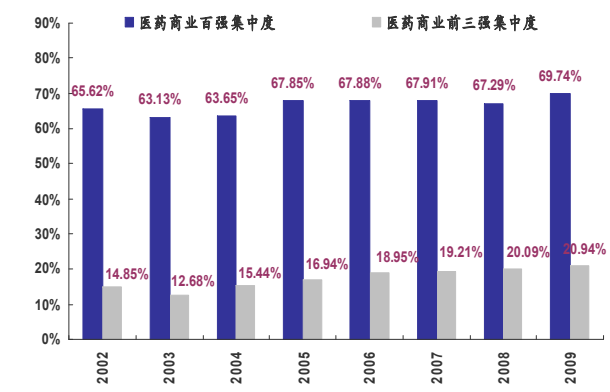
资料来源: 南方所、安信证券研究中心

从 2002-2009 年我国医药商业行业前几大企业的市场份额看,我国的医药商业行业的集中度正在稳步提高,我们正走美国和日本过去的发展路径。而且,龙头企业的盈利能力都比行业平均水平高。2009 年,医药商业销售额前 100 名企业占全国医药商业销售额的比例达到 69.74%,比 2008 年提高 2.45 个百分点。

伴随着产业集中度的提升,医药商业的盈利能力有所提升。我国医药商业的毛利率从 2002 年的 10.26%下降到 2009 年的 7.09%,但利润率水平却从 2002 年的 0.64%提升至

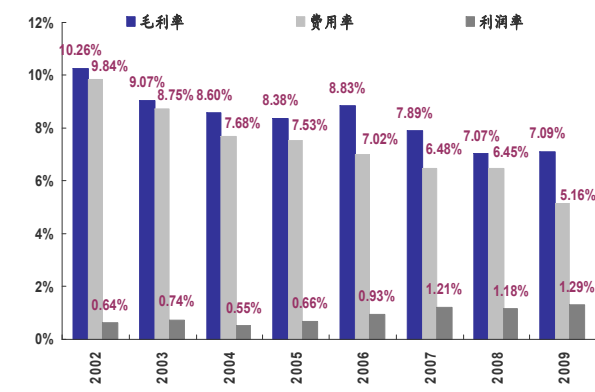
1.29%，且目前仍处于上升通道中。我们认为，医药商业盈利能力的提高是行业内部兼并整合、优胜劣汰所导致的结果。预期未来随着产业内部整合的推进，我国医药商业的盈利模式将有所改变，盈利能力还会继续提升。

图 45 我国医药商业市场集中度逐年提升



数据来源：南方所、安信证券研究中心

图 46 我国医药商业整体净利润率呈上升趋势



数据来源：南方所、安信证券研究中心

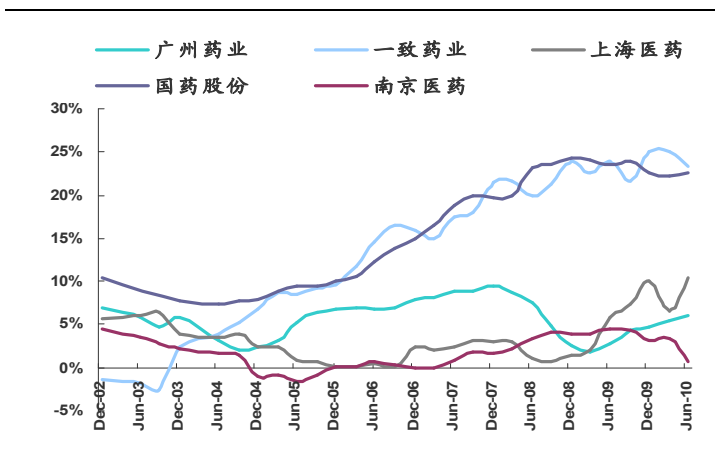
2009年，我们所关注的医药商业上市公司都在通过不断的并购来迅速扩大规模，继续扩大自己在行业中的优势。国内最大的医药商业企业国药控股09年在香港上市，其募集资金的主要投向也是不断地在各地收购商业企业。规模排名第三的民营商业公司九州通目前已经上市，募集资金用于外延式并购、加快发展也是预期内的。未来的发展趋势是商业企业的集中度进一步提高，形成几家大的区域流通企业龙头，建议关注一致药业，上海医药，华东医药，国药股份，而南京医药具有比较好的并购价值。

表 14 医药商业上市公司近年并购情况

公司	被并购公司
国药控股	国控海南，国控云南，国控福州，国控山东，上海国大东信药房，国控安徽，国控河北
一致药业	国控湛江，国控南宁，东莞一致，广西一致，致君万庆（工业），延风医药
上海医药	福达制药，信谊天平，贵州华氏大药房，宁波四明大药房，Mergen Biotech Limited，中山医医药
南京医药	南京同仁堂，河南金宝康
华东医药	财通科技，华东中药饮片
九州通	钟祥永康，潜江益民，谷城华威，湖北百瑞吉，湖北松滋康福乐

数据来源：各公司年报、安信证券研究中心

图 47 医药商业公司的 ROE

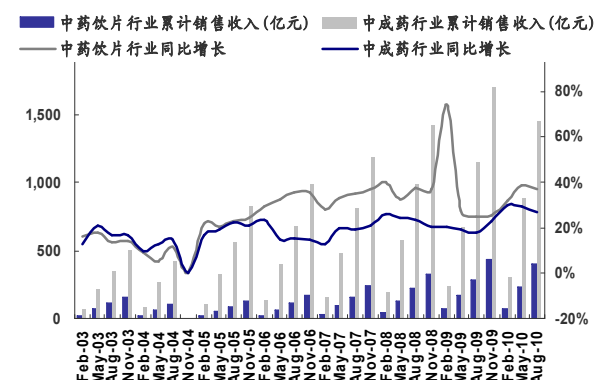


资料来源: Wind 资讯、安信证券研究中心

5.4. 中药饮片产业整合造就伟大公司

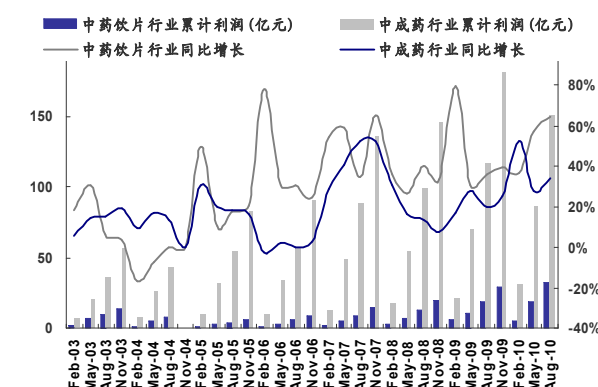
中医药产业已迎来历史上最好的发展机遇,作为中医药产业的上游环节,中药材和中药饮片行业也将迎来快速发展时期。目前在政府主导下,中药材及中药饮片行业正在逐步规范,配套政策也在逐步完善。我们预判,行业未来将更加规范,内部竞争机制将得到有效梳理。

图 48 中药饮片和中成药行业收入增速情况



数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心

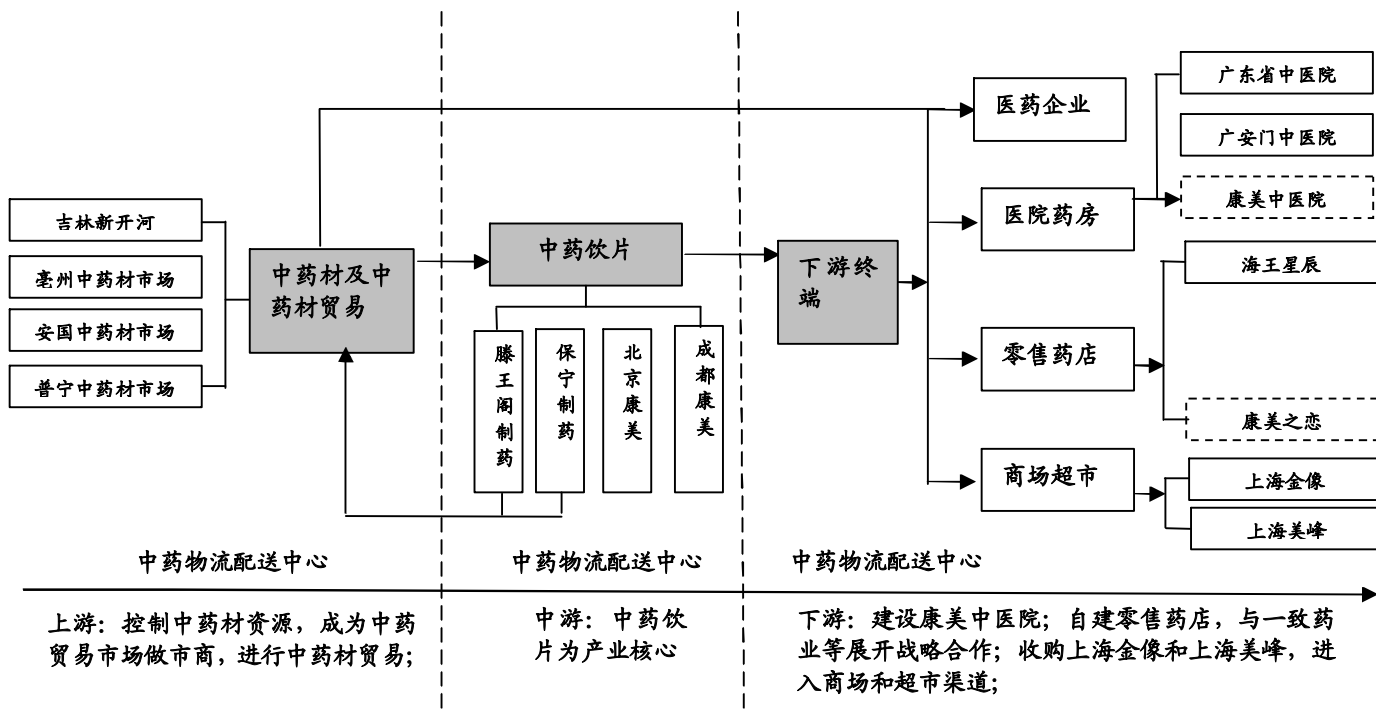
图 49 中药饮片和中成药行业利润增速情况



数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心

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

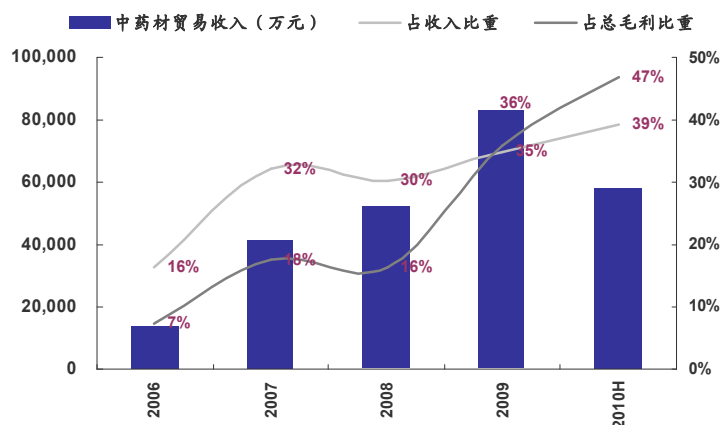
图 50 公司产业链一体化模式初现雏形



数据来源：康美药业公告，安信证券研究中心，虚线为正在筹建中

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

图 51 公司中药材贸易业务发展迅速



数据来源：康美药业公告、安信证券研究中心

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

收购中药材市场是公司介入中药流通的第一步，而后续的整合才是公司能否在中药流通领域获得成功的关键。目前，公司方面计划将康美（亳州）、康美（安国）和康美（普宁）建设成集“贸易、会展、检验检测、信息发布、金融服务、物流配送、办公、配套商务于一体”的综合型医药行业集散中心，打造中药材及饮片、中药养生保健品等专业交易市场，并逐步推行统一仓储、统一包装、统一结算、统一票据、统一质检的“五统一”管理模式，形成品牌规模和品牌效应，从而实现中药材交易市场的规范化经营。由此可见，公司的建设思路完全符合目前中药材流通领域的发展趋势，公司有望通过构建集约化、现代化的交易模式而一举奠定其在中药材流通领域的行业领导者地位。

表 15 全国 17 家国家级中药材交易市场概况

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

数据来源：中国市场信息网、安信证券研究中心

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

6. 从投资风格角度关注医药企业并购整合

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

同时，资本市场的蓬勃发展为医药企业提供了充裕的现金，2009 年 IPO 重启后上市的医药企业大多超募了大量的资金，并购适合自身发展的优质医药企业成为了这些超募资金的主要用途，我们看到了这些企业正在通过各种方式实现的外延式扩张。

以下是我们总结的医药企业并购的的几种方式：

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

产业链上下游整合：制药企业通过收购上游原材料企业，或收购流通企业进行产业链

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

表 16 IPO 重启以来上市的医药公司的并购情况

上市公司	时间	被并购公司	并购金额 (万元)	被并购 公司主业	收入 (万元)	净利润 (万元)	备注
莱美药业	2010 年 10 月	湖南康源制药有限公司	16,888	大输液	11,020	484	
安科生物	2010 年 6 月	浙江福韦药业有限公司	700	阿德福韦酯	1,135	31	
乐普医疗	2010 年 11 月	北京思达医用装置有限公司	15,000	心脏瓣膜	2,269	1,087	收入及净利润为 2010 年预测数据
北陆药业	2010 年 4 月	北京卫金帆医学技术有限公司	2,268	血管造影机等	888	72	
爱尔眼科	2010 年 7 月	郴州市光明眼科	270	专业眼科医院	48	3	收入利润数据为 2010 年 1-5 月
	2010 年 6 月	天津麦格	50	专业眼科医院	421	1	
	2010 年 3 月	石家庄麦格明目	250	专业眼科医院	348	-111	收入利润数据为 2008 年
	2010 年 3 月	重庆明目麦格	560	专业眼科医院	1,010	80	收入利润数据为 2008 年
	2010 年 3 月	南充麦格	400	专业眼科医院	359	68	
	2010 年 3 月	南昌爱尔	550	专业眼科医院	435	-467	
红日药业	2010 年 9 月	兰州汶河医疗器械研制开发有限公司	900	医疗器械	N/A	N/A	
	2010 年 3 月	北京康仁堂药业有限公司	5,899	中药配方颗粒	5,857	1,016	
科伦药业	2010 年 11 月	浙江国镜药业有限公司	24,650	大输液	10,487	36	
	2010 年 8 月	安阳大洲药业有限公司股权	4,050	大输液	0	-615	

数据来源：各公司公告、安信证券研究中心

完善产品组合：通过收购相关领域的企业，为了获得其某一个重要产品，构建更加完善的产品组合。如乐普医疗收购金卫帆，构建从支架，造影仪，心脏瓣膜，到心脏药物的心脏治疗产品组合；双鹭药业参股星昊医药以获得好的产品和技术；莱美药业通过并购湖南康源，补充自身包材优势大输液产品线。

大型国企资源整合：近年来在政府政策主导下国企整合加速，2011 年我们建议重点关注国药系、华润系、广药系、太极系四大医药企业集团的重组和整合。

表 17 重点公司估值表

分类	证券代码	公司名称	现价(元)	每股收益(元)			市盈率(X)			目标价(元)	投资评级
				2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E		
高端专科用药	002038	双鹭药业	59.0	0.98	1.46	1.88	61	40	31	70.0	买入-A
高端专科用药	000513	丽珠集团	39.9	1.61	1.74	2.19	25	23	18	57.0	买入-A
高端专科用药	600276	恒瑞医药	56.0	1.07	1.05	1.37	63	53	41	68.0	增持-A
高端专科用药	000963	华东医药	33.4	0.87	0.80	1.00	38	42	33	35.0	增持-A
高端专科用药	600380	健康元	12.1	0.44	0.58	0.70	33	21	17	15.8	增持-A
高端专科用药	002437	誉衡药业	82.0	1.24	1.32	1.94	88	62	42	82.5	增持-A
高端专科用药	300006	莱美药业	33.4	0.55	0.51	0.90	75	65	37	40.5	增持-A
高端专科用药	002294	信立泰	75.4	1.90	1.59	2.20	79	47	34	88.0	增持-A
高端专科用药	000661	长春高新	63.7	0.56	1.06	1.58	114	60	40	76	增持-A
基本用药	000522	白云山 A	17.9	0.23	0.48	0.58	78	37	31	20.3	增持-A
基本用药	600062	双鹤药业	30.3	0.79	1.04	1.20	38	29	25	36.0	增持-A
基本用药	600789	鲁抗医药	9.4	0.06	0.30	0.43	145	31	22	10.5	增持-A
基本用药	002422	科伦药业	153.2	2.38	2.83	3.98	86	54	38	168.0	增持-A
现代中药	000999	华润三九	25.3	0.72	0.92	1.15	35	28	22	32.0	增持-A
现代中药	600572	康恩贝	20.6	0.31	0.52	0.60	72	40	34	25.0	增持-A
现代中药	600594	益佰制药	21.5	0.52	0.74	0.92	62	29	23	27.6	增持-A
现代中药	600750	江中药业	38.8	0.68	0.91	1.18	57	43	33	42.0	增持-A
现代中药	600535	天士力	41.3	0.65	0.82	1.05	64	50	39	46.0	增持-A
现代中药	000650	仁和药业	24.6	0.68	0.57	0.69	62	43	36	26.0	增持-A
传统中药	600518	康美药业	22.3	0.31	0.42	0.60	75	53	37	24.0	增持-A
传统中药	600085	同仁堂	36.8	0.55	0.69	0.82	67	53	45	37.0	增持-A
传统中药	600993	马应龙	44.0	1.09	1.05	1.37	40	42	32	44.5	增持-A
特色原料药	002099	海翔药业	25.2	0.19	0.57	0.85	133	44	30	29.8	增持-A
特色原料药	600267	海正药业	40.5	0.6	0.75	1.01	72	54	40	45.0	增持-A
大宗原料药	600216	浙江医药	33.9	2.70	3.08	3.48	13	11	10	46.0	增持-A
大宗原料药	002001	新和成	26.9	2.98	2.45	3.04	19	11	9	37.0	增持-A
医疗器械	300003	乐普医疗	30.2	0.78	0.50	0.67	84	60	45	33.0	增持-A
医疗器械	002223	鱼跃医疗	47.8	0.65	0.67	1.02	122	71	47	50.0	增持-A
医疗器械	222432	九安医疗	31.96	0.42	0.31	0.73	102	103	44	36.0	增持-A
医药商业	000028	一致药业	33.6	0.67	0.91	1.21	50	37	28	42.4	增持-A
医药商业	601607	上海医药	25.0	0.31	0.73	0.89	----	34	28	31.0	增持-A
医院主题	000788	西南合成	15.9	0.25	0.31	0.41	102	51	39	18.5	增持-A
医院主题	000919	金陵药业	11.8	0.44	0.47	0.59	27	25	20	16.8	增持-A
医院主题	300015	爱尔眼科	41.7	0.88	0.52	0.76	120	80	55	43.0	增持-A
并购主题	600420	现代制药	21.4	0.31	0.45	0.59	69	48	36	25.0	增持-A
并购主题	002004	华邦制药	51.0	0.97	0.97	1.14	53	53	45	62.4	增持-A

数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心 截至日期: 2010 年 12 月 3 日

作者简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。2010 年《新财富》最佳分析师第三名。2009 年《新财富》最佳分析师第四名。

李秋实，医药行业研究员，北京大学药学和经济学双学位，中国人民大学金融学硕士，曾就职于德国拜耳医药保健有限公司，具有 3 年证券行业从业经验，2010 年 3 月加盟安信证券研究中心。2010 年《新财富》最佳分析师第三名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

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

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

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

风险评级：

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

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

销售联系人

梁涛

021-68766067

黄方祥

021-68765913

张勤

021-68763879

周蓉

010-59113563

李昕

010-59113565

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

朱贤

021-68765293

马正南

010-59113593

潘冬亮

010-59113590

胡珍

0755-82558073

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034