



政策总体偏利好，行业增长无悬念 买入维持

投资要点：

- 医药行业的“黄金十年”，推动医药高速增长的因素将长期存在
- 2010 年行业增速快速回升，并将延续到未来两年
- 明年医药行业的四条投资主线

报告摘要：

- 医药行业的“黄金十年”：未来十年，推动医药高速增长的因素将长期存在，医药行业将延续过去三十年的高速发展，甚至更快。
- 行业增速快速回升：随着医改政策利好的兑现及原料药下游需求的恢复，行业增速从 09 年中逐步回升，2010 年 8 月医药行业收入及利润总额的同比增速为 25.69%、34.71%，接近了 07-08 年高速增长的水平。
- 政策看点：《生物医药振兴规划》的推出将为行业带来更多的政策和资金支持，《基本药物目录》（大医院版）可能在明年推出，并拉动普药市场 1600 到 1700 亿的产业规模。《药品价格管理办法》也有可能出台，但预计对行业的负面影响可能没有那么大。
- 医药行业四条投资主线：（一）受益政策推动，业绩高增长；（二）并购重组，央企资产注入；（三）产业升级，从 API 到制剂出口；（四）拐点性机会，业绩爆发在即；同时，建议配置攻守兼备的医药白马股，以时间换空间。
- 2011 年投资策略：近一年来医药指数大涨了 60%，相对估值水平以达到历史最高水平，但绝对值来看，并不算很高。考虑到医药股业绩的高增长，随着估值下移，未来医药股仍会有很好的投资机会。医药股的投资应当有更长远的视角，正所谓“风物长宜放眼量”。政策和估值的扰动，都不会改变行业的长期向好，而将带来中长期投资的介入机会。

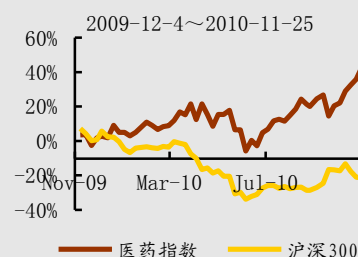
医药研究小组

联系人：吴 洋

电话：010-88085967

Email: wuyang@hysec.com

市场表现



相关研究

宏源证券*深度报告*中牧股份—内生性增长点不断的动物疫苗龙头 06.11

宏源证券*公司点评*ST 天方—扭亏为盈，脱帽在即 01.20

宏源证券*公司点评*ST 天方—原料药高速增长，制剂蓄势发力 04.17

宏源证券*公司点评*康恩贝—受益基本药物制度超预期 03.01

宏源证券*行业策略*医药行业—紧跟政策，寻找确定性增长的个股 06.21

重点公司	股价	09EPS	10EPS	11EPS	11PE	评级	变动
中牧股份	26.89	0.58	0.82	1.06	25.37	买入	持平
科华生物	21.21	0.41	0.50	0.63	33.67	买入	首次
天方药业	11.2	0.03	0.16	0.30	37.33	买入	持平
天坛生物	25.2	0.41	0.53	0.67	37.61	增持	首次
华海药业	18.96	0.34	0.43	0.60	31.60	买入	首次
海正药业	41.34	0.60	0.73	0.95	43.52	增持	首次
上海凯宝	53.34	0.52	0.88	1.18	45.20	买入	首次

目录

一、长期高速增长的医药行业	5
二、行业增速回升、盈利能力持续增强	6
医药行业增速回升	6
上市公司盈利能力持续增强	10
三、医药政策整体偏利好	11
生物医药振兴规划加速行业整合与创新	11
基本药物目录（大医院版）拉动普药市场	11
药价管理利空小于预期	12
四、2011 年投资策略：四条逻辑主线	12
一、受益政策推动，业绩高增长	12
二、并购重组仍将是市场持续的投资热点	13
三、专利药到期引发产业升级	14
四、拐点性公司，业绩爆发在即	15
五、估值分析及投资标的	16
一、绝对估值合理、相对估值较高	16
二、投资标的	17
1、中牧股份（600195）：动物疫苗龙头，受益政策	17
2、科华生物（002022）：“血筛”市场，整装待发	18
3、天方药业（600253）：央企并购重组概念	18
4、天坛生物（600161）：资产注入预期	19
5、华海药业（600521）：产业升级即将收获	19
6、海正药业（600267）：成功转型，制剂出口机会多多	19
7、上海凯宝（300039）：产能大幅增加，业绩爆发	20
8、康恩贝（600572）：管理改革扭转颓势	20

插图

图 1: 我国卫生总费用及增长率.....	5
图 2: 我国卫生总费用支出占比.....	5
图 3: 65 岁以上老人占总人口的比重（老龄化率）.....	5
图 4: 城镇化水平.....	5
图 5: 2008 年居民住院率及患病率年龄结构.....	6
图 6: 城乡居民医疗保健支出对比.....	6
图 7: 医药行业销售收入及增速.....	7
图 8: 医药行业利润总额及增速.....	7
图 9: 化学原料药销售收入及增速.....	7
图 10: 化学原料药利润总额及增速.....	7
图 11: 化学药品制剂销售收入及增速.....	7
图 12: 化学药品制剂利润总额及增速.....	7
图 13: 中成药销售收入及增速.....	8
图 14: 中成药利润总额及增速.....	8
图 15: 中药饮片销售收入及增速.....	8
图 16: 中药饮片利润总额及增速.....	8
图 17: 生物生化制品销售收入及增速.....	8
图 18: 生物生化制品利润总额及增速.....	8
图 19: 卫生材料及医药用品销售收入及增速.....	8
图 20: 卫生材料及医药用品利润总额及增速.....	8
图 21: 兽药销售收入及增速.....	9
图 22: 兽药利润总额及增速.....	9
图 23: 医药制造业销售毛利率及净利率情况.....	9
图 24: 各子行业毛利率情况.....	9
图 25: 医药品出口金额及增速.....	10
图 26: 医药品进口金额及增速.....	10
图 27: 抗生素原料药出口金额及增速.....	10
图 28: 抗生素原料药出口量及增速.....	10
图 29: 医药 A 股上市公司销售收入及增长率.....	10
图 30: 医药 A 股上市公司净利润及增长率.....	10
图 31: 医药生物行业市值情况.....	11
图 32: 医药生物行业市值占比.....	11
图 33: 全国百强制药企业市场集中度变化.....	14
图 34: 专利药物到期数量.....	15
图 35: 将到期的专利药物市场规模.....	15
图 36: 过去 1 年各板块指数涨跌幅（截止 10 年 11 月 25 日）.....	16
图 37: 全部 A 股和医药生物 PE 比较（ttm,整体法）.....	17
图 38: 医药生物相对全部 A 股的 PE 溢价率（ttm,整体法）.....	17
图 39: A 股市场行业估值对比.....	17

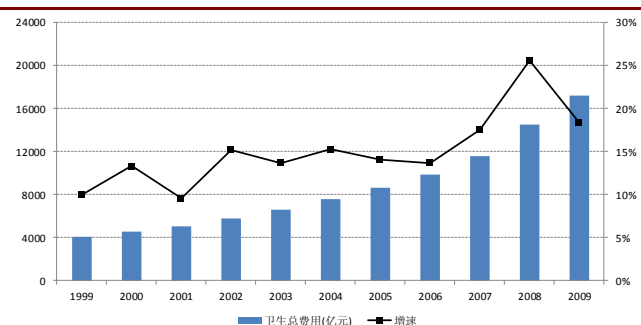
表 格

表 1: 国家动物防疫体系建设相关政策.....	13
表 2: 2011 年即将到期的专利药.....	14

一、长期高速增长的医药行业

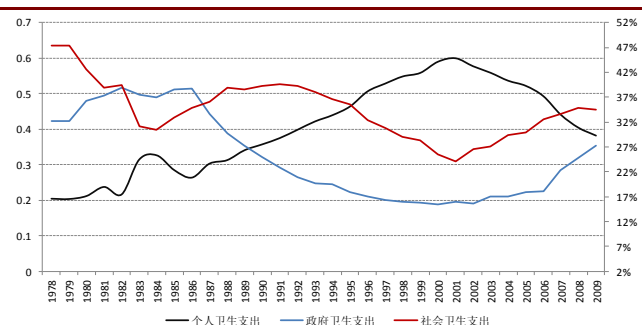
回顾医药行业的发展历程,我们可以清楚地看到这一与人类健康息息相关的行业所蕴含的强大的生命力。过去三十年,我国卫生总费用增长了 136 倍,平均年复合增长率高达 17.8%,远超过 GDP 增速。我们预计 2011 年全国卫生总费用增速将超过 14%,金额超过 2 万亿元,占 GDP 达 5.6%。即便如此,我国卫生总费用占 GDP 的比例仍然很低,与美国 15% 的比例相比还有很大的差距,因此我国的医药产业需求空间巨大,在未来的 10 年之内都将是蓬勃高速发展的产业。其主要原因包括:

图 1: 我国卫生总费用及增长率



资料来源: 卫生部, 宏源证券

图 2: 我国卫生总费用支出占比



资料来源: 卫生部, 宏源证券

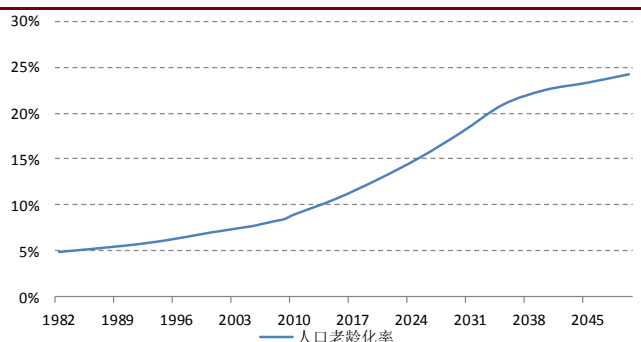
经济增长, 居民消费能力的提升

我们对未来十年中国宏观经济面的判断是将继续保持稳定增长, 这是支撑医药行业高速增长的根本。

人口老龄化

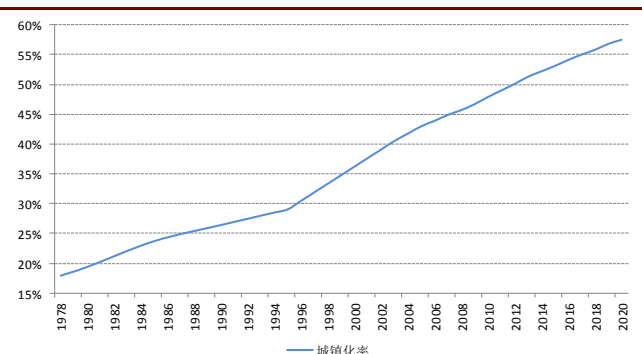
2009 年底中国 65 岁以上老年人口已达 1.13 亿, 占总人口的比例在 8.5%, 预计到 2020 年这一比例会达到 17.2%, 到 2050 年, 将会达到 25% 的水平! 老年人免疫力较低、慢性病患病率高、药品消费量大, 65 岁以上老人人均用药是青年人人均用药费用的 3.7 倍。

图 3: 65 岁以上老人占总人口的比重 (老龄化率)



资料来源: 卫生部, 宏源证券

图 4: 城镇化水平

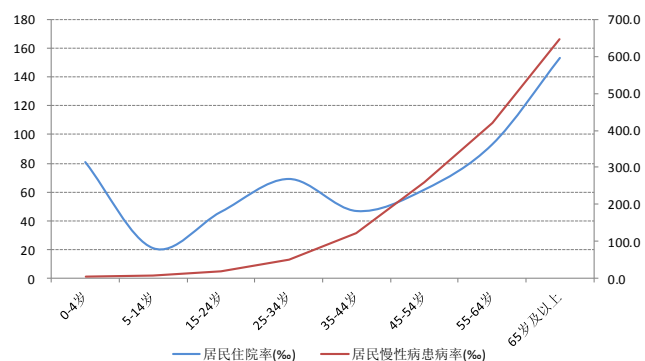


资料来源: 卫生部, 宏源证券

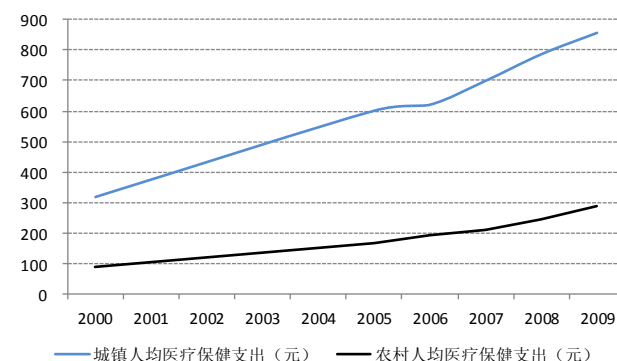
城镇化

2009 年底, 全国城镇人口达 6.22 亿, 城镇化水平为 46.6%, 已经逐步接近中等收入

国家的平均水平。其我们预计，未来每年以 1.1% 的速度推进城镇化进程，到 2020 年前后城镇化率将达到 57.5%。城市居民人均卫生费用约为农村的 3~4 倍，城镇化将带来医药费用的大幅增长。

图 5：2008 年居民住院率及患病率年龄结构


资料来源：卫生部、宏源证券

图 6：城乡居民医疗保健支出对比


资料来源：卫生部、宏源证券

疾病谱和生活方式的改变

近年来，我国人民的疾病谱由过去以传染病、感染、损伤为主转变为以恶性肿瘤、心血管疾病、神经性疾病等慢性病成主，而这些慢性病一般难以根治，治疗病程长、费用高，相应的医药费用也随之增长。疾病谱变化的原因包括环境污染严重、饮食高脂高糖，社会节奏加快等原因。

居民保健意识提高

近年来，随着我国居民家庭生活质量不断提高，人们对健康的追求也不断提高。居民在改善饮食结构、舒缓工作压力、加强体育锻炼的同时，对药品、保健品需求也不断增加。

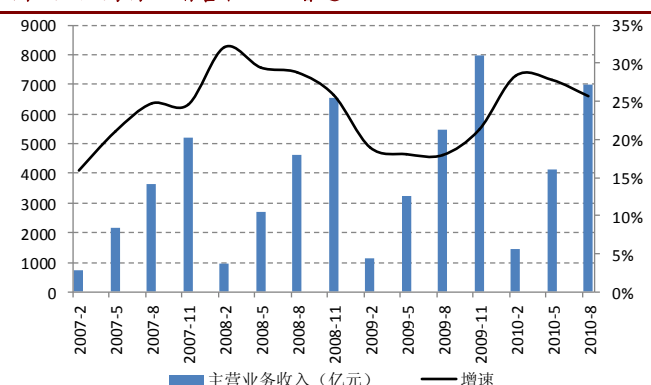
医改推进及政府支付比例的提高

随着医改推进，医保扩容，政府支出和社会支出在卫生总费用所占比梨逐渐提高，个人卫生支出的比例也在逐年降低，到 2011 年，预计个人卫生支出比例降低到 33%，政府和社会卫生支出提高到 66%。投入的大幅增加将释放潜在的巨大的药品需求。

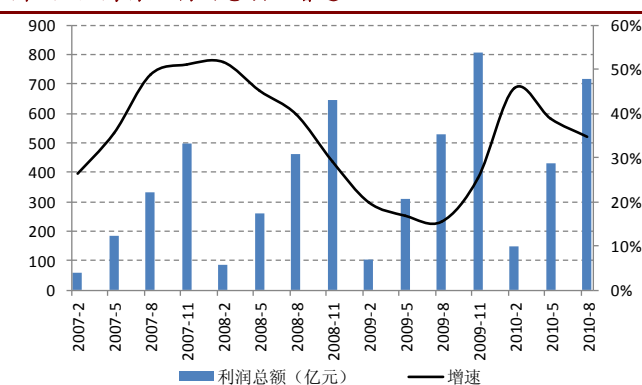
二、行业增速回升、盈利能力持续增强

医药行业增速回升

2009 年医药行业收入同比增速大幅放缓，主要和经济危机导致的化学原料药下游需求受损相关，但从 2009 年中开始，随着医改政策利好的逐渐兑现以及原料药下游需求的恢复，行业增速逐步回升，2010 年 8 月医药行业收入及利润总额的同比增速为 25.69%、34.71%，接近了 07-08 年高速增长的水平。

图 7：医药行业销售收入及增速


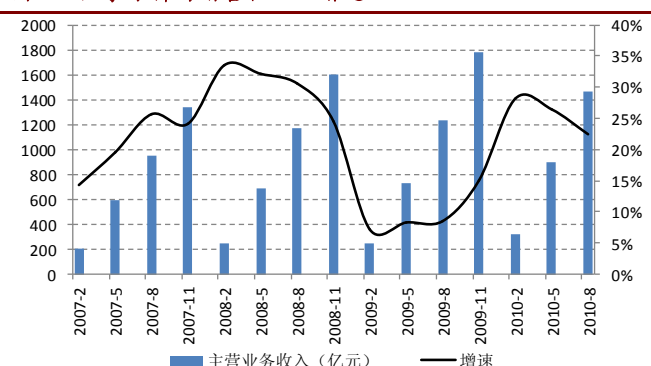
资料来源：Wind、宏源证券

图 8：医药行业利润总额及增速


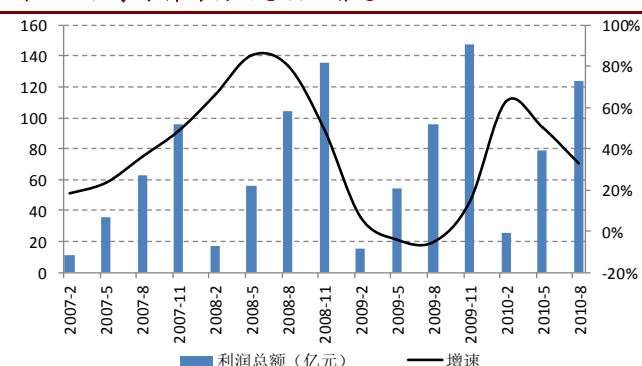
资料来源：Wind、宏源证券

从各子行业来看，销售收入同比增速较快的是中药饮片和生物制品行业，增速分别为 36.75% 和 30.73%，较慢的是化学原料药和化学药品制剂行业，增速分别为 22.46% 和 22.81%；利润总额增速较快的是中药饮片行业和生物制品行业，增速分别为 64.72% 和 50.46%，较慢的仍是化学药品制剂行业，增速仅为 26.07%。

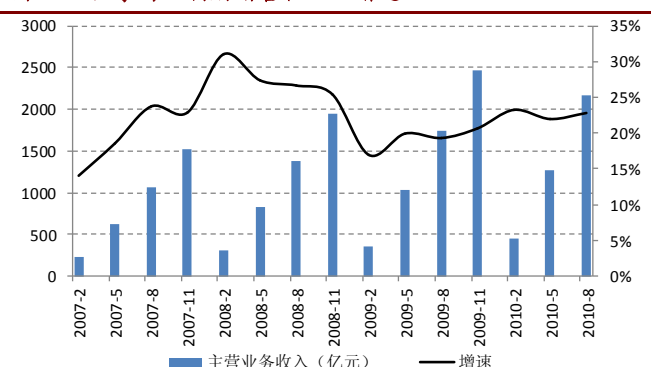
中药饮片行业火爆的主要原因包括有行业渐规范、集中度提高、中药饮片价格上涨等，而生物行业则受益政策支持，化学原料药行业 2009 年受出口萧条影响产品量价齐跌，利润出现负增长。今年出口量走稳，回到历史平均水平，但 VC、VE、抗生素等产品价格却继续下行，拖累了利润增长。

图 9：化学原料药销售收入及增速


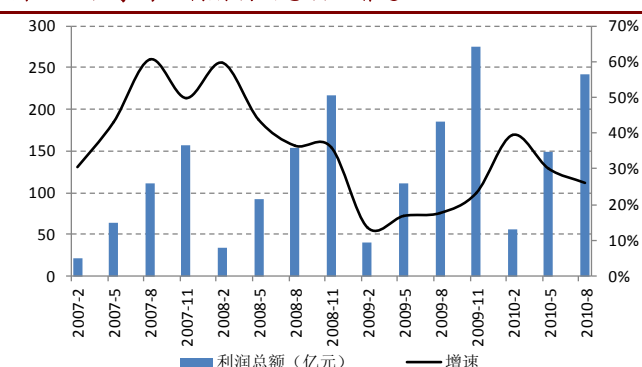
资料来源：Wind、宏源证券

图 10：化学原料药利润总额及增速


资料来源：Wind、宏源证券

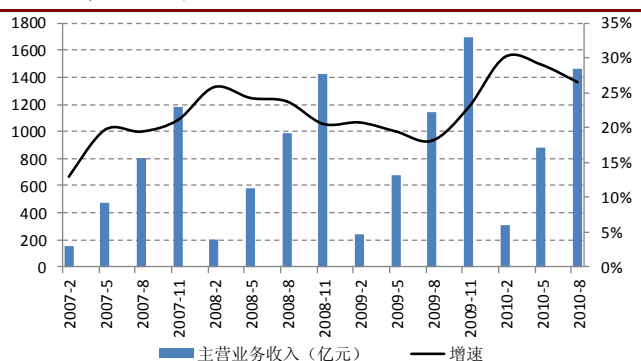
图 11：化学药品制剂销售收入及增速


资料来源：Wind、宏源证券

图 12：化学药品制剂利润总额及增速


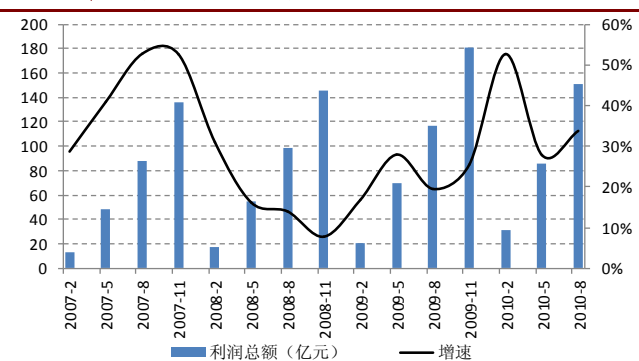
资料来源：Wind、宏源证券

图 13: 中成药销售收入及增速



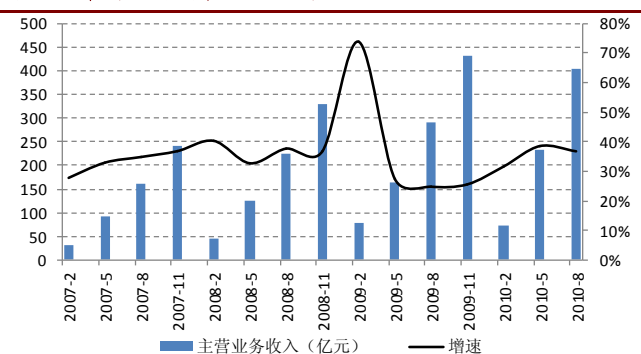
资料来源: Wind、宏源证券

图 14: 中成药利润总额及增速



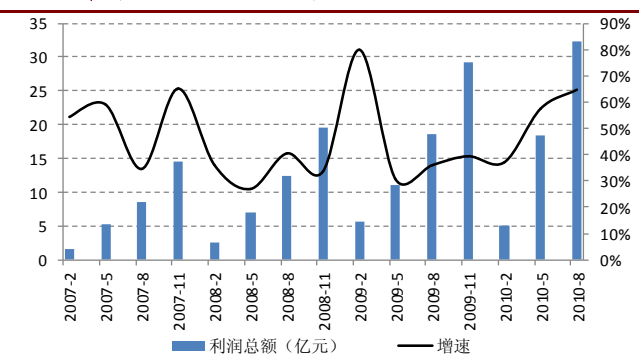
资料来源: Wind、宏源证券

图 15: 中药饮片销售收入及增速



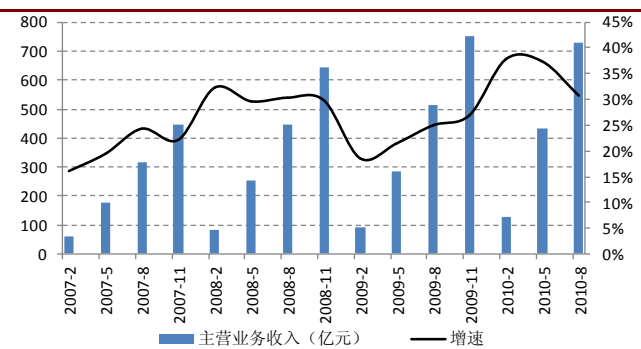
资料来源: Wind、宏源证券

图 16: 中药饮片利润总额及增速



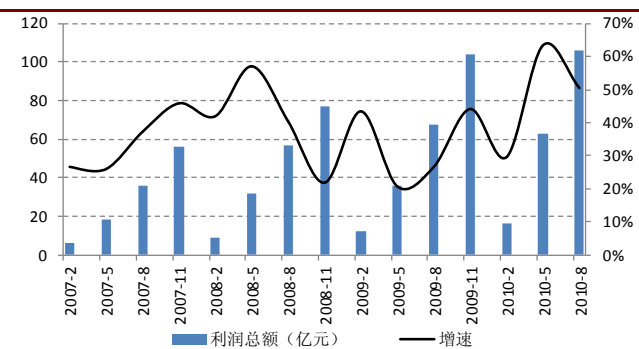
资料来源: Wind、宏源证券

图 17: 生物生化制品销售收入及增速



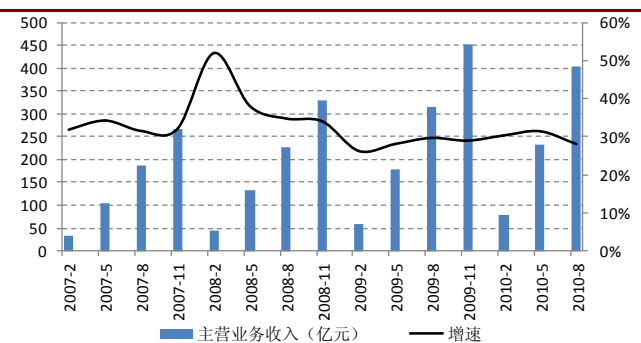
资料来源: Wind、宏源证券

图 18: 生物生化制品利润总额及增速



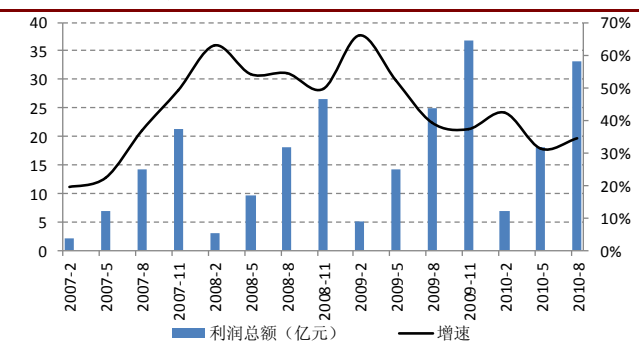
资料来源: Wind、宏源证券

图 19: 卫生材料及医药用品销售收入及增速



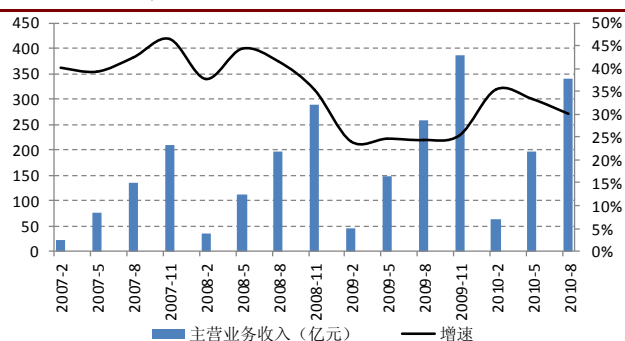
资料来源: Wind、宏源证券

图 20: 卫生材料及医药用品利润总额及增速



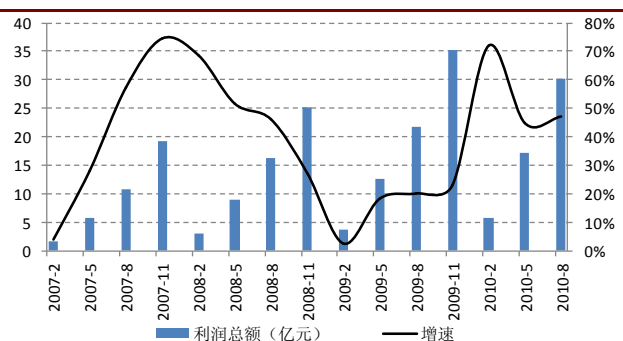
资料来源: Wind、宏源证券

图 21: 普药销售收入及增速



资料来源: Wind、宏源证券

图 22: 普药利润总额及增速

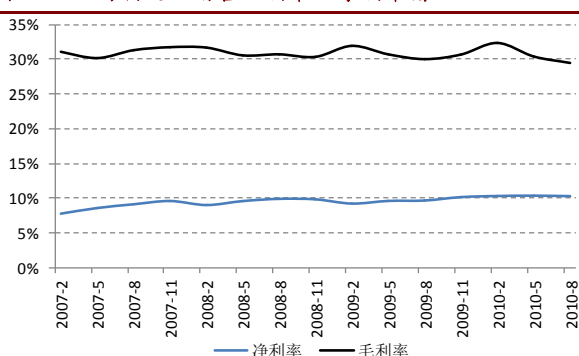


资料来源: Wind、宏源证券

由于国家推行新医改，基本药物招标对药价的压制逐渐体现出来，到 2010 年 8 月，医药制造业总体销售毛利率仅为 29.46%，为近三年来首次低于 30%。净利率情况良好，维持在 10.29%的水平，说明目前上市公司尚可以通过费用管理来抵消毛利率下降的不利局面。

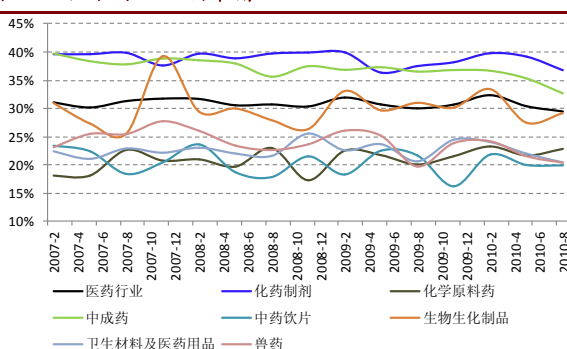
几个重点子行业中，化学药，中成药的毛利率都大幅降低，化学原料药、生物生化制品、中药饮片的毛利率基本维持。这也证明了药价下降确实是行业毛利率下滑的主要原因。

图 23: 医药制造业销售毛利率及净利率情况



资料来源: Wind、宏源证券

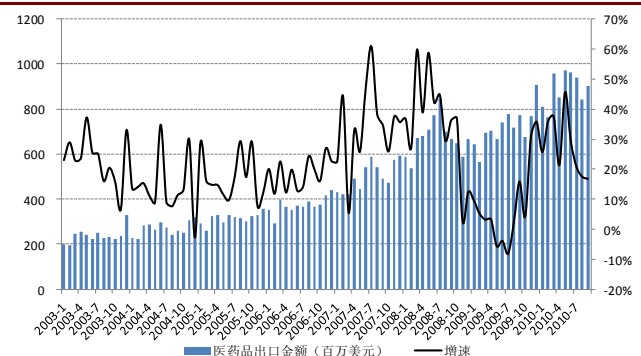
图 24: 各子行业毛利率情况



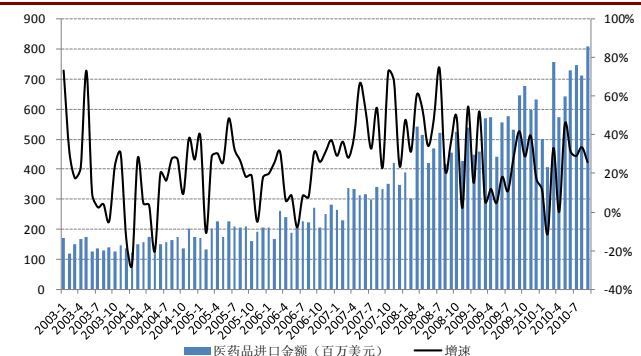
资料来源: Wind、宏源证券

从医药品进出口情况来看，医药品进口保持着较高水平，尤其是从 2009 年 9 月开始，进口金额大幅增加，基本维持 30%的增长率。而出口方面上半年增速很高，单元出口金额屡屡创出新高，但 8 月份之后，出口金额有所回落，同时由于基数较大，同比增长率下降到 20%以下。

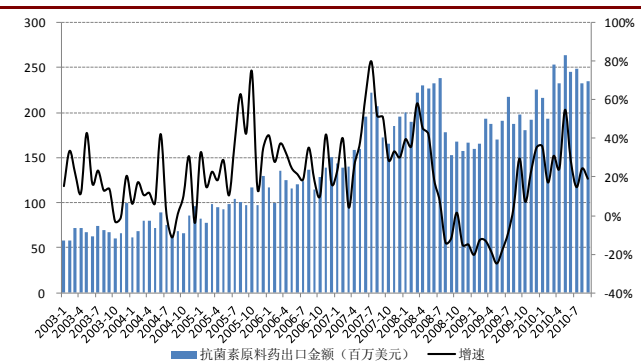
其中，进口大类抗菌素类原料药出口量增长很小，价格方面上半年有显著回升，使进口金额仍保持了 25%左右的增长率。进入下半年之后，抗菌素跌价明显，但出口需求却逐渐恢复，预计出口金额仍将保持较快的增长水平。

图 25: 医药品出口金额及增速


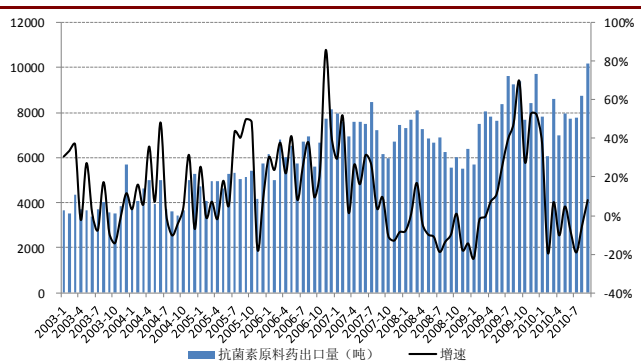
资料来源: CEIC、宏源证券

图 26: 医药品进口金额及增速


资料来源: CEIC、宏源证券

图 27: 抗生素原料药出口金额及增速


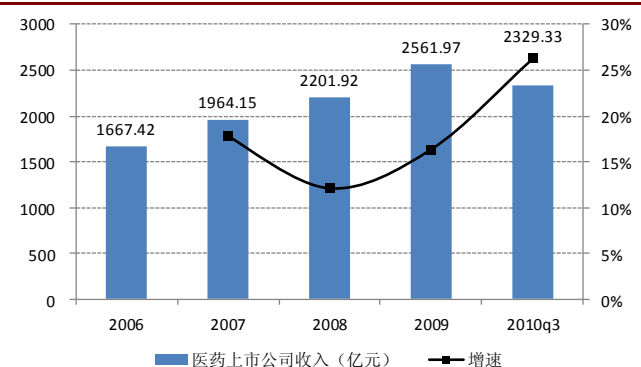
资料来源: CEIC、宏源证券

图 28: 抗生素原料药出口量及增速


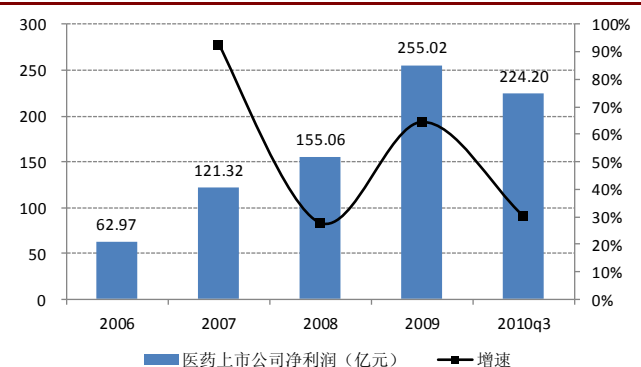
资料来源: CEIC、宏源证券

上市公司盈利能力持续增强

医药 A 股上市公司经营情况与盈利能力与行业平均水平接近。2010 年前三季度，医药上市公司销售收入达 2329 亿元，同比增加 26.23%，相比前些年，增速均明显加快；利润总额达 224 亿元，同比增加 30.22%，相比 2009 年明显放缓。主要原因 2009 年新医改方案公布之后，受到医保扩容及基本药物目录等政策的影响，收入增速逐渐加快，部分上市公司率先受益，医保扩容效果显著，毛利率有较大提升，也表明医药板块的上市公司盈利能力已达到较高的水平。伴随医药生物行业的快速增长及大量医药企业的上市，行业市值大幅提高到 13686.78 亿元，增长了 60%。医药生物行业已成为第五大板块。

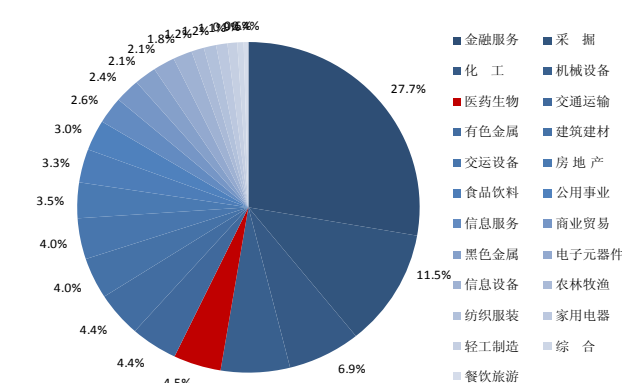
图 29: 医药 A 股上市公司销售收入及增长率


资料来源: CEIC、宏源证券

图 30: 医药 A 股上市公司净利润及增长率


资料来源: CEIC、宏源证券

图 32: 医药生物行业市值占比



资料来源: Wind、宏源证券

医药行业政策层面利好利空喜忧参半，利好包括基本药物制度的配套政策，新的十二五产业利好政策，以及大医院版的基本药物目录等，利空主要在于药价，而药价管理的范围和力度均难以预测，也让投资者对医药行业的前景难以把握。整体而言，我们认为医药政策的影响是偏利好的，药价的控制难以对行业产生根本性的影响，业内对于药价的担忧有些过度。

在新医改拟3年投入8500亿、基本药物制度开始实施、公立医院改革小试牛刀后，关于生物医药产业的振兴规划出台成为新医改进程中重要的一环。市场普遍预期，生物医药将再次被纳入到《战略性新兴产业十二五规划》中，早在今年3月份，国家发改委组织召开的新兴产业振兴规划讨论会上，《生物医药产业振兴规划征求意见稿》就已经启动并开始在小范围内进行讨论，我们认为年内该计划将会推出，从而为我国医药生物行业带来更多的政策和资金支持。

基本药物目录（大医院版）拉动普药市场

由于基本药物目录中品种全部纳入国家医保甲类目录之中,对于企业的销售肯定是极大的促进。但之前出台的基本药物目录基层版由于更注重基础性,入选产品数量有限,很

多未入选的企业将入选的希望寄托在基本药物大医院目录上。自去年 8 月基本药物目录公布以来，医药企业的目光就更多的聚焦在大医院版上。但由于当时有关基本药物定价、招标采购、报销的配套方案则未推出，所以也是迟迟没有推出。

我们认为，大医院版作为完善我国基本药物目录制度重要的一环，势必会推出。随着基本药物目录相关政策的落实，其推出的条件已经成熟，在 11 年推出将是大概率事件。根据之前政府透露的信息，大医院版的基本药物目录在 770 种左右，化学药和生物制药约为 580 个、中成药约为 190 个。相比基层版本，大医院版中包含一些中高端品种，占医药企业利润比重更大。目前基层医疗机构“全部配备使用”基本药物，城市公立医院按一定比例使用就可，即基本药物的使用量占医院整体药品使用量的比例。现在这个比例大概在 25% 左右，大医院版推出，这个比例肯定还会有所提高，因而对医药企业产生双重的拉动。据中国医药企业管理协会常务副会长于明德预计，这将拉动普药市场增至 1600 到 1700 亿的产业规模。

药价管理利空小于预期

今年 6 月，发改委下发了新版《药品价格管理办法》的征求意见稿，强调以成本加成定价方法严控药价虚高，并明文规定了化学药、生物药等各种药品类别的销售利润率和期间费用率，这在此前并未有过先例，该办法也引发了市场的地震，造成医药股的大跌。

但我们坚持认为：医价高企的问题是真个医药体制的问题，仅从生产环节去下药是难以治本的。过去我们也多次推出降药价的政策，但效果也并不好。成本加成定价固然可以在短期发挥一定作用，但医药企业的成本本来就难以统计，真正落实存在一定困难。

所以我们预计明年可能会推出的新版《药品价格管理办法》不一定会有之前所传递出的程度，政府对于药价的控制，范围应当是以虚高的品种为主，并且循序批次进行调整。而行业自身的增长有能力消化其部分影响，同时药价政策的导向性将使医药企业更加注重新药的研发，起到促进产业升级调整的作用。

四、2011 年投资策略：四条逻辑主线

一、受益政策推动，业绩高增长

考虑到生物行业振兴规划的推出，我们看好受国家政策支持的生物医药行业，其中特别是动物疫苗行业和血筛市场是两个。

我国目前动物防疫水平低，基层动物防疫机制不健全，不能开展必要的预防诊断和检测工作，很难落实防疫的国家指导要求。一旦疫情爆发，会给养殖户造成重大的经济损失。近年来国家推出了一系列建设动物防疫体系相关的政策，促使兽药疫苗行业高速增长。

目前，农业部兽医局制定的一二三类动物疫病共有 157 种，但 2010 年的强制免疫疫病只有五种，近年来每隔一到两年就有一种新疫病加入国家强制免疫范围，而一旦加入强制免疫范围，就意味着市场将有爆发性的增长。我们预计：随着新疫病疫情的不断爆发，未来几年国家扩大强制免疫范围的可能性较大。

表 1: 国家动物防疫体系建设相关政策

政策名称	时间	主要内容
《国家突发重大动物疫情应急预案》	2006	动物疫情划分为特别重大（Ⅰ级）、重大（Ⅱ级）、较大（Ⅲ级）和一般（Ⅳ级）四级。
《全国动物防疫体系建设规划（2004-2008 年）》	2006	分析了我国动物防疫体系现状，确定未来的建设方向和具体的措施，分配体系建设经费。
《中华人民共和国动物防疫法》	2007	规范国内动物疾病控制和扑灭、动物检疫制度、动物防疫监督的基本法律法规。
《关于开展全国动物防疫体系建设项目（2004-2009 年）检查和总结的通知》	2010	全面总结全国动物防疫体系建设规划成效、经验和做法，进一步做好《规划(2009-2013)》的计划准备。

资料来源：农业部、宏源证券

另外，今年 3 月国家推行的血站核酸检测试点工作目前已进入检测和评估阶段，预计明年将在部分省市陆续铺开，而 2012 年在全国范围内实行将成为大概率事件。对于这一市场，大家已经期望了很久，国内诊断试剂上市公司科华生物、达安基因都已经有了相应的产品做好了准备，总市场规模预计可达 10 亿元以上，给相关上市公司带来爆发性的增长。

推荐公司：中牧股份、科华生物

二、并购重组仍将是市场持续的投资热点

在去年的策略报告中我们就曾经提到，医药行业的并购重组孕育着重大的投资机会。我国制药企业集中度太低，我国有 7000 家医药制造企业，13000 多家医药批发企业，14000 家医疗器械制造企业，但行业集中度非常低，医药制造企业 CR3 仅有 5.19%，远低于世界前三强 16.38% 的市场占有率。流通环节最大的三家企业国药、上药和九州通也只占市场的 20% 左右。而美国的 CR3 接近 90%。

过去由于药价利润较高，地方保护主义盛行，行业竞争手段复杂，没有效率和创新性的小型医药企业也往往有办法存活下来，甚至活的比较滋润。但未来这一局面必将逐渐改变。

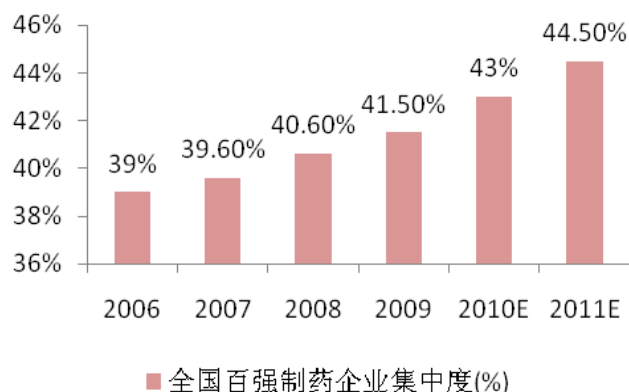
从国家规划思路看，解决行业集中度低已成为工作重点，今年出台的《全国药品流通行业发展十二五规划纲要（征求意见稿）》中明确提出：到 2015 年，通过鼓励支持企业兼并重组和充分市场竞争，培育 1~2 家年销售额过千亿元的跨地区全国性的大型医药商业集团；20 家年销售过百亿元的区域性大型医药企业。

今年，也是行业标准大幅调高的一年，随着《制药行业水污染排放标准》和新 GMP 标准的执行以及新版《中国药典》的公布，行业的壁垒及成本的压力大幅增加，中小企业的生存空间将被进一步压缩，预计至少有超过 10% 的企业被迫退出市场。

并购是产业集中度提高的最快捷、最主流的路径。2009 年 1 月，国务院发布《国务院国资委五年回顾》，表示将通过联合重组，使央企减少到 80-100 家，并形成一批主业突出、业绩优良，拥有自主知识产权和知名品牌，有较强国际竞争力的大企业大集团。借助政府的推手，同时借助新医改的契机，几大医药央企国药、上药、中生、北药的先后完成了并购整合。

近两年，国际医药企业之间的并购重组也是屡见不鲜，医药巨头通过并购重组降低运营成本，开发新药或者进入新兴领域和市场。随着专利药逐渐到期，医药巨头们也开始重视仿制药的市场，这使得在中国的竞争日益激烈。本土企业迫切需要通过大规模的联合与兼并，扩大市场份额，降低成本，提高竞争力。我们预计，行业集中度将会逐渐提高，到 2011E，全国百强制药企业集中度将达到 44.5% 的水平。

图 33: 全国百强制药企业市场集中度变化



资料来源: SFDA 南方所、宏源证券

推荐公司: 天方药业、天坛生物

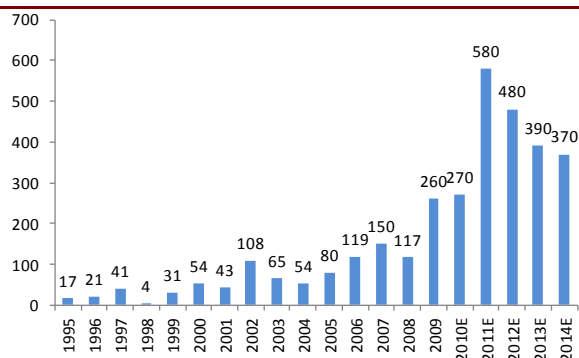
三、专利药到期引发产业升级

未来 5 年，共有销售额超过 1400 亿美元药品的专利将到期，而明年将是一个其中高峰，有市场总额 577 亿美元的专利药将不再受专利保护，其中不乏阿托伐他汀、硫酸氢氯吡格雷这种销售额接近百亿的明星品种，这将是一块巨大的蛋糕。

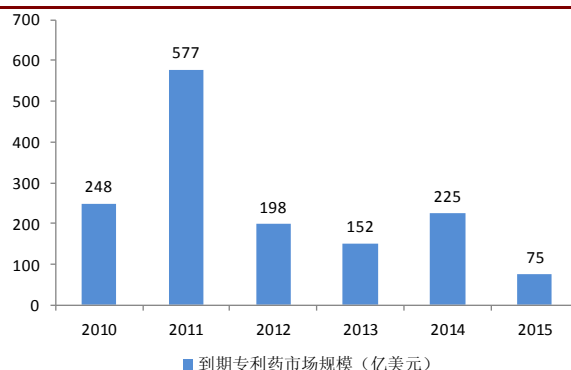
表 2: 2011 年即将到期的专利药

通用药名	品牌药名	原研厂商	药品种类	专利到期时间	市场规模(亿美元)
拉坦前列素	适利达	辉瑞	抗青光眼病	2011.3	17.37
盐酸普拉克索	森福罗	勃林格殷格翰	抗帕金森病	2011.3	11.52
醋酸戈舍瑞林	诺雷得	阿斯利康	抗肿瘤	2011.11	10.86
硫酸氢氯吡格雷	波利维	赛诺菲-安万特	抗血栓	2011.1	99.19
吡格列酮	艾可拓	武田制药	抗糖尿病	2011.1	40
阿托伐他汀	立普妥	辉瑞	降血脂	2011	114.34
奥氮平	再普乐	礼来	抗精神分裂症	2011	49.16
氟替卡松+沙美特罗	舒悦泰	葛兰素史克	抗哮喘	2011	79.43
西地那非	万艾可	辉瑞	抗勃起障碍	2011	18.92

资料来源: 宏源证券

图 34: 专利药物到期数量


资料来源: 宏源证券

图 35: 将到期的专利药物市场规模


资料来源: 宏源证券

新药研发的难度越来越大,研发投入与产出的比例不断下降,国际专利药厂因而也开始重视仿制药市场,纷纷自建或并购公司经营仿制药,或者通过生产外包(CMO)的方式,将原料(API)甚至仿制药的生产转移到发展中国家来,以节约成本。

在这样的局势下,有准备的中国药企可以通过合同生产、自主申报等方式,参与到这一市场中进行竞争。我们说先发优势非常重要,越是早的进入这些刚刚解禁的市场,建立市场竞争优势,带来的收益也就越大。

印度是我国的主要竞争对手。其仿制药出口 2000 年已达到了 16 亿美元的规模。09 年印度申请 ANDA 文号及 DMF 注册的数量均居世界首位,远超我国。但我国仿制药发展也有自身的优势:实力较弱而比较容易同国际巨头开展合作关系,工业基础及投资环境好。

目前,国内从事原料药出口的药企很多,不少企业都具有产业升级的潜质。恒瑞医药走的是创新药之路,未来有望以创新药登陆欧美高端市场,走一条向专利药产业升级的发展道路。海正药业是国内原料药厂商产业升级的典范,而今在制剂出口的机会面前,也已经走在前面,免疫抑制剂他克莫司已经在欧洲上市,并且是首仿,给公司带来了可观的收益,未来有望在制剂出口中享受高速增长。华海药业是国内唯一一家已通过 FDA 制剂认证的药企,并在 2010 年又通过了 FDA 的复审,目前也积累了多个 ANDA 文号,未来两年有望在 CMO 领域取得突破性进展。

我们坚信,未来通用名药广阔的市场空间,对我国医药企业是千载难逢的时机。中国医药企业不可能满足于现有低端供应商的地位,必将走产业升级的道路,随之而来的将是业绩的“爆炸式”增长。

推荐公司: 华海药业、海正药业

四、拐点性公司, 业绩爆发在即

我们推荐大家关注那些原本并不为大家看好,但经过管理、营销变革或者某些突发性此刺激,将使公司业绩尤其短期业绩爆发的上市公司,有望成为明年的黑马股。

推荐公司: 上海凯宝、康恩贝

另外，我们认为医药股的投资，绝大部分是以时间换空间，行业的内生增长使大部分医药股都具备长期的投资价值，而医药白马股，如恒瑞医药、康美药业、鱼跃医疗等，即有稳定增长，又有较强的抗击政策及市场风险的能力，同时还受益于行业集中度提高等，可谓：攻守兼备，推荐长期持有。

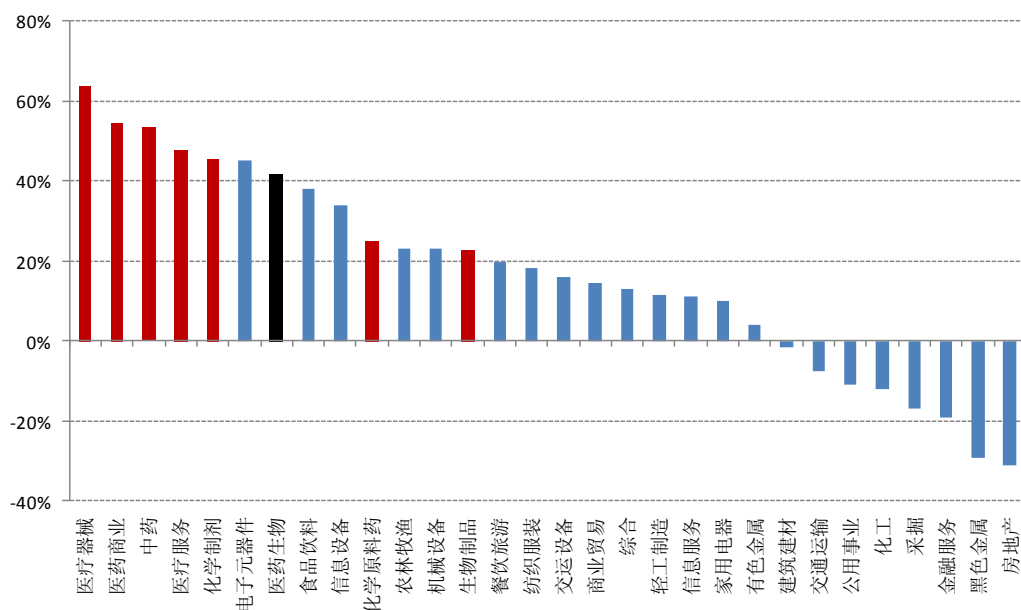
过去几年，医药股出现了多支“tenbagger”，说明这个行业蕴含的机会非常之多，从企业成长期介入，到企业成熟期时必然获得丰厚的回报。投资者应当用更长的时间窗口来配置医药股。

五、估值分析及投资标的

一、绝对估值合理、相对估值较高

过去 1 年，全球经济继续从金融危机的泥沼中复苏，国内经济也基本实现了软着陆，但地产行业的调控和流动性泛滥引发的通胀仍然使经济又面临滞涨的风险，作为经济的晴雨表，A 股也在困难中前行，基本在 2300—3200 点之间震荡。医药板块在内生增长及政策推动下，取得了涨幅 49.10% 的成绩，居各行业之首，而同期大盘下跌了 6.78%。各子行业中，除了化学原料药及生物制品行业外，其他涨幅均超过 40%。

图 36：过去 1 年各板块指数涨跌幅（截止 10 年 11 月 25 日）



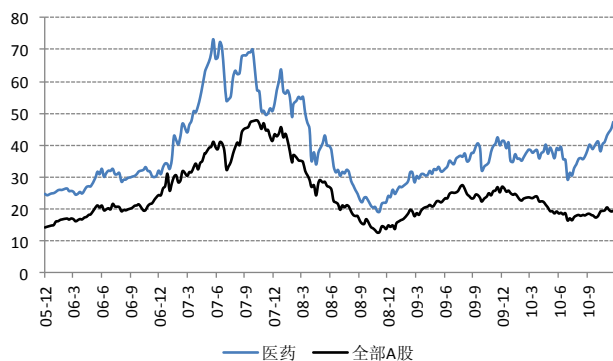
资料来源：Wind、宏源证券

从行业 PE 来看，从 2009 年 8 月开始，全部 A 股的 PE 水平都处于下降趋势，但是医药生物板块 PE 基本稳定，10 年 5 月受中观政策影响，曾出现了一定的风险，但之后很快突破了前期水平，目前已达到 09 年 52.96X、10 年 41.65X 的水平。相对于全部 A 股的溢价率已达到 144%，处于 5 年来历史最高位，远高于 57% 的平均水平。

超高的估值溢价率医药板块使得风险较大，但是从医药板块自身的绝对 PE 来看，仍处于中等水平，而且由于行业的高增长，随着估值的下移，医药股的估值将更趋合理，11 年随着医改的深入，医药股仍蕴含较大的机会。

医药行业还有十年甚至更长时间的高速增长期,应用更长远的眼光来看待医药行业的投资,短期的政策因素、估值因素都不应当成为彻底抛弃医药股的理由,板块恐慌下跌的时候,就是中长期投资绝好的时机。

图 37: 全部 A 股和医药生物 PE 比较 (ttm,整体法)



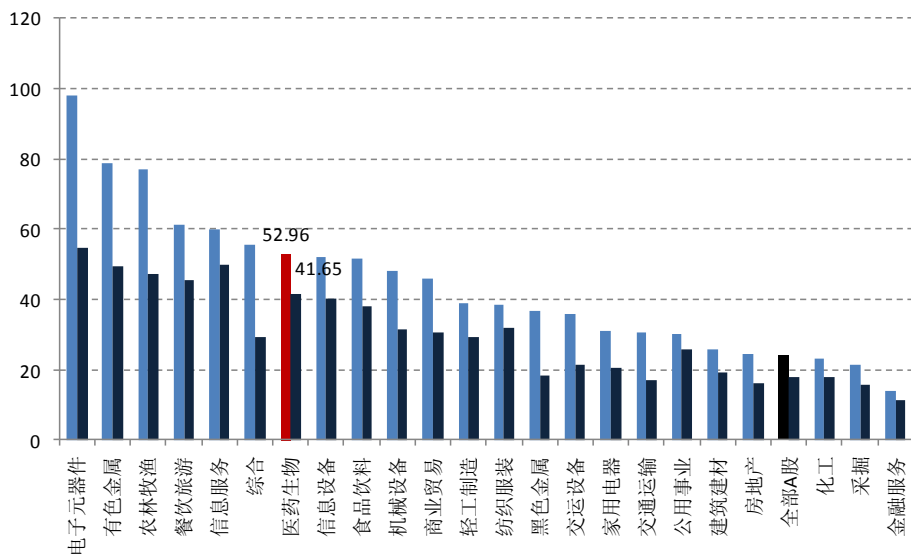
资料来源: Wind、宏源证券

图 38: 医药生物相对全部 A 股的 PE 溢价率 (ttm,整体法)



资料来源: Wind、宏源证券

图 39: A 股市场行业估值对比



资料来源: Wind、宏源证券

二、投资标的

1、中牧股份 (600195): 动物疫苗龙头, 受益政策

(1) 国家关注疫情、加大对动物疫情防控资金投入, 2006-2008 年动物防疫建设费用与 2004-2006 年同比增长 77%。未来有更多的疫病纳入国家强制免疫范围, 行业保持高景气。

(2) 保山厂收购交接工作即将结束, 未来公司口蹄疫疫苗业务的优势得到强化。子公司乾元浩准备收购南京梅里亚, 乾元浩禽流感疫苗竞争力将得到提升。预计将拉动禽流感疫苗、口蹄疫疫苗分别保持 30%、8%以上的快速增长。公司 A 型口蹄疫有望在 1~2

年内获批生产，公司成为最先获得生产许可的企业之一，每年带来约一个亿的收入。

(3) 公司毛利率高的合成肽口蹄疫疫苗和猪蓝耳弱毒苗的销售（猪蓝耳弱毒苗保持 1.3-1.4 元/头份，灭活苗 0.5-0.6 元/头份）增加，成今年看点。明年公司在研的新型口蹄疫合成肽疫苗、新获批生产的狂犬疫苗有望投放市场成疫苗业务新亮点。

预测 2010 年暂不考虑 A 型口蹄疫的贡献，生物制品将增长 17%，兽药将增长 8%，饲料将增长 8.5%，营业收入将增长 12.9%，净利润将增长 39.98%，预测 2010~2011 年 EPS 分别为 0.82、1.06、1.19 元，估值较低。考虑到公司行业龙头地位可以享受一定的估值溢价，给予 40 倍 PE，目标价 40，维持“买入”评级。

2、科华生物 (002022): “血筛”市场，整装待发

(1) 从统计来看，我国 HBV 酶免漏检率严重偏高，核酸检测势在必行。今年 3 月国家推行的血站核酸检测试点工作目前已进入检测和评估阶段，预示 11-12 年血筛市场有望在全国正式铺开。

(2) 如果“血筛市场”全面铺开，带来的增量市场有望达到 10 亿元，

从市场竞争对手来看，国内厂商有科华生物、达安基因、浩元生物等，国外有罗氏。目前罗氏已经拿到 3 联检测试剂的批文；科华的三联诊断试剂也已经通过了审批，公司血筛用三联试剂盒已经完成审批，预计很快将获得批文。国内诊断试剂龙头和最早从事血筛的企业，公司具有较好的市场基础，同时国产诊断试剂相比进口产品，仍有较大的价格优势，因此预计公司有望获得 30% 左右的市场份额。

(3) 受益医改新政策，今年前三季度，自产仪器和代理仪器的销售收入同比大幅增长，推动公司收入、净利润分别同比增长 28.56%、24.19%。乙肝招工体检政策的出台曾导致公司 1 季度增速下降，但从二、三季度来看，对公司的影响已经渐小。

预计未来随着医改政策的推进，基层需求将持续释放，仪器销售收入高增长有望持续。另外“血筛”市场的开放将给公司 11-12 年带来 2000w，8000w 的利润，增厚 EPS 分别 0.04 元，0.16 元。预计 2010~2012 年 EPS 分别为 0.50、0.63、0.90 元，我们看好公司在生物诊断领域的研发实力与市场能力，按照 11 年 40X PE，目标价 25 元，维持“买入”评级。

3、天方药业 (600253): 央企并购重组概念

(1) 通用技术集团是中央直接管理的 54 家特大型企业集团之一，2008 年入主天方集团后，公司不但财务结构极大改善，基本面也向好发展，2010 年初成功扭亏摘帽。

(2) 通用技术集团 2008 年承诺 3-5 年注入天方集团 30 亿元，而截至目前仅注入 5 亿元，2010 年 4 月，天方药业发布定向增发预案，投资的 4 个项目中去甲金霉素和维生素 B3、K3 项目前景看好，去甲金霉素的下游有重磅产品，而原料国内只有华北制药生产；维 B3、K3 将借助通用技术集团的力量，打开出口市场。2012 年 4 个项目可贡献净利润 4.61 亿元，则 2012 年 EPS 可达 0.89 元，对应当前 PE 估值仅 11 倍。

(3) 通用技术集团旗下还有不少医药类公司，未来继续进行资产注入的可能性很大。

预计 2010~2012 年 EPS 分别为 0.16、0.30、0.89 元，对应当前估值不低，但我们看好通用技术集团的资本运作能力，以及资产注入对估值的提升，同时公司的业绩弹性大，按照 11 年 50X PE，目标价 15 元，维持“买入”评级。

4、天坛生物（600161）：资产注入预期

（1）根据 08 年卫生部印发的《扩大国家免疫规划实施方案》，从原有的 6 苗 7 病扩大到现在的 14 苗 15 病，计划免疫市场迅速扩容。公司作为国内疫苗行业的国家队，是国家免疫规划疫苗生产基地，可以生产国家免疫规划中 14 种的绝大部分。I 类免疫疫苗如乙肝疫苗，麻腮风三联疫苗等仍有较大的需求缺口，市场增长空间仍很大。

（2）公司合并了成都蓉生之后，对血液制品业务进行了整合，发挥了规模优势，血浆量大幅增加，预计 10 年血浆量将超过 300 吨；同时血制品行业的高景气也推动公司血制品价格上升，2010 年中报血制品业务同比增长超过 30%。毛利率提高了近 4 个百分点，有利的推动了公司业绩增长。

（3）我们认为公司的最大看点在于资产注入，即中生集团将下属的六家生物所等优质资产注入上市公司，给公司业绩带来大幅增长。同时，公司新申报的 β -干扰素项目也有望在 2012 年给公司贡献利润。

不考虑资产注入，我们预计 2010~2012 年 EPS 分别为 0.53、0.67、0.80 元。按照 11 年 40X PE，目标价 27 元，给予增持评级。

5、华海药业（600521）：产业升级即将收获

（1）公司是最大的普利类、沙坦类原料药生产商，生产工艺成熟，市场占有率领先，虽然近年来随着仿制药竞争激烈，原料药毛利率下降，但销量的放量弥补了业绩的下滑。10-14 年陆续有 200 亿美元规模的沙坦类专利药到期，仿制药市场有望快速放量，公司的原料药有望进入规范市场，从而快速放量。10 年氯沙坦到期，公司已经成为五家仿制药企业的首席供应商，销量有望继续快速增长。毛利率在 10 年下半年也有望回升。

（2）2007 年，公司抗艾药奈韦拉平片通过美国 FDA 认证，是国内首个通过 FDA 的仿制药。公司通过自助申请和收购的方式获得 ANDA 文号 3 个，并且另有十几个文号在申请中，明年有望有重大斩获。另一方面，公司同默克、诺华等原研厂商有较长时间的合作基础，未来承接转移生产的可能性极大。所以在制剂出口上，公司走在国内原料厂商的前列。

（3）2009 年实现出口制剂第一单，300 多万元，但公司优势品种沙坦类由于缺少文号，尚无法合作生产。未来公司 CMO 这块是很大的市场，预计 11-12 年，公司在制剂出口上会有爆发性的增长。

我们预计沙坦类原料药 11 年大幅放量，价格基本维持，毛利率水平略有提升，预计公司 10-12 年 EPS 为 0.43、0.60、0.73，按照 11 年 40X PE，目标价 24 元，给予买入评级。

6、海正药业（600267）：成功转型，制剂出口机会多多

(1) 公司率先完成了原料药向制剂的升级, 07 年以来, 受国内制剂业务的推动, 公司业绩持续高增长。目前公司的他克莫司胶囊已经作为首仿药在欧洲成功的上市, 未来 3 年公司计划将获得 30 中固体口服制剂 ANDA 文号, 10-15 个注射剂文号, 并有 4-5 个仿制药争取获得首仿资格。在制剂出口的浪潮中, 公司面临着巨大的机遇。

(2) 公司拥有很好的研发能力和经验, 目前每年研发费用占销售收入的比重在 9%, 处于业内领先水平。强大的研发能力保证公司可以多线出击, 实现多个品种的上市, 并积极挑战专利药到期的首仿品种。同时公司同国外巨头有良好的合作关系, 将通过合作开发等方式加快国际化的步伐。

(3) 国内制剂业务是目前现金流的主要贡献业务, 毛利率高, 今年公司加大了营销力度, 改善这一薄弱环节, 加速制剂业务的增长。

预计 10 年-12 年 EPS 为 0.73, 0.95, 1.30, 考虑到国内制剂的增长可能超预期以及产业升级的巨大增长潜力, 按照 11 年 55X PE, 目标价 52 元, 给予增持评级。

7、上海凯宝 (300039): 产能大幅增加, 业绩爆发

(1) 独家品种痰热清注射液疗效好, 不良反应率低, 市场需求迅速增加, 已成为清热解毒类中药注射剂市场的领头羊, 市场份额超过 22%。2009 年由于产能受限, 增速下降到了 18%。

(2) 公司募投项目从 2009 年起扩建痰热清注射液生产线, 从目前的 1610 万支增加 4500 万支, 产能扩大近 3 倍, 新生产线目前已经投产, 预计 2011 产量可达 3300 万支, 对应收入增长率 34%。

(3) 公司一贯采用费用率较高的预算制临床学术推广的营销模式, 销售费用率很高。2010 年公司在扩大销售的同时控制费用率, 销售利润率以及财务费用率的下降使得公司净利润率提高到 24.18%, 业绩也大幅超预期, 未来费用控制的效果将继续显现。

假设痰热清注射液 10-12 年收入增速分别为: 31.67%、32.97%、20.39%, 不考虑其他产品的贡献, 预计公司 10-12 年 EPS 为 0.88、1.18、1.57, 按照 11 年 55X PE, 目标价 65 元, 给予买入评级。

8、康恩贝 (600572): 管理改革扭转颓势

(1) 康恩贝有多达 49 个品种入选, 其中前列康普乐安片/胶囊对公司业绩贡献最大, 零售价上调了 10%, 09 年收入达 3 个亿。目前康恩贝的在这个市场份额有 60%, 但前列腺病是高发病, 市场潜力仍非常之大, 预计 2011 年普乐安片仍维持高速增长, 增速高于 60%。

(2) 公司 10 年开始了大刀阔斧的管理改革, 建立全新的组织架构, 建立专业化的营销模式及销售队伍, 大幅扭转了 06 年以来业绩徘徊不前的局面。同时聘请了新的销售总经理, 大规模扩大了销售队伍, 目前植物药销售人员已经扩充到 600 人, 未来计划扩充到 2000 人。

(3) 大股东康恩贝集团承诺 2012 年底前注入包括浙江康恩贝中药公司在内的有关药

业资产，避免同业竞争。待注入的资产目前净利润不足 2000 万，对公司业绩影响不大，但注入公司之后，有望发挥协同作用，提升价值。

预计注入资产增厚公司 12 年 EPS 0.10 元。盈利预测：公司 10-12 年 EPS 为 0.51、0.66、0.85，按照 11 年 40X PE，目标价 27 元，给予买入评级。

分析师简介:

吴 洋: 宏源证券研究所医药行业研究员, 中国人民银行研究生部硕士, 2010 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 天方药业、中牧股份、上海凯宝等

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张璐 010-88085978 13801356800 zhangjun3@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	赵佳 010-88085511 zhaojia@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085279 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5 %
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。