

医药行业 2011 年策略报告

推荐

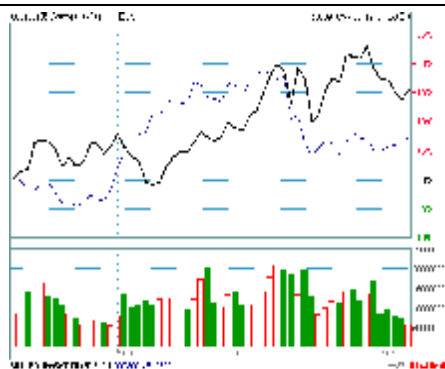
行业高成长确定，企业资源整合能力成为投资主旋律

2011 年投资要点：

市场数据

医药板块指数	5050.49
三个月涨跌幅	15.42%
上证综合指数	2875.86
沪深 300 指数	3200.34

行业相对股价表现



相关研究

医药行业研究小组：

郑一宁(联系人)

8621-68761616-8519

zhengyn@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122

<http://www.tebon.com.cn>

Ø 医药行业高成长的确定性是医药板块投资最重要的理由：国内老龄化，城镇化，消费升级的宏观环境和行业的整合，公司的创新能力分别是医药行业高成长性的外部助推力和内部生长力。据预测，医药行业在未来十年内的复合增长率将达到 25%。

Ø 板块投资策略紧扣一个中心——产业政策：产业政策是影响板块发展的关键因素之一。在医药板块中，国家产业政策明确支持和鼓励的板块是生物制药，中药，医疗器械和服务。因此在这几个板块中出现高成长性的公司可能性大

Ø 公司投资策略紧扣两个基本点——“强”公司和“锐”公司：“强”公司指的是具有强整合能力的公司，行业集中度的提高时医药行业发展到现阶段的必然产物，也是企业迅速成长的必经之路，因此具有“强整合能力的公司将能占据更多资源，获得规模经济效应，在这类企业里拥有国资背景无疑会给企业的“强”给力不少；“锐”公司指的是具有快速创新能力的公司，创新能力将成为企业快速成长的一把利器，也是企业获得高溢价的重要途径。

Ø 医药行业核心投资组合：华北制药，恒瑞药业，上海医药，天士力，九芝堂，华兰生物，智飞生物，九安医疗。

Ø 风险因素：国内经济环境出现二次探底的风险和国际经济环境继续恶化的风险。

Ø 重点公司推荐

重点公司	EPS (摊薄)			PE			目标股价 (元)	投资评级
	10E	11E	12E	10E	11E	12E		
华北制药 (600812)	0.33	0.62	1.07	47.58	25.32	14.67	22.00	买入
恒瑞药业 (600276)	1.08	1.30	1.60	54.11	44.95	36.53	65.00	增持
上海医药 (601607)	0.72	0.93	1.20	33.51	25.95	20.11	30.00	买入
天士力 (600535)	0.90	1.18	1.45	45.42	34.64	28.19	47.20	买入
九芝堂 (000989)	0.60	0.74	0.85	26.87	21.78	18.96	18.46	增持
华兰生物 (002007)	1.50	1.72	2.21	33.92	29.58	23.02	65.40	买入
智飞生物 (300122)	0.72	1.01	1.42	56.39	40.2	28.59	52.00	买入
九安医疗 (002432)	0.33	0.73	1.22	96.33	43.55	26.06	33.6	增持

目录

1. 医药行业进入成长期，行业内外均给力	1
1.1. 宏观给力关键词：老龄化，城镇化，消费升级化	1
1.2. 行业给力关键词：持续发展，提升创新，整合行业	4
2. 2010 医药板块可圈可点，高成长化解高估值	10
3. 2011 医药板块延续强势，投资策略紧扣整合创新	11
4. 重点公司介绍	13

图表目录

图 1 2001-2050 (f) 中国老龄化情况	1
图 2 2001-2008 中国城镇农村人口变化	2
图 3 2000-2008 中国城乡卫生费用支出情况	2
图 4 2000-2009 各部分卫生费用支出情况和支付比例	3
图 5 2000-2009 各部分卫生费用支出情况和支付比例	4
表 1 2009 年全球医药市场销售情况	4
表 2 2010-2019 年全球医药市场销售预测	5
图 6 2000-2009 医药工业总产值和药品销售情况	5
图 7 2000-2010 (1-8) 医药工业利润总额和利润累计同比情况	6
图 8 2000-2010 (1-8) 各子行业医药工业利润总额和利润累计同比情况	6
图 9 十年后我国医药创新研发格局	8
表 3 2010 年行业整合重大事件概览	9
图 10 2010 年各板块涨跌幅情况	10
图 11 医药板块近十年相对溢价情况	10
图 12 医药各板块区间涨跌幅情况	11
表 4 重点公司估值、评级和看点	18

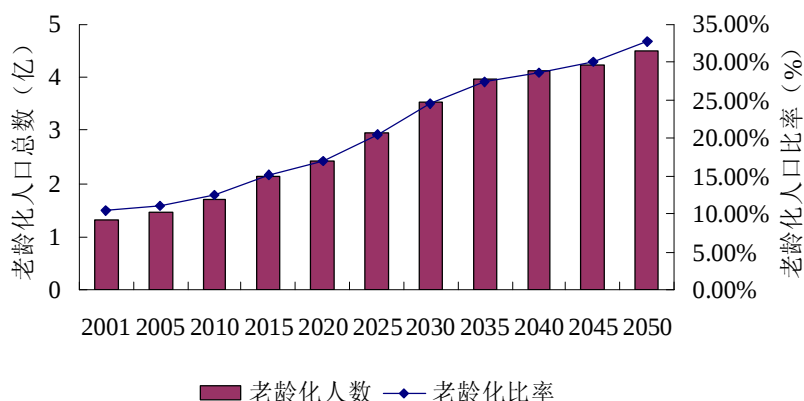
1. 医药行业进入成长期，行业内外均给力

1.1. 宏观给力关键词：老龄化，城镇化，消费升级化

中国正处于一个转型期，宏观环境正发生巨大的变化。对于医药行业而言，影响最大的是老龄化，城镇化和消费升级化。

1. 中国的老龄化直接影响到就医人数和用药数量。中国是世界上老年人口最多的国家，占全球老年人口总量的五分之一。2004 年底，中国 60 岁及以上老年人口为 1.43 亿，2014 年将达到 2 亿，2026 年将达到 3 亿，2037 年超过 4 亿，2051 年达到最大值，之后一直维持在 3-4 亿的规模。2004 年 65 岁以上老年人口占比就达到了 8.5%，预计到 2020 年这一比例会达到 17.17%。

图 1 2001-2050 (f) 中国老龄化情况



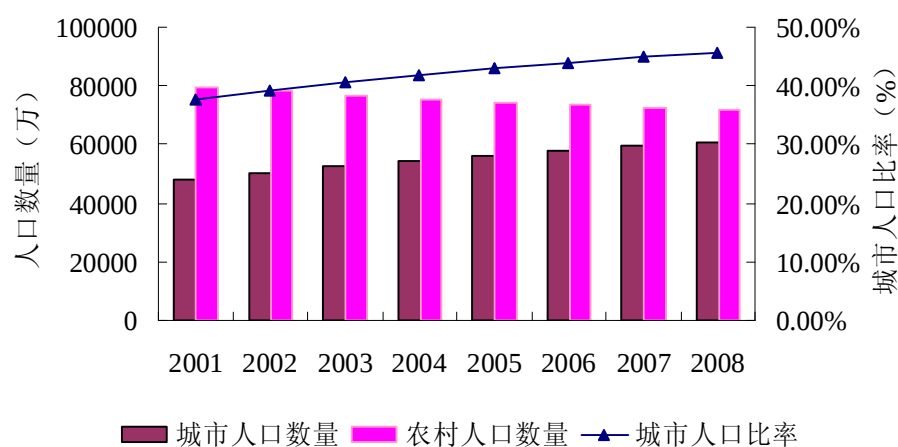
资料来源：老龄网，德邦证券

据测算，老年人消费的医疗卫生资源一般是其他人群的 3-5 倍。综上所述，人口老龄化的来临是刺激医药行业快速增长的直接因素之一。

老龄化带来的后果不仅是医药需求的大量增加，也带来了疾病谱的改变。卫生部调查表明，老年人群中 60%至 70%有慢性病史，人均患有 2 至 3 种疾病。老年病多为肿瘤、心脑血管病、糖尿病、老年抑郁症和精神病等慢性病。慢性病用药时间长，费用高，将长期刺激医药用品的需求。

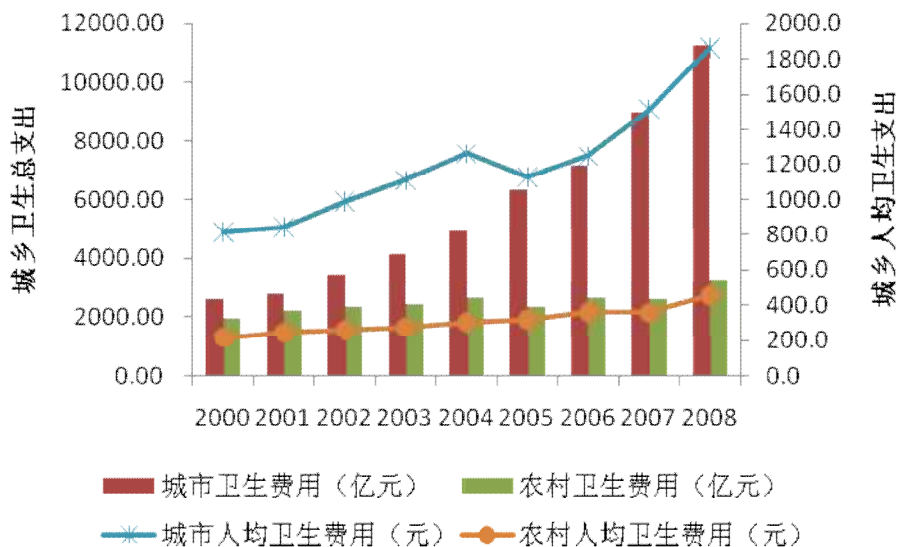
2. 城镇化是医药行业发展的第二个推动力。据统计 2010 年我国城镇化水平可能达到 47.5%，预计到 2020 年，我国的城镇化比例将上升到 50%，大约有 3 亿农村人口转为城镇人口。根据历史数据来看，城镇居民卫生费用支出是农村居民的 3-4 倍，城镇化进程有助于扩大城镇人口卫生需求规模。

图 2 2001-2008 中国城镇农村人口变化



资料来源:wind资讯, 德邦研究

图 3 2000-2008 中国城乡卫生费用支出情况

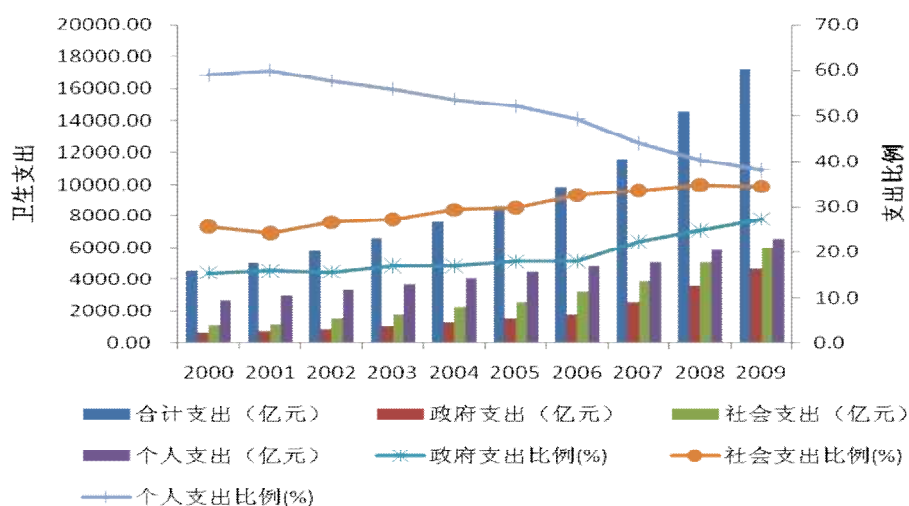


资料来源:卫生部, 德邦研究

3. 消费升级是催生医药行业增长的另一帖催化剂。健康是人类永恒的追求。随着国民收入的增加，人们在保健上的支出也呈现增长趋势。从国际经验数据来看当人均 GDP 达到 15,000 美元的时候，药品消费增长将会出现拐点，从快速增长期转入高速增长期，人均医疗支出将超过 1,000 美元。我国目前人均 GDP 仅为 2,000 美元左右，我国的药品消费大幅增长的阶段还没有到来。因而可以预测：当人均 GDP 达到 15,000 美元的时候，中国医疗消费市场规模将达到 14,000 亿美元，真正步入高速增长期。

另外，随着经济的增长，国家和社会在医药卫生比例的投放也逐步增大，个人的支出比例持续下降。卫生部副部长张茅透露，计划到“十二五”末，把个人承担看病费用的比例减至 30% 以下，达到国际水平。个人支付比例的下降，也将会鼓励人们更多的重视自身的健康，促进医药市场的增长。

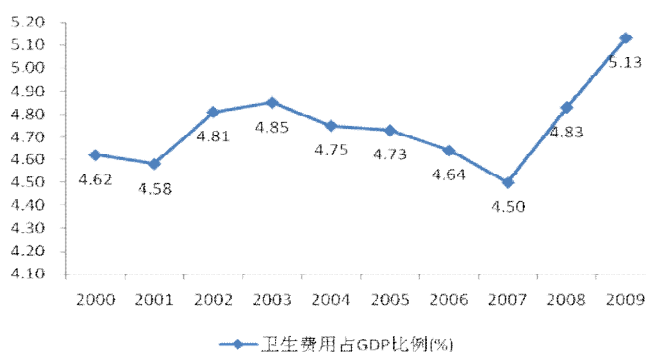
图 4 2000-2009 各部分卫生费用支出情况和支付比例



资料来源：卫生部，德邦研究

再次，我国卫生总费用占 GDP 的比例仍处于低水平，不足 5%，对比发达国家美国的 17%，还存在相当大的差距。卫生费用的增加成为必然。

图 5 2000-2009 各部分卫生费用支出情况和支付比例



资料来源:卫生部, 德邦研究

1.2. 行业给力关键词：持续发展，提升创新，整合行业

1. 从行业发展阶段来看，我国医药行业在成长期，行业处于持续发展阶段。医药行业的持续发展来源于两方面。首先在世界医药行业背景下，亚洲正成为全球药品市场最主要的销售基地。

表 1 2009 年全球医药市场销售情况

区域	2009 年销售额 (亿美元)	2009 年增长率 (%)	2008 年增长率 (%)	2004-2009 复合年增长率 (%)	预测 2010 年增长率 (%)	预测 2009-2014 复合年增长率 (%)
北美地区	3221	5.5	1.9	5.2	3~5	3~6
欧洲	2476	4.8	7	6.6	3~5	3~6
亚洲/非洲/澳洲	1026	15.9	15	13.9	13~15	12~15
日本	903	7.6	2.1	3.9	0~2	2~5
拉美	458	10.6	12.7	10.9	10~12	12~15
全球	8083	7	5.5	6.7	4~6	5~8

资料来源:米内网, 德邦研究

其次，未来十年在美、欧、日等药品市场增速放缓的背景下，中国药品市场保持快速增长，预计2020年有望成为全球第二大药品市场。

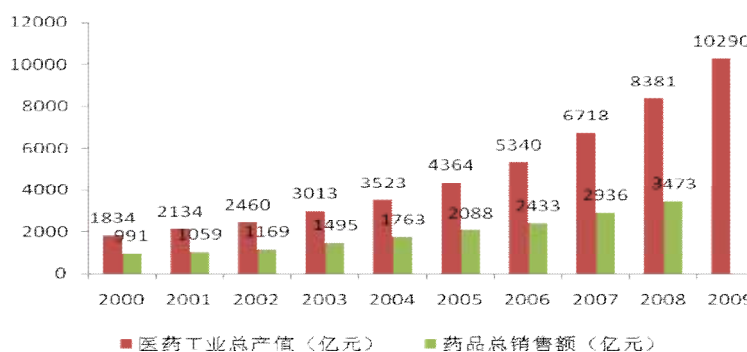
表 2 2010-2019 年全球医药市场销售预测

药品市场规模（亿美元）	2010 年预测	2019 年预测	复合增长率
北美	3425	5736	5%
中国	932	4955	20%
欧洲	2703	4387	4.5%
日本	829	1276	4%

资料来源：米内网，德邦研究

从国内医药行业自身发展状况来看，近十年我国医药工业总产值和药品总销售额逐年提升。

图 6 2000-2009 医药工业总产值和药品销售情况



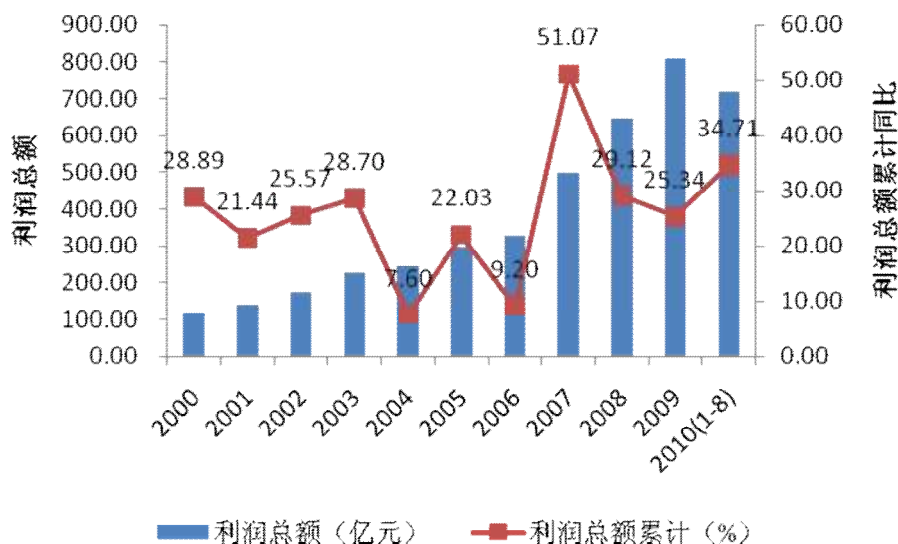
资料来源：米内网，德邦研究

根据已有历史数据推测，在中国 GDP 保持平稳增长，增幅在 6% 以上；新一轮医改政策按既定进度有序推进，医改 8500 亿元财政增量投入落实到位；全球经济不出现大的衰退；医药出口不出现深幅负增长等假设前提下，未来十年，我国医药工业总产值的复合年增长率有望达到 22%，远高于我国 GDP 的增长幅度。到 2019 年，医药工业总产值预计达到 73813 亿元。

医药工业总产值逐年上升以外，医药工业利润也呈上升趋势，除了 04、06 两年利润累计

同比低于10%以外，其余年份均超过20%以上，预计2011年医药行业的利润额增速也将保持在20%以上。

图 7 2000-2010（1-8）医药工业利润总额和利润累计同比情况

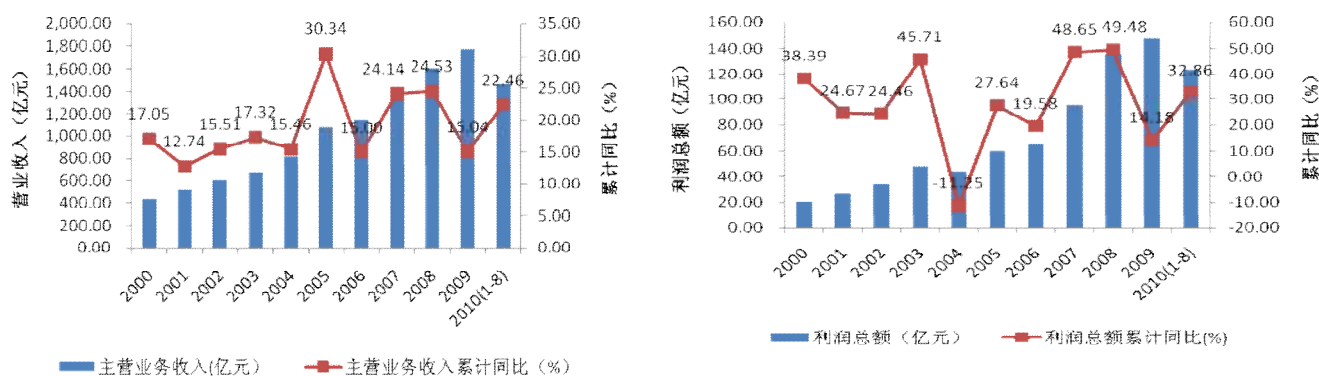


资料来源:wind, 德邦研究

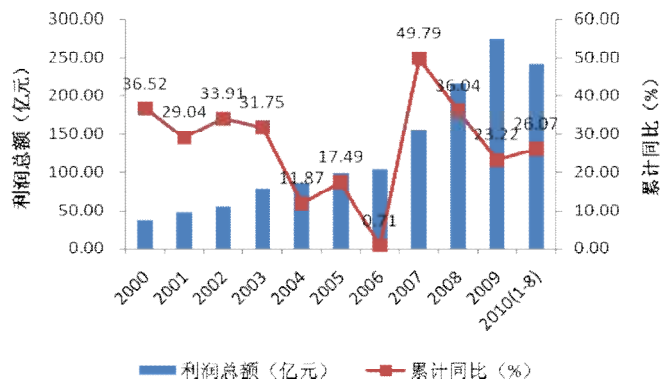
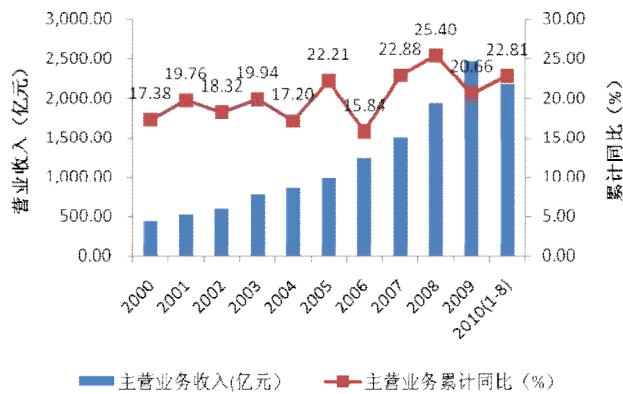
从各子行业看，生物制剂子行业的利润额增长最快，中药制剂子行业次之。化学原料药子行业的利润增幅在09年大幅下滑后，在10年得到了大幅回升。化学制剂子行业的利润在07年得到大幅度提升后，利润出现下滑，但各个子行业的利润增幅均在20%以上，整个行业的持续发展势头良好。

图 8 2000-2010（1-8）各子行业医药工业利润总额和利润累计同比情况

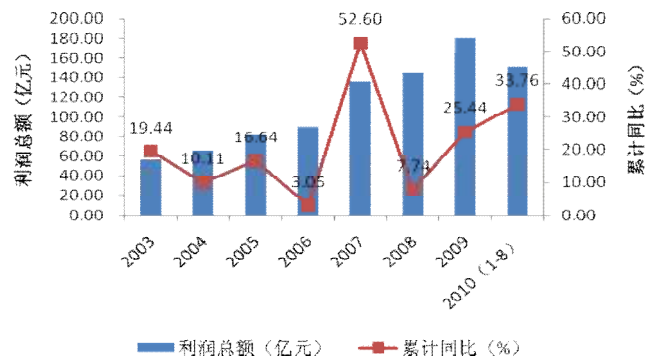
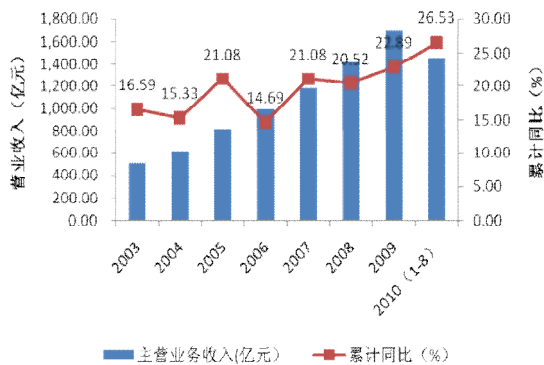
化学原料药子行业



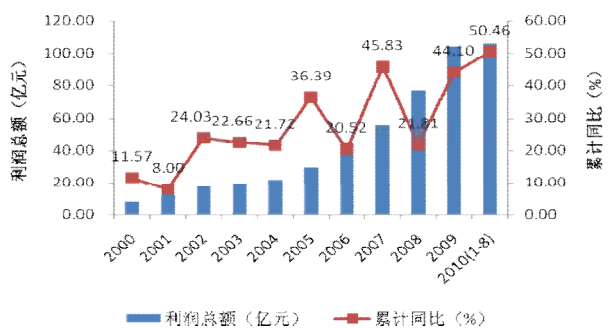
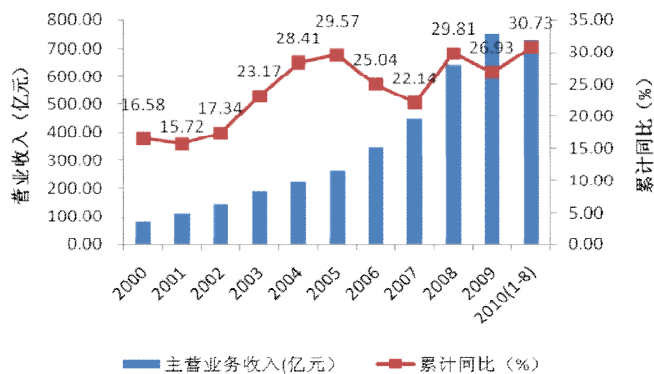
化学制剂子行业



中药制剂子行业



生物制剂子行业

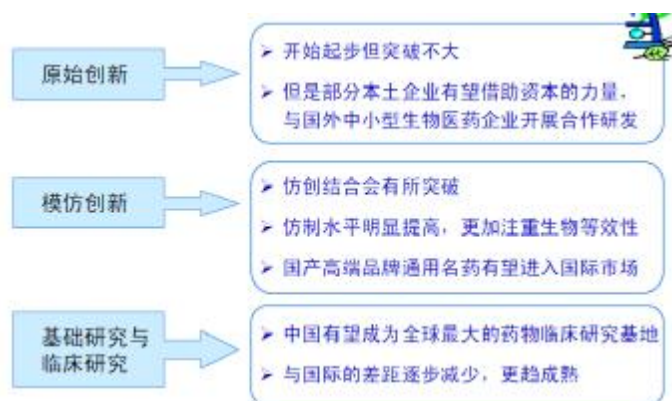


资料来源:wind, 德邦研究

2. 行业持续发展的另一个关键因素来源于医药行业创新能力的提升。目前国际上新药研发越来越难，各大制药巨头，每年投入占销售收入约10%左右的资金用于研发，这个费用在过去几年持续增加。国外制药企业目前流行的做法是将医药进行研发外包。而中国具有人才储备优势和深厚的研发基础，是国外巨头难得的外包对象。中国医药企业在和国外药企合作的过程中研发能力得到不断的提升。另外，中国政府也重视医药企业的研发能力的增强，政府的投入增大，在全国多地成立了医药研发中心，中国药企的研发正循着从最基本的基础研究与临床研究向模仿创新再到原始创新的路径前行。

此外国家还出台各项政策保证医药企业研发创新能力的提升，在《关于加快医药行业结构调整的指导意见》中明确指出：鼓励技术创新。继续加大对医药研发的投入，对具有我国自主知识产权的新药研制，在科研立项、经费补助、新药审批、进入医保目录和技术改造投资上给予支持。鼓励开展基础性研究和开发共性、关键性以及前沿性重大医药研发课题。支持企业加强技术中心建设，通过产学研整合技术资源，推动企业成为技术创新的主体。因此提升创新能力是保证医药行业持续发展的源动力，对于那些创新能力强的医药企业在发展过程中将享受更多的发展机遇和分享更多的利润。国家产业政策鼓励创新是保持行业发展的源动力。目前模仿创新将会成为行业主流，受制于新药研发难度的加大，仿药市场也是增长最快的市场。

图 9 十年后我国医药创新研发格局



资料来源：米内网，德邦研究

3. 行业整合既是国家产业政策的导向，也是医药行业发展的必然。同样在《关于加快医药行业结构调整的指导意见》中也有明文列出：贯彻国务院促进企业兼并重组的精神，鼓励优势企业实施跨地区、跨所有制的收购兼并和联合重组，促进品种、技术、渠道等资源向优势企业集中。通过扶优扶强和在市场竞争中优胜劣汰，显著提高企业规模经济水平和产业集中度，医药企业数量明显减少，医药百强企业销售收入占到全行业的销售收入的50%以上，形成一批具有国际竞争力和对行业发展有较强带动作用的大型企业集团。支持中小企业向“专、精、特、新”的方向发展，形成大型企业和中小企业分工协作、协调发展的格局。

行业内的兼并整合可以有效地提升优势资源的利用效率和提升行业的毛利率，医药行业中的整合也是动作频频。先有上海医药整合上实医药和中西药业，再有华润对北药的整合，行业的整合主线将贯穿近十年整个医药行业的发展。

表 3 2010 年行业整合重大事件概览

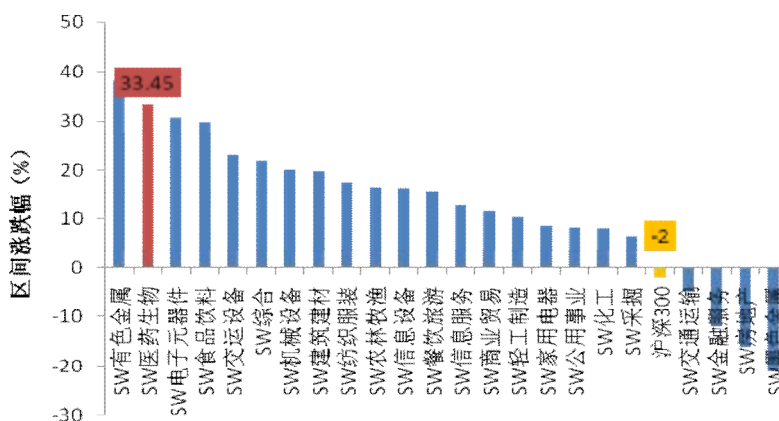
上海医药	上实医药和中西药业整合为上海医药（2010年2月）
	上海医药收购中山医股权，布局华南市场（2010年4月）
	上海医药收购中信医药股权，布局华北市场（2010年11月）
国药集团	国药集团收购上海医药工业研究院（2010年4月）
华润集团	华润集团收购北京医药（2010年7月）
	华润集团与济南中信组建山东北药中信医药（2010年11月）
	华润集团以北药注资苏州礼安

资料来源：德邦研究

2. 2010 医药板块可圈可点，高成长化解高估值

从各区间对比来看，截止2010/12/07，医药生物板块区间涨幅位列第二，达33.45%，仅次于有色金属行业，远远跑赢大盘（以沪深300为大盘指标，沪深300区间涨跌幅为-2%）。

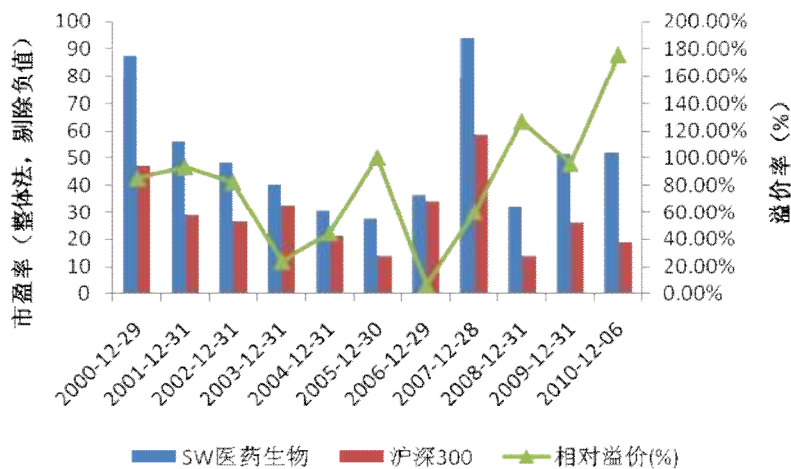
图 10 2010 年各板块涨跌幅情况



资料来源:wind资讯, 德邦研究(时间区间2010/01/04-2010/12/07)

从估值方面来看，医药板块估值目前在52倍左右，和历史相比处于中等偏上的位置，但相对溢价（和沪深300相比）达到历史最高水平。

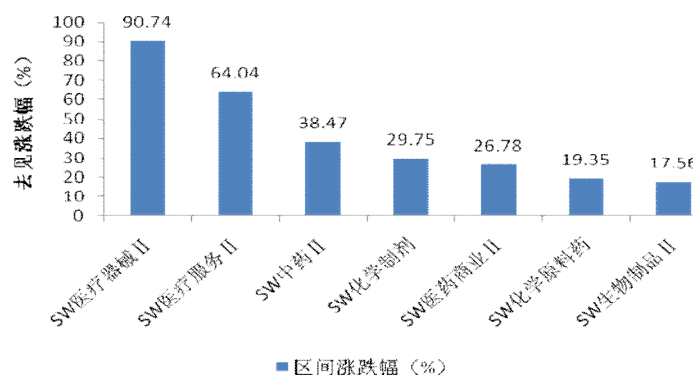
图 11 医药板块近十年相对溢价情况



资料来源:wind资讯(数据截止至2010/12/07)，德邦研究

从医药今年各个板块的涨跌幅来看，医疗器械板块涨幅最大，生物制品板块涨幅最小。

图 12 医药各板块区间涨跌幅情况



资料来源:wind资讯(数据截止至2010/12/07)，德邦研究

虽然医药板块从溢价和估值上来看都处于高位，但是医药行业确定的高成长性能部分化解板块高估值带来的压力，明年板块亮丽表现还可持续。

3. 2011 医药板块延续强势，投资策略紧扣一个中心，两个基本点

日前，政府的已经定下“积极的财政政策和稳健的货币政策”的经济基调，明年很有可能进入加息周期。政府的调结构，抗通胀将成为主题。虽然货币政策从紧的趋势会影响到企业的经营，但医药行业“拉内需，抗通胀”的良好属性，将会成为不错的板块标的。从这个意义上讲，板块受到资金的青睐是大概率事件，这为板块明年的良好表现奠定了基础。

在投资逻辑上，我们一直认为产业未来发展决定行业投资逻辑。同样我们深信医药行业

的未来发展趋势将紧紧围绕一个中心---产业政策，两个基本点---行业整合和企业创新能力前行。在这里，我们大胆预测几个必然：

首先从产业政策和导向层面来说，生物制药，中药板块在行业持续走强的必然。生物制药是值得长期关注的板块。我国医药制剂企业与发达国家的医药巨头的巨大差距已成事实，但在生物制药上，我国还有竞争的潜力。我国的生物技术研发基础能力雄厚，高等院校的多项成果在国外顶级期刊发表，因此生物制药的基础土壤肥沃，这是其一；其二，国家十二五规划中有生物振兴规划，该规划为生物制药企业带来政策和资金的扶持，利于将我国基础研究成果转化为真正生产力，因此生物制药板块将被长期看好。

中药行业是我国倡导和弘扬的行业，对于中药产业国家一直采取的是扶持政策。在中药行业中具有垄断资源，如悠久历史沉淀和产品积累，和能将产品从国内市场拓展到国外市场的中药企业将会拥有更强的盈利潜能。

其次，从政策鼓励方向来看，医疗器械，医疗服务大发展时代到来的必然。我国医疗器械行业还处于幼稚期，但发展潜力很大。医疗器械企业看好两个方向一个是高科技含量的公司，从高科技中获得高溢价，另一个方向是有庞大消费市场的企业，从高市场份额上获得收益。

医疗服务行业，12月3日的《鼓励和引导社会资本举办医疗机构》的文件出台，标志着医疗服务业前所未有的开放式变革正式启动。医疗服务行业做为一个还未完全开发的处女地，上市公司目前还不太多，但看好该板块未来的发展。最近国际上医疗旅游正在兴起，这对于我国社会资本进入医疗服务业也是个利好刺激。

落实到公司层面上来看，创新能力强的企业获得高溢价的必然。随着公司经营成本压力的增大，“锐”公司，即具有快速创新能力的公司，创新产品必然会获得垄断价格。

第二，具有资源优势的企业整合行业的必然。行业集中度的提高是医药行业发展的必然，也是企业发展壮大的必然。“强”公司，即具有强行业整合力的公司将获得规模优势。

4. 重点公司介绍

华北制药（600812）

华北制药属于“强”和“锐”特质兼有的公司。公司是河北省重点扶持的企业，具有政策优势，同时也是河北省着力打造的医药整合平台。目前公司的实际控制股东冀中能源具有十分雄厚的财力，为华北制药的整合之路能够提供支持。

公司将实现整体的产业升级，即由原来的青霉素工业盐升级为头孢制剂，产业升级将带来利润的增长，头孢产品将替代青霉素工业盐成为公司的支柱，立足之本。公司对于头孢明年的营销目标是到 30 亿，配合国家最近出台的基本药物目录采购标准的实施和 80%的基药由 20%的企业提供的目标，在各省的基本药物招标采购过程中公司最为老牌抗生素生产厂商中标几率较大，公司的营销目标有保障。

公司在积极布局制剂项目，制剂项目也是公司未来的主要利润增长点，公司将在雷帕霉素等新型免疫制剂，抗肿瘤制剂上发力，成为公司利润的主要来源。

生物制药项目也在顺利推进，公司的白蛋白项目正，预计年底试车，产能 15 吨。公司的全人源抗狂犬病毒抗体二期临床正在进行。

研发上，公司的主要研发平台是新药公司，公司的多个新药都是由此平台推出，新药公司的科研实力不容小觑。

风险提示：医药产品研发和试验失败风险较高。公司在研项目有可能面临失败风险。公司也是维生素 C 生产巨头，目前国际维生素 C 价格大幅下挫，对公司短期的盈利能力造成一定影响。

恒瑞药业（600276）

恒瑞药业是“锐”公司的典型代表。公司的研发投入在整个医药行业企业中一直维持着最高水平，在 8%左右。虽然和国外医药行业相比还存有差距，但管理团队对研发的重视也可见一斑。公司的研发投入带来的是丰厚的回报。公司对个重磅产品在研，多种一类新药准备上市。最近的可看，国家一类新药艾瑞昔布，主治类风湿性关节炎，有望年

内上市，销售额可望达到 4-5 亿元。

从产品应用范围来看，公司的产品主要集中在肿瘤，癌症等重，大病种领域。肿瘤，癌症是我国死亡率最高的病种，也是花费最大的病种之一。公司的产品应用领域需求大，利用公司长期在该领域树立起来的品牌效应，公司产品，包括新产品推广的成功性很高，公司持续盈利能力有保障。

风险提示：公司产品未能如期上市的风险和研发失败的风险。

上海医药（601607）

公司是“强”公司的典型代表。公司背靠上海国资委，有强大的政府背景。上海医药的成功整合就得益于上海政府的推动。

上海医药内容庞大，有医药工业和医药商业。医药商业自上海医药成立以来动作频频，公司在华东市场占有绝对优势的基础上，通过收购整合地域性龙头商业企业，将触角先后深入到华南，华北板块，构建全国医药商业版图。

公司在医药工业上，本身具有良好的生产，研发和销售基础，抗生素业务的注入为公司的盈利能力在添新翼。

风险提示：公司医药商业整合的不顺利可能造成公司盈利能力的下降。

天士力（600535）

中国中药产业的发展归结下来有两种发展模式。一种是严格按照传统中药炮制方式，对中药进行生产。另一种是中药西制，即借鉴西方大工业生产方式进行产品生产。天士力是后者的杰出代表。

从公司目前基本面来看，天士力是中药企业的一面旗帜。公司的复方丹参滴丸已经完成 FDAII 期临床试验，效果优异，并将在明年初进行 III 期临床试验。该事件在中药行业

甚至整个医药行业都是一个“震惊”，因为这不仅改变了世界对中药的认识，也可能会终结没有中国制剂在美国市场销售的历史。

公司具有丰富的产品梯队，二线产品中的养脑清血颗粒增长势头迅猛，预计今年能超过 3 亿元，有望成为公司过 5 亿产品。公司的水林佳作为脂肪肝用药市场前景广阔，目前销售已经破亿。

公司还积极进军生物领域，公司的亚流感疫苗预计今年 9,10 月上市，注射用重组人尿激酶原属国家一类新药，已进入药品注册生产现场检查阶段。公司并和国外合作积极搭建生物制药平台。

风险提示：医药产品研发和试验失败风险较高。公司在研项目有可能面临失败风险。公司主打产品复方丹参滴丸销售基数加大，存在着市场继续开拓的难度。

九芝堂（000989）

九芝堂的历史沉淀是一个不可多得资源。中药主要靠的是历史的传承和发扬。在传承上，九芝堂具有这方面的先天优势。

放到中药板块，九芝堂是一支被低估了的标的。公司的市值不大，和公司拥有的资源相比，公司的价值被低估，公司有成长为大公司的潜力。

公司目前最主要的产品是驴胶补血颗粒和浓缩丸产品。公司的产品品种相当丰富，有相当多的产品有潜力发展成为过亿品种。

风险提示：公司的管理能力还需加强。

华兰生物（002007）

华兰生物，值得长期持有。首先公司处在生物医药板块，是国家长期扶植的行业。另外，公司拥有血液制品和疫苗两大主要产品。在血液制品上，目前全国一直处于供小于求的紧缺局面，属于卖方市场。

公司的优势在于公司具有 18 个单采血浆站，目前已经有 14 个浆站正式投入使用，4 个浆站仍在建设之中。公司的浆站布局合理，均处于人口密度大，有献血热情的地区，未来公司投浆量的增长仍有望保持高增长。血液制品的紧缺，提价已是必然，血液制品为公司收入的快速增长带来保障。

公司的疫苗业务发展良好。公司 2009 年曾受益于“甲流”。公司今年前三季度业务实现高速增长很大程度上得益于国家收储甲流疫苗收入的确认。第四季度是流感疫苗的接种旺季，受去年甲流爆发影响，人们流感疫苗的接种意识大大提高，这也会直接提升普通流感疫苗的销售。

风险提示：公司生产的是血液制品和疫苗极易在生产过程中受到污染，因此产品质量是否能有效控制是公司长期面临的生产风险。另外，由于产品的特殊性，还可能面临产业政策调整的风险。

智飞生物（300122）

智飞生物处于疫苗行业，疫苗行业的高门槛使得新进入者短时间难以进入，寡头垄断的竞争格局维持行业的高利润。

公司的看点在于：公司独创的“买断式”代理模式，将代理延伸到代理厂家的供应链管理等关键环节，和代理商结成战略联盟的战略伙伴关系。

公司在自主研发的基础上不放弃代理，体现了公司稳健的经营作风，代理为公司提供生存的保障并为研发提供资金支持，为公司实现从代理走向自主研发的战略保驾护航。

公司的营销能力是公司最大的亮点，作为一个从草根成长起来的二类疫苗民营企业将营销扎入基层，并构建了广阔的营销网络，公司“深度营销”的推进将进一步加强公司的市场控制能力。

公司管理团队思路清晰，管理有道，是公司长期持续发展的坚实基础。公司上市募集资金超过 14 亿，超募 8 亿，推测公司将会通过收购产品或网络等方式实现公司从内生式成长转向内生式成长和外延式扩张并举的成长方式。

风险提示：公司主要生产和代理二类疫苗的生产商，随着社会的发展，存在某些二类疫苗可能会变成一类疫苗的可能性，降低公司利润。公司有产品在研，存在研发失败的风险。公司有产品在报批，存在报批失败或批准时间不确定风险。

九安医疗（002432）

公司是家用医疗器械生产商。公司的电子血压计以 ODM 形式出口海外，并在欧洲市场份额占据第一，国内公司的电子血压计也仅次于欧姆龙。

公司最大的看点在于公司对于对血糖仪的大力推广。血糖仪的市场容量大，全球市场容量约 150 亿美金，中国市场容量约 20 亿人民币。血糖仪是糖尿病患者的必备保健仪器。公司对血糖仪的推广让这个高毛利的产品迅速成为公司新的利润增长点。公司血糖仪的销售放量可能会在 2011 年，并为公司真正贡献利润。

公司和 APPLE 的合作已经有实质性进展。公司集 iphone，ipad 充电器为一体的电子血压计预计在今年销售。

风险提示：公司产品线较为单薄，目前只有电子血压计和血糖仪两款主打产品，市场的波动会对公司的业绩造成影响。同时，公司的大部分收入来自海外市场，易受海外经济环境的波动影响和汇率影响。

表 4 重点公司估值、评级和看点

重点公司	EPS (摊薄)			PE			目标股价 (元)	推荐理由	投资评级
	10E	11E	12E	10E	11E	12E			
华北制药 (600812)	0.33	0.62	1.07	47.58	25.32	14.67	22.00	1.老牌国企，河北着力打造的医药产业平台2.研发实力雄厚，新药储备多3.正沿着化学原料药---化学制剂---生物制药之路前行，提升估值水平4.有资产注入预期	买入
恒瑞药业 (600276)	1.08	1.30	1.60	54.11	44.95	36.53	65.00	1.医药企业创新能力的代表，研发投入高2.公司专注肿瘤，癌症等大病领域，利润高3.产品丰富，有梯队。多种一类新药准备上市，国家一类新药艾瑞昔布主治类风湿性关节炎，有望年内上市，销售额可望达到4-5 亿元。	增持
上海医药 (601607)	0.72	0.93	1.20	33.51	25.95	20.11	30.00	1.背靠上海国资委，行业整合能力不容小觑2.行业整合的受益者，尤其在医药流通行业整合动作频频	买入
天士力 (600535)	0.90	1.18	1.45	45.42	34.64	28.19	47.20	1.中药行业的领军者，可能是率先将中药带入国际市场的先行者2.复方丹参滴丸明年进入FDAIII期临床，成功可能性高3.后继产品丰富，进军生物领域	买入
九芝堂 (000989)	0.60	0.74	0.85	26.87	21.78	18.96	18.46	1.公司质地优良，悠久的历史赋予品牌高附加值2.公司产品丰富，等待管理能力的提升3.估值洼地	增持
华兰生物 (002007)	1.50	1.72	2.21	33.92	29.58	23.02	65.40	1.公司是生物行业龙头，血制品长期的供不应求，为公司的利润提供了保障2.公司疫苗产品销售火爆，疫苗、基因工程药物将成为公司未来重要的发展方向3.生物行业的景气，产品的火爆，公司长期盈利能力十分看好	买入
智飞生物 (300122)	0.72	1.01	1.42	56.39	40.2	28.59	52.00	1.公司经营稳健，代理业务为公司带来稳定的现金流，自主研发产品给公司带来毛利2.公司拟平均每年推出1-2个新产品，保证公司持续高盈利能力3.公司管理层务实，对公司发展有明确的战略布局4.疫苗行业是寡头垄断行业，长期保持高利润	买入
九安医疗 (002432)	0.33	0.73	1.22	96.33	43.55	26.06	33.6	1.家用医疗器械随消费升级和健康意识上升，前景广阔2.公司血糖仪明年可能爆发，今年市场推广效果良好3.和APPLE合作，既提升公司的品牌价值，又为公司产品创新提供新思路	增持

资料来源：(数据截止至2010/12/07)，德邦研究

投资评级

一、行业评级

- 推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
 中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
 回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅≥20%
 增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
 中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%
 减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅>10%

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。