

医药黄金十年启动，细分市场机会各现

2011年医药行业投资策略

核心观点

1. 医药行业发展的黄金十年已经启动。我们预计2011年行业继续保持稳定增长的趋势，收入增速保持在25%以上，利润增速保持在30%左右。据IMS预测2011年中国药品市场规模将达到500亿美元，成为全球第三大医疗消费市场。

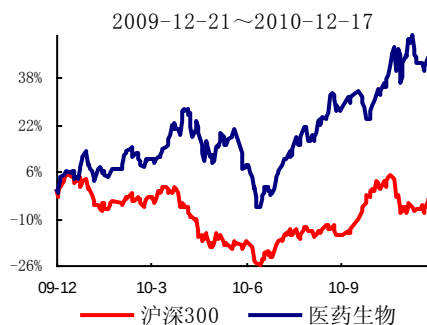
2. 细分市场机会各现。1) 2010年是新医改实施的第二年，政府加大医疗费用投入推动基层用药市场持续扩容。2009年第三终端的销售已经达到1014亿元，同比增长26.7%。与基层用药相配套的基本药物制度也在逐步完善，基本药物放量的时期即将来临。2) 人口老龄化进程加快、疾病谱演变、医疗保障水平提高等因素将持续推动专科用药市场增长，各种慢性疾病用药仍有较大的增长空间。国内部分研发领先的专科药生产企业，有充足的产品储备。3) 从2011年开始，大量专利药物将失去保护，仿制药市场将迎来较大的发展机遇。4) 《全国药品流通行业发展规划纲要(2011-2015年)》将在明年正式发布。我们预计明年商业并购将更加频繁，行业集中度将继续提升。

3. 行业估值合理，长期价值显著。2011年行业核心个股动态PE在30倍左右。按照我们预计2011年30%的行业利润增速测算，当前医药行业核心估值水平仍在合理的范围。从长期投资的角度来看，未来十年将是中国医药行业的黄金十年，行业依靠稳定的成长性不断化解估值压力，因此医药股仍具有明显的长期投资价值。

4. 行业投资策略：创新、升级与并购。展望2011年医药行业的投资机会，我们认为各细分行业都面临一定的机遇。结合各细分行业的特点我们总结出以下四点。第一，具有较强渠道创新能力和成本控制力，能迅速打开并占领第三终端市场的企业，如康芝药业。第二，具有较强研究和产品创新能力，拥有丰富专科用药产品储备和较强营销能力的企业，如恒瑞医药和誉衡药业。第三，具有较强仿制创新能力和国际认证能力，逐步实现产业升级转型的原料药企业，如海翔药业。第四，对外并购积极性较高同时具备一定资金实力的区域商业龙头企业，如英特集团。

5. 重点公司推荐：从第三终端扩容的角度考虑，推荐康芝药业(300086)和科伦药业(002422)。从专科用药市场持续增长和国家政策扶持的角度考虑，推荐誉衡药业(002437)、恒瑞医药(600276)、华东医药(000963)和天士力(600535)。从产业升级的角度考虑，推荐海翔药业(002099)。从商业并购趋势加快的角度考虑，推荐英特集团(000411)。从中药消费品化的角度考虑，推荐云南白药(000538)。

行业表现对比图



相关报告

- 1.《国都证券-公司研究-公司点评-誉衡药业(002437):产品梯队不断丰富,高成长值得期待》 2010-11-09
- 2.《国都证券-公司研究-投资价值分析-海翔药业(002099):调整产品结构,分享全球生产转移盛宴》 2010-06-21
- 3.《国都证券-公司研究-公司点评-天士力(600535):十年一剑、意义深远》 2010-08-09

研究员:徐昊

电话: 010-84183363

Email: xuhao@guodu.com

执业证书编号: S0940210060003

联系人:潘蕾

电话: 010-84183157

Email: panlei@guodu.com

重点公司

简称	代码	股价	EPS(元)			P/E			P/B	评级
			09A	10E	11E	09A	10E	11E		
誉衡药业	002437	82.58	0.93	1.31	1.96	89	63	42	5.69	推荐-A
海翔药业	002099	27.05	0.19	0.61	0.84	143	45	32	7.01	推荐-A
天士力	600535	41.08	0.65	0.93	1.23	63	44	33	9.33	推荐-A
康芝药业	300086	86.75	0.98	1.40	2.15	89	62	40	4.88	推荐-A
恒瑞医药	600276	55.50	0.89	1.07	1.27	62	52	44	12.94	推荐-A
云南白药	000538	62.13	0.87	1.31	1.75	71	48	35	10.42	强烈推荐-A

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

1. 行业发展动态及预测	4
1.1 行业保持快速增长趋势	4
1.2 黄金十年开始，稳定增长预期不变	5
2. 细分市场机会各现	6
2.1 新医改推动第三终端扩容，基本药物放量在即	6
2.2 专科用药继续领跑医院市场，看好创新型企业	10
2.3 原料药市场回暖，产业升级进行中	13
2.4 政策推动医药商业企业并购加快	14
3. 行业估值合理，长期价值显著	15
4. 行业投资策略：创新、升级与并购	17
4.1 创新渠道，降低成本占据第三终端市场	17
4.2 创新品种是未来成长的保证	17
4.3 选择产业升级转型的典范	18
4.4 商业整合速度加快，选择商业龙头	18
5. 重点公司推荐	19

图表目录

图 1: 各子行业不同阶段收入增长率	4
图 2: 各子行业不同阶段利润增长率	4
图 3: 2007 年各国人均医疗费用支出	5
图 4: 2007 年各国卫生支出占 GDP 比例	5
图 5: 政府卫生支出占财政支出比重提升	6
图 6: 个人卫生支出比例持续下降	6
图 7: 城镇居民、职工基本医疗保险和新农合情况	6
图 8: 新农合参合率和新农合基金支出情况	6
图 9: 04-09 年社区卫生服务中心（站）诊疗人次变化	7
图 10: 04-09 年医院诊疗人次变化	7
图 11: 04-09 年社区卫生服务中心（站）住院人次变化	7
图 12: 04-09 年医院住院人次变化	7
图 13: 第三终端销售额变化趋势	8
图 14: 2009 年社区卫生服务中心的收入构成	9
图 15: 2009 年乡镇卫生院的收入构成	9
图 16: 医院市场增长预测	10
图 17: 国内老龄化人口比例逐年提升	11
图 18: 1993-2008 年五种慢性疾病的患病率（‰）	11
图 19: 93-08 年城市与农村慢性疾病的患病率（‰）	11
图 20 全国抗肿瘤药物市场增长	12
图 21: 全国抗血栓药物市场增长	12
图 22 全国抗类风湿关节炎药物市场增长	12
图 23: 全国糖尿病药物市场增长	12
图 24: 三种靶向抗肿瘤药物在样本医院市场的增长情况	12
图 25: 各国医药行业研发费用占工业产值比例	13
图 26: 2002-2008 年全国医药行业研发投入	13
图 27: 2004 年-2010 年前 8 月原料类药品出口额	13
图 28: 专利到期药物市场规模（亿美元）	14
图 29: 全球合同生产和合同研究的市场规模	14
图 30: 医药商业集中度逐年提高	14
图 31: 04-09 年全国商业毛利率，费用率和利润率变化	14
图 32: 2010 年 1 月 4 日-11 月 30 日生物医药指数和上证指数涨幅	15
图 33: 2010 年 1 月 4 日-11 月 30 日申万一级行业涨幅排名	15
图 34: 2010 年 1 月至 11 月上证指数、生物医药生物指数月涨幅及涨幅差	16
图 35: 2004 年 12 月至 2010 年 12 月大盘估值水平、医药行业估值水平及相对溢价率	16
图 36: 国外愿意实施生产转移的企业比例	18
图 37: 国内合同定制生产规模预测（亿美元）	18
表 1: 2009 年-2010 年分阶段医药制造业收入和利润增速	4
表 2: 2010 年 1-8 月医药工业各子行业运行情况	4
表 3: IMS 对 2011 年世界药品市场的预测	5
表 4: 2010 年部分省市新农合目标规划	6
表 5: 2002 年-2010 年中期部分抗生素品种的产量变化（单位：万支、粒）	8
表 6: 各地增补基本药物目录的品种	9
表 7: 2009 年样本医院市场的用药	10
表 8: 重点推荐的专科药物上市公司	18

1. 行业发展动态及预测

1.1 行业保持快速增长趋势

2010 年 1-8 月份，医药制造业基本维持了 2009 年四季度以来的高增速态势，收入同比增速均在 20%以上，但由于去年同期基数较高，6-8 月行业增速与前期相比略有下降。参考历年前 8 月收入 and 利润占比，我们预计全年收入增长在 25%左右，利润增速在 32%左右。

表 1: 2009 年-2010 年分阶段医药制造业收入和利润增速

分类	09 年 6-8 月		09 年 9-11 月		10 年 1-2 月		10 年 3-5 月		10 年 6-8 月	
	收入 增速	利润 增速	收入 增速	利润 增速	收入 增速	利润 增速	收入 增速	利润 增速	收入 增速	利润 增速
医药制造业	17.5%	10.5%	29.4%	50.4%	28.4%	43.2%	29.3%	37.0%	24.9%	30.7%

资料来源：国家统计局、国都证券研究所

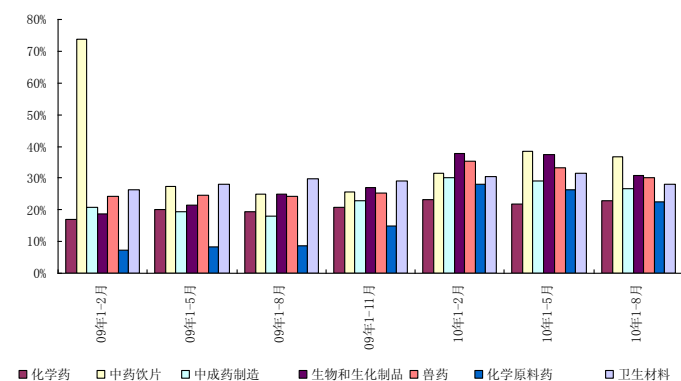
从各子行业增速来看，中药饮片、生物、生化制品和兽药行业增长较快，均超过 30%。化学原料药因为原料药出口景气回升，收入同比增长 22.46%。产品价格提升，使毛利率上升了 1.27 个百分点，带动利润增长 28.76%。化学药制剂收入和利润保持高速增长，随着基本药物招标在各地启动，化学制剂增长有望加快。中成药增长保持稳定，居民保健意识的提高以及国内对中药扶持长期支撑中成药行业的稳定成长。

表 2: 2010 年 1-8 月医药工业各子行业运行情况

分类	销售收入 (亿元)	销售收入 增速%	利润总额 (亿元)	利润总额 增速%	毛利率 (%)	去年同期 毛利率%
医药制造业	6976.15	25.69%	718.12	35.58%	30.41%	30.67%
化学药品制剂制造	2171.19	22.81%	242.49	31.24%	38.31%	37.55%
中药饮片加工	404.37	36.75%	32.26	73.79%	20.28%	21.01%
中成药制造	1457.87	26.53%	150.74	29.50%	34.55%	36.89%
生物、生化制品的制造	728.15	30.73%	105.94	57.13%	29.21%	30.86%
兽用药品制造	340.32	30.10%	30.14	38.65%	21.52%	22.95%
化学药品原药制造	1469.57	22.46%	123.37	28.76%	22.46%	21.19%
卫生材料及医药用品制造	404.68	28.05%	33.18	33.02%	21.73%	22.14%

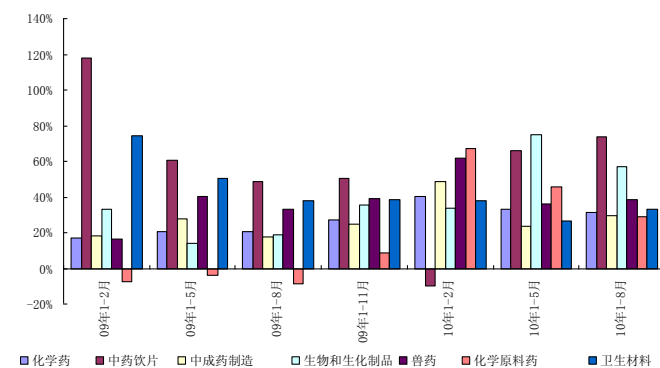
资料来源：统计局、国都证券研究所

图 1: 各子行业不同阶段收入增长率



资料来源：统计局、国都证券研究所

图 2: 各子行业不同阶段利润增长率



资料来源：统计局、国都证券研究所

1.2 黄金十年开始，稳定增长预期不变

医药行业发展的黄金十年已经启动，我们预计 2011 年行业继续保持稳定增长的趋势，收入增速保持在 25% 以上，利润增速保持在 30% 左右。据 IMS 预测 2011 年中国药品市场规模将达到 500 亿美元，成为全球第三大医疗消费市场。

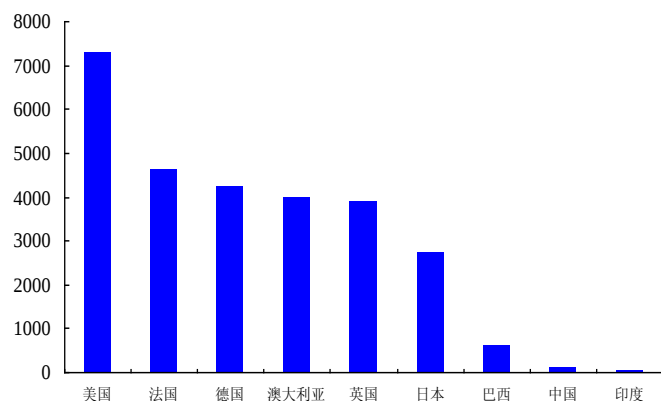
表 3: IMS 对 2011 年世界药品市场的预测

区域	2011 年规模 (亿美元)	增幅 (%)
全球	8800	5% ~ 7%
美国	3200 ~ 3300	3% ~ 5%
欧洲	-	1% ~ 3%
日本	-	5% ~ 8%
中国	500	25% ~ 27%
17 大新兴市场	1700 ~ 1800	15% ~ 17%

资料来源: IMS、国都证券研究所

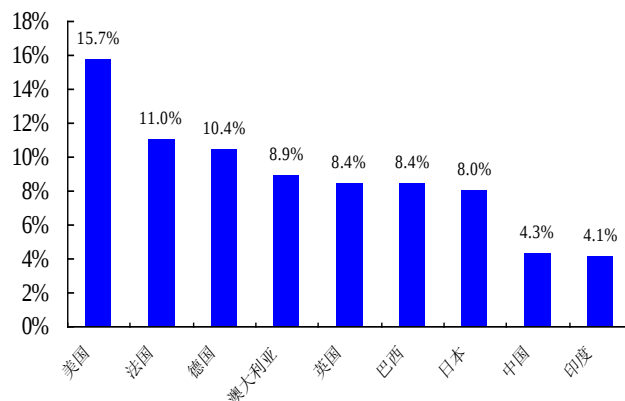
新医改的持续推动带来医药市场的整体扩容。中国医药产业迎来前所未有的发展机遇，2010 年至 2020 年将是中国医药行业的“黄金十年”。目前国内人均医疗消费水平仍处于初级阶段。2009 年国内人均医疗卫生支出仅为 146.6 美元，远低于世界平均水平。其根源在于政府投入的不足导致个人负担较重，医疗需求被长期压抑。

图 3: 2007 年各国人均医疗费用支出



资料来源: 卫生部、国都证券研究所

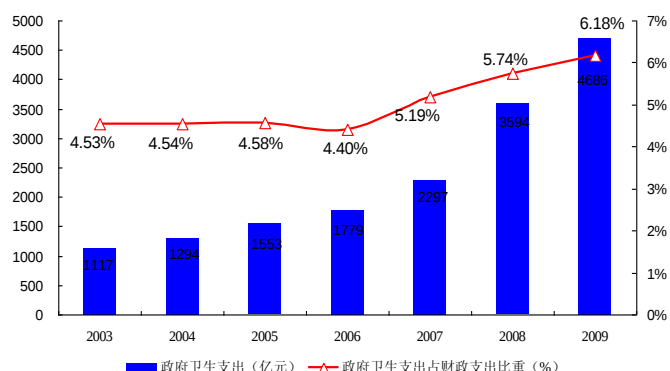
图 4: 2007 年各国卫生支出占 GDP 比例



资料来源: 卫生部、国都证券研究所

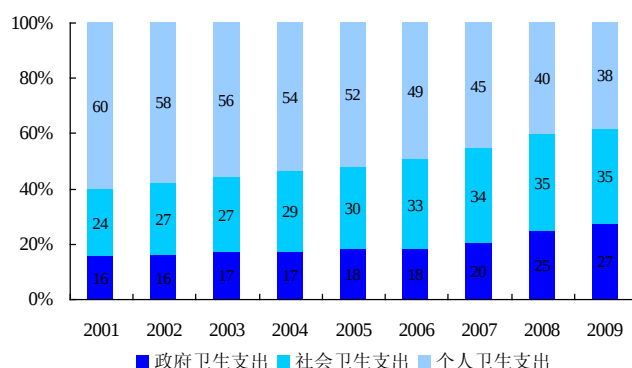
自 09 年新医改启动以来，政府已开始加大医疗领域的投入。2009 年政府卫生支出达到 4686 亿元，较 2008 年增长 30.38%，占财政支出比重提升至 6.18%。个人医疗支付比例下降，个人负担在减轻。2009 年个人支付比例下降至 38.20%。为改变人民“看病难、看病贵”的问题，我们预计未来几年政府对卫生支出仍将保持较快增长。随着政府投入加大和医疗保障体系的完善，不断释放的医疗需求将推动行业快速发展。

图 5: 政府卫生支出占财政支出比重提升



资料来源：卫生部、国都证券研究所

图 6: 个人卫生支出比例持续下降



资料来源：卫生部、国都证券研究所

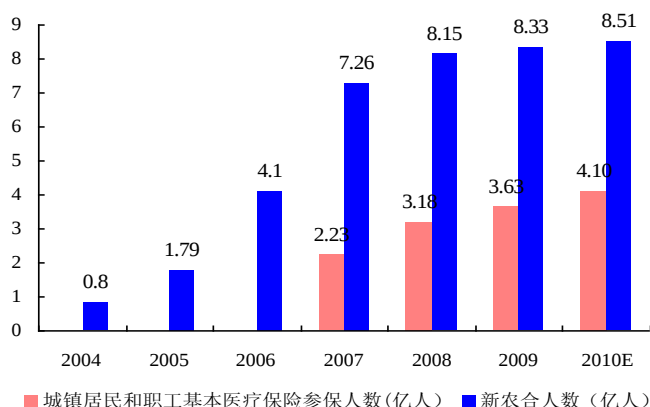
2. 细分市场机会各现

2.1 新医改推动第三终端扩容，基本药物放量在即

2010 年是新医改实施的第二年，重点在于扩大医疗保障范围和提高保障水平。4 月 20 日，国务院办公厅关于印发医药卫生体制五项重点改革 2010 年度主要工作安排的通知。通知明确提出：

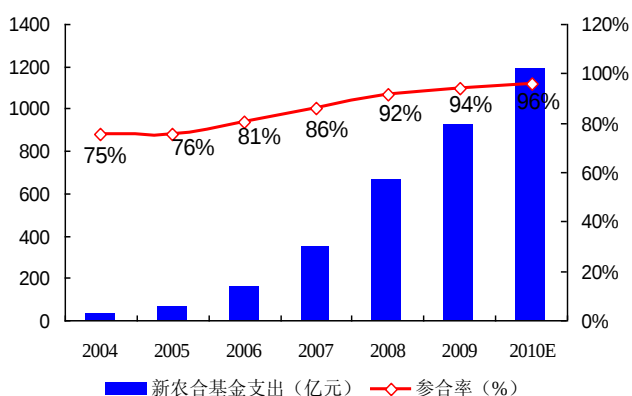
- 1) 扩大城镇职工基本医疗保险、城镇居民基本医疗保险覆盖面，参保人数达到 4.1 亿；
- 2) 巩固新农合覆盖面，参合率稳定在 90% 以上；
- 3) 各级政府对新农合和城镇居民医保补助标准提高到每人每年 120 元。门诊统筹和住院费用报销比例均有提高。

图 7: 城镇居民、职工基本医疗保险和新农合情况



资料来源：卫生部、国都证券研究所

图 8: 新农合参合率和新农合基金支出情况



资料来源：卫生部、国都证券研究所

表 4: 2010 年部分省市新农合目标规划

省份	2010 年	2009 年
广东省	人均筹资标准达到 150 元以上	参合率 97.5%，人均筹资 110 元
浙江省	人均筹资标准达到 185 元以上	参合率 92%，人均筹资达到 179 元
江苏省	人均筹资标准达到 150 元以上	参合率 95%，人均筹资 139 元

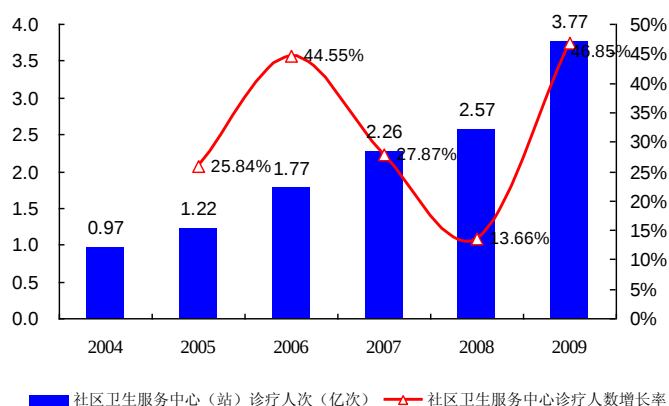
湖南省	人均筹资标准达到 120 元以上	参合率 91.22%，人均筹资 100 元
湖北省	人均筹资标准达到 150 元	参合率 94.4%，人均筹资 100 元
山东省	人均筹资标准达到 120 元以上	参合率 98.61%，人均筹资 100 元
黑龙江	参合率增加到 98%以上，人均筹资标准达到 150 元以上	参合率 94%，人均筹资 100 元

资料来源：卫生部、国都证券研究所

各级政府在提高新农合筹资标准的同时，适当提高个人缴费水平。2010 年新农合政策性住院费用报销比例达到 60%左右，较 2009 年再提高 5 个百分点。此外，城市居民的医疗支付水平也明显的提高。

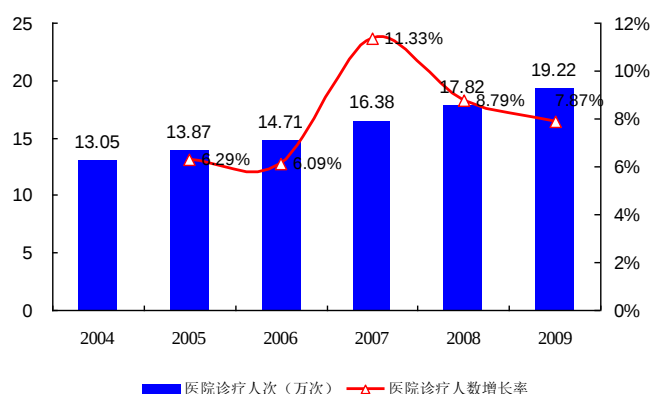
基层居民医保覆盖范围的扩大和保障水平的提高，激发了基层医疗需求的快速释放，基层医疗机构的就诊率和住院率迅速提高。2009 年全国各社区卫生服务中心的诊疗人次和住院人次分别达到 3.8 亿次和 225 万次，从 03 年至今，6 年复合增速分别达到 33%和 41%，远远高于城市医院诊疗和住院人次增长。

图 9：04-09 年社区卫生服务中心（站）诊疗人次变化



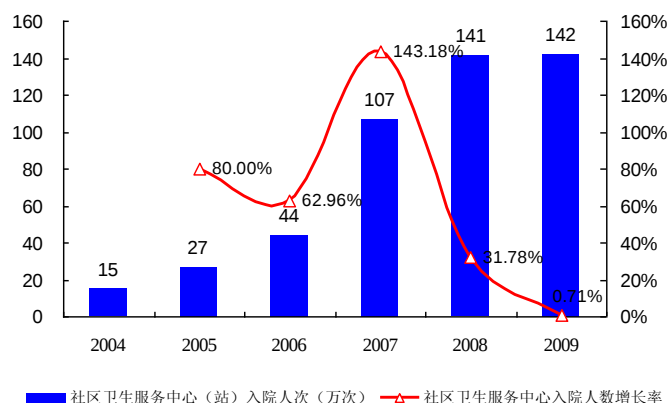
资料来源：卫生部、国都证券研究所

图 10：04-09 年医院诊疗人次变化



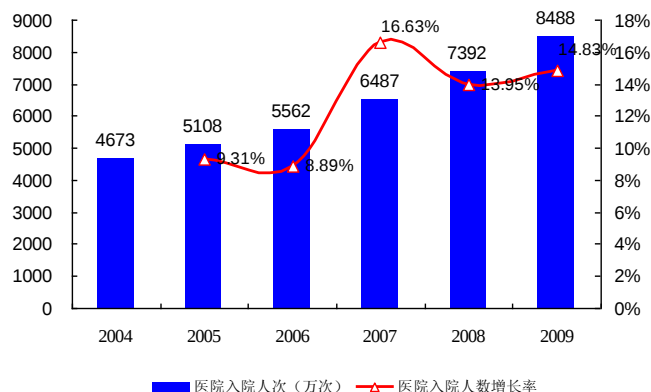
资料来源：卫生部、国都证券研究所

图 11：04-09 年社区卫生服务中心（站）住院人次变化



资料来源：卫生部、国都证券研究所

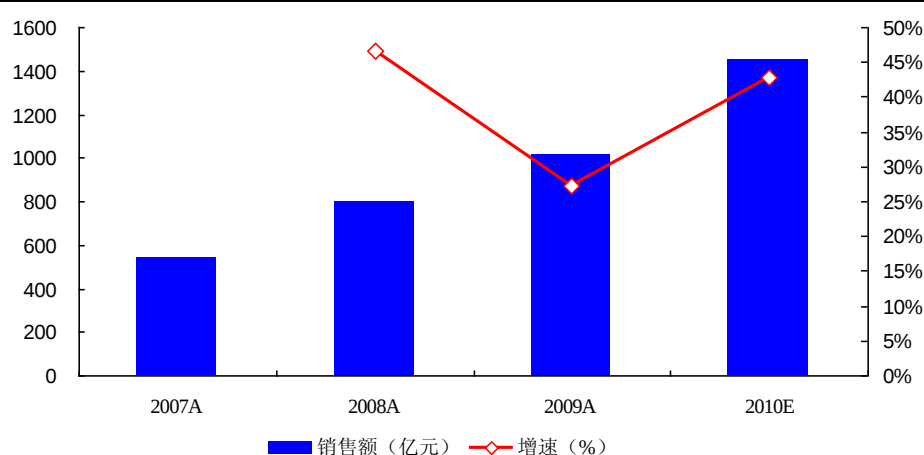
图 12：04-09 年医院住院人次变化



资料来源：卫生部、国都证券研究所

就诊率和住院率提升带动基层用药市场的持续扩容。根据 SFDA 南方所的统计，2009 年第三终端（社区诊所、城乡结合部诊所、乡镇卫生院和乡村诊所）的销售已经达到 1014 亿元，同比增长 26.7%。据南方所统计，2010 年上半年全国第三终端销售额为 679 亿元，预计全年规模为 1445 亿元，同比增长约 42.5%。

图 13: 第三终端销售额变化趋势



资料来源: SFDA 南方所、国都证券研究所

由于支付能力限制,第三终端的用药格局与城市医院有着较大的区别。截止 2009 年,农村人均医疗保健支出仅为 287.5 元,新农合的筹资标准也在 120 元左右,因此当前阶段的基层医疗仍以初级保障为主。体现在病种上,呼吸道感染、感冒发热等急性病例成为基层医院就诊的主要部分,也是近期年来增长较快的部分。从药品的价格结构来看,单价在 50 元以下品种更容易为基层患者所接受,成为基层用药的主导。09 年新农合补贴大幅提高,农民治疗的积极性被激发并带动抗生素等急性疾病用药快速放量。2010 年上半年,一些价格较低的抗生素品种在基层市场放量增长。

表 5: 2002 年-2010 年中期部分抗生素品种的产量变化 (单位: 万支、粒)

年份	80 万 U 青霉素钠	同比增速	0.5 氨苄西林钠	同比增速	0.25g 阿莫西林钠胶囊	同比增速
2002A	689375		208835		930724	
2003A	620358	-10.01%	188960	-9.52%	1359008	46.02%
2004A	618597	-0.28%	177283	-6.18%	1374409	1.13%
2005A	568083	-8.17%	170782	-3.67%	1832843	33.35%
2006A	404533	-28.79%	131261	-23.14%	1953261	6.57%
2007A	442295	9.33%	135658	3.35%	1902042	-2.62%
2008A	443092	0.18%	114176	-15.84%	2146502	12.85%
2009A	410000	-7.47%	110000	-3.66%	2200000	2.49%
2010H	254139	21.74%	67528	23.56%	1276398	16.15%

资料来源: SFDA 南方所、国都证券研究所

基本药物制度是政府指导基层用药的核心制度,药品只有进入基本药物目录才能在基层使用,因此基本药物制度的推进对基层用药的增长有着重要影响。从目前基本药物制度的进程来看,全国已经有超过 50%的基层医疗机构实施基本药物制度,大部分省份已完成第一次招标,但从我们调研的情况来看,基本药物并没有预期的高增长。

基本药物增长低于预期与基本药物制度推行遇到的几项问题有关: 1) 品种较少,实施前基本药物一般只占到现有基层医疗卫生机构药品总量的 30%或者以下。2) 各地基本药物招标缺乏统一的指导意见。3) 实行零差率后,部分地方政府补偿有一定的难度。

从近期政府密集出台的基本药物配套政策来看,制约基本药物制度推行的一系列问题将得到解决。我们预计从 2011 年开始,基本药物将有明显的增长。

首先基药品种不足的问题已通过增补的方式解决。基本药物目录公布后，各地在原来 307 种的基础上再增补了一些品种。上海、江苏等相对富裕地区增补品种最多。考虑到各种慢性疾病患者的用药需求较多，明年各地还可能继续增补新的品种。

表 6: 各地增补基本药物目录的品种

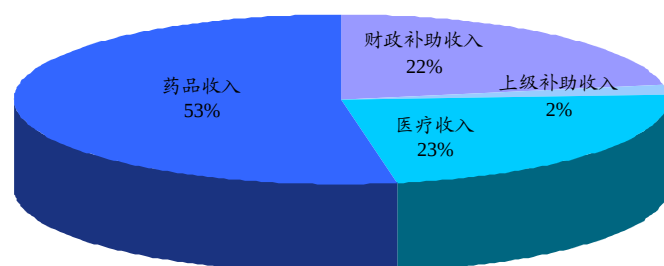
省市	增补品种数	总基本药物品种数
上海	387	680
江苏	292	599
广东	260	567
北京	191	548
天津	230	537
山东	215	523
安徽	200	507
浙江	150	457
福建	148	455

资料来源：SFDA 南方所、国都证券研究所

其次基本药物招标规范意见已经出台。12 月 9 日，国务院发布基本药物采购机制指导意见。指导意见对前期一直模糊不清的采购主体问题、采购价格和质量评比问题做出明确的指示。意见还提出各地要力争在 2010 年 12 月底前按照意见规定的采购办法完成一个采购周期的基本药物采购。

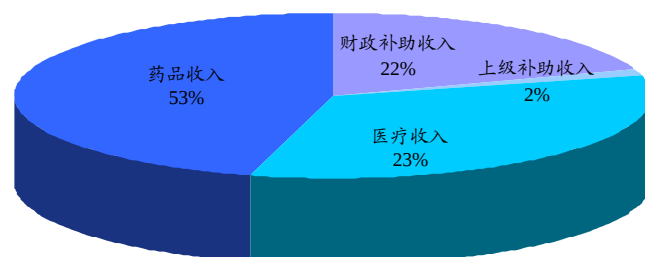
最后药品价格零差率实施后的补偿政策已逐步明朗。补偿问题是制约基本药物放量的核心问题。目前基层医药机构 50% 的收入来自于药品收入。这部分收入减少后，基层医疗机构收入需要政府补助和医疗服务补充。12 月 6 日，国务院首次明确基层医疗卫生机构的补偿政策：政府举办的乡镇卫生院、城市社区卫生服务机构，其运行成本由政府补助和服务收费补偿。

图 14: 2009 年社区卫生服务中心的收入构成



资料来源：卫生部、国都证券研究所

图 15: 2009 年乡镇卫生院的收入构成



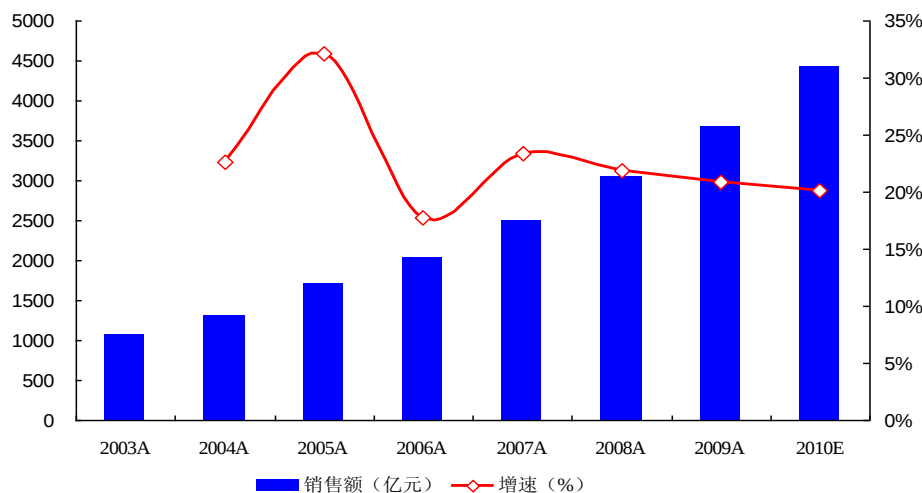
资料来源：卫生部、国都证券研究所

综合以上三点，我们认为招标规范出台之后，各地将陆续按照招标规则要求进行第一轮基本药品采购。采购使用范围逐步从试点省份向其他省份扩大。2011 年开始使用配送基本药品，同时基本药物的试点医疗机构范围将进一步扩大。随着各地基本药物补贴到位，2012 年各基层医疗机构将大范围、大比例的使用基本药物，对应基本药物将正式迎来放量增长时期。

2.2 专科用药继续领跑医院市场，看好创新型企业

医院市场是医药的主要市场，2009 年全国医院药品销售总额为 3690 亿元，约占药品销售总额的 70%。按照 SFDA 南方所预计，2010 年医院药品销售额为 4482 亿元，增速基本保持稳定。

图 16：医院市场增长预测



资料来源：SFDA 南方所、国都证券研究所

随着疾病谱变化和新医改的推动，专科慢性疾病用药逐渐成为医院市场中的主要品种。09 年样本城市医院市场中，抗肿瘤药物、心脑血管药物和神经系统药物的销售占比已经提升到 39.79%。抗感染和消化类用药则逐年下降。

表 7：2009 年样本医院市场的用药

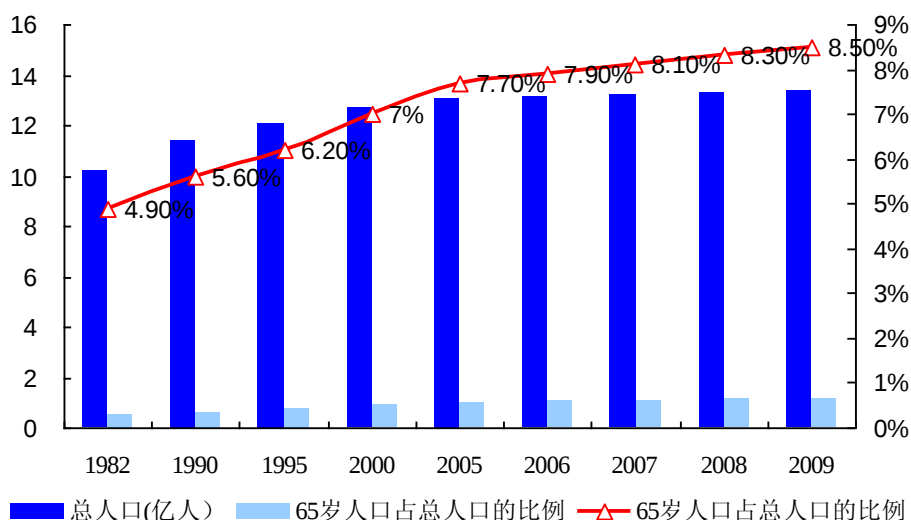
排序	样本医院十大畅销类别	09 年样本医院占比
1	全身用抗感染药物	23.94%
2	抗肿瘤和免疫调节剂	17.72%
3	心血管系统药物	13.34%
4	消化系统及代谢药	12.67%
5	血液和造血系统药物	10.59%
6	神经系统药物	8.68%
7	肌肉-骨骼系统	2.89%
8	呼吸系统用药	2.57%
9	全身用激素类制剂	1.88%
10	生殖泌尿系统和性激素药物	1.27%

资料来源：SFDA 南方所、国都证券研究所

人口老龄化进程加快、疾病谱演变、医疗保障水平提高等因素将持续推动专科用药需求的增长，各种慢性疾病用药仍有较大的增长空间。

据《中国人口老龄化发展趋势预测研究报告》数据，截止 2009 年底，中国 60 岁以上的老年人口已经达到 1.67 亿，预测 2014 年将达到 2 亿；2020 年，老年人口将达到 2.48 亿，2026 年将达到 3 亿，2037 年超过 4 亿，2050 年达到最大值，之后一直维持 3 亿~4 亿人的规模。老年人是慢性疾病的主要患病人群，老年人消费的医疗资源一般是其他人群的 3~5 倍。老龄人口增长将带动医疗需求的增长。

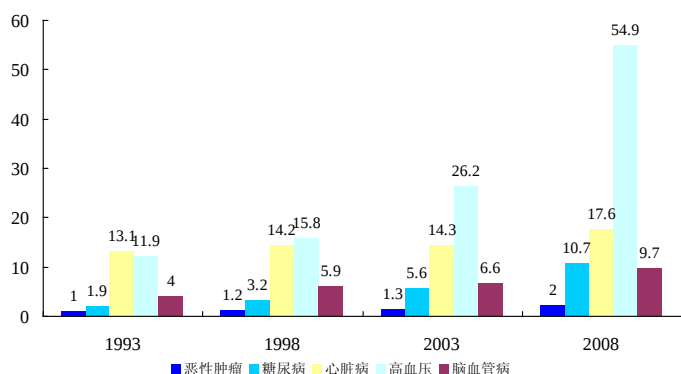
图 17：国内老龄化人口比例逐年提升



资料来源：国家统计局、国都证券研究所

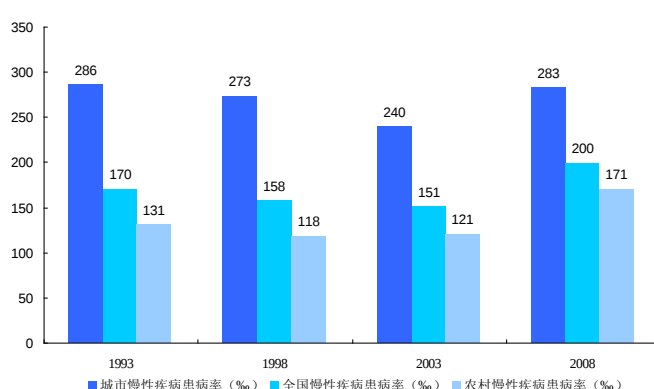
近年来饮食生活方式的改变以及环境污染的等因素，使慢性疾病的患病率有所上升。从卫生部历年统计数据来看，慢性疾病发病率上升主要发生在 2003 年之后，而且农村慢性病发病率也在提高。

图 18：1993-2008 年五种慢性疾病的患病率（‰）



资料来源：卫生部、国都证券研究所

图 19：93-08 年城市与农村慢性疾病的患病率（‰）

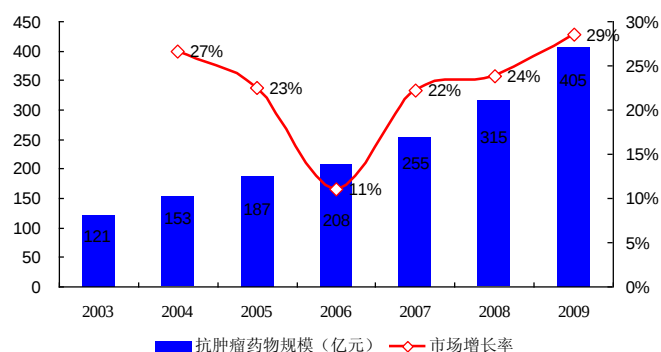


资料来源：卫生部、国都证券研究所

目前我国有高血压患者 1.6 亿人，血脂异常患者 1.6 亿人，糖尿病患者 2000 多万人，肥胖患者 6000 万人。慢性患病人群的数量逐渐庞大。据卫生部报告，目前慢性病导致了 45.9% 的全球疾病负担，而中国已到达 60% 以上。世界卫生组织预测，到 2015 年，中国慢性疾病造成的直接医疗费用将达到 5000 多亿美元。今后针对慢性疾病的预防保健工作的投入将加大，慢性疾病治疗和预防用药市场有望持续扩大。

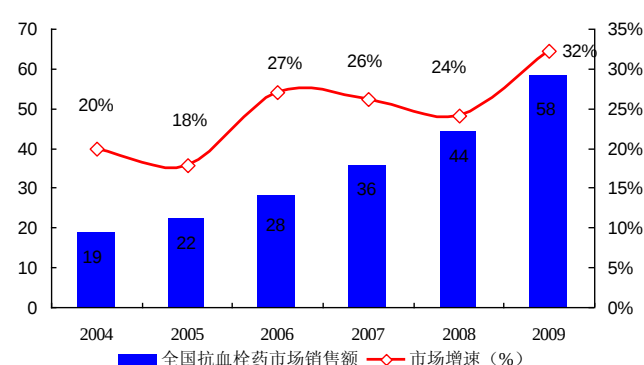
慢性疾病治疗需求增长带动专科用药的迅速增长。近年来增长较快的细分市场主要体现在抗肿瘤类、抗血栓、糖尿病以及类风湿关节炎用药等领域。创新药物比重较大的细分市场，增长无疑更为迅速。如在抗肿瘤市场中，分子靶向药物成为推动市场增长的主力。

图 20 全国抗肿瘤药物市场增长



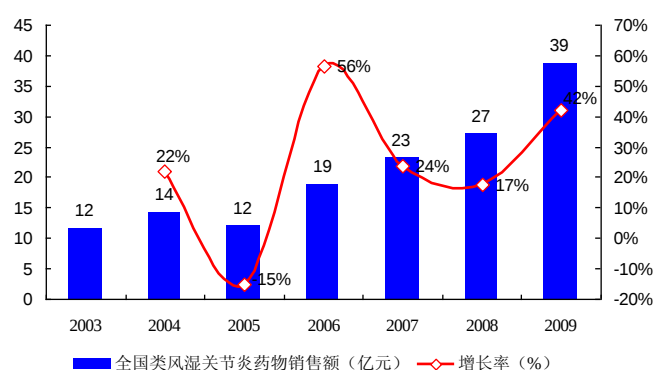
资料来源：SFDA 那方所、国都证券研究所

图 21: 全国抗血栓药物市场增长



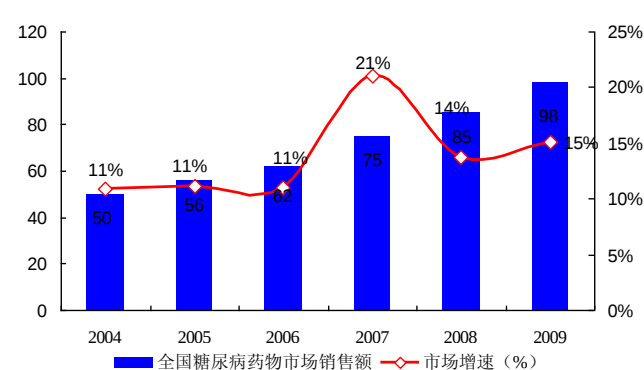
资料来源：SFDA 那方所、国都证券研究所

图 22 全国抗类风湿关节炎药物市场增长



资料来源：SFDA 那方所、国都证券研究所

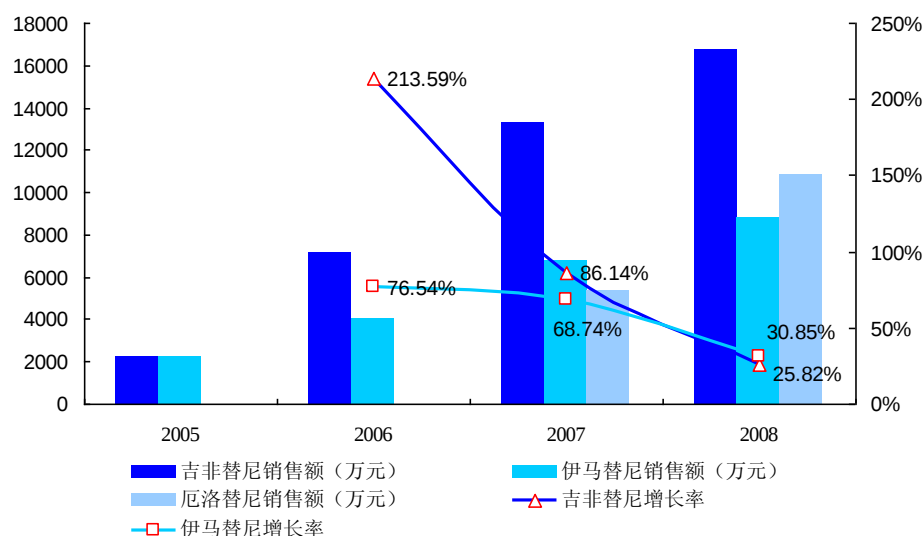
图 23: 全国糖尿病药物市场增长



资料来源：SFDA 那方所、国都证券研究所

专科用药属于高端治疗用药。患者的治疗需求升级和支付能力提升推动药品不断更新换代。以国内抗肿瘤市场为例，新一代的靶向肿瘤药物如吉非替尼、伊马替尼等凭借着高靶向性、疗效显著、不良反应小等优点，在市场中崭露头角，份额逐年提升。

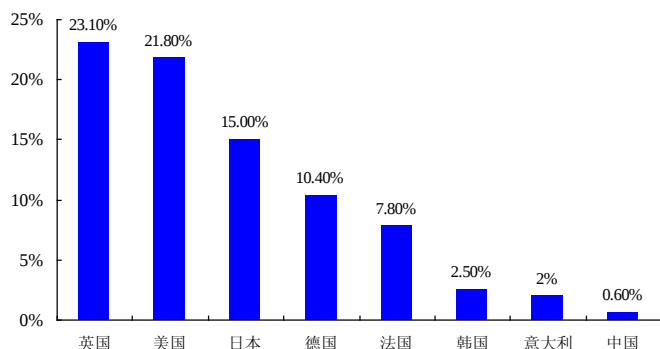
图 24: 三种靶向抗肿瘤药物在样本医院市场的增长情况



资料来源：国家统计局、国都证券研究所

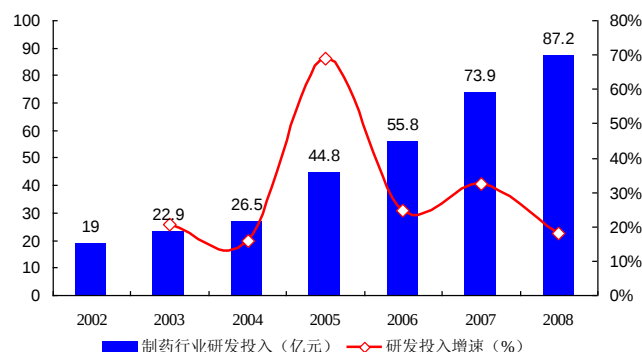
在专科用药市场中，国内企业基本以仿制药为主，缺乏有竞争力的创新品种。这与国内医药产业发展阶段有关。目前国内企业的实力仍较为薄弱，大部分企业的研发投入尚不足够支持创新药品的研究开发。为支持创新，近年来政府启动了“重大新药创新”重大科技项目，首期投入资金达到 66 亿元。“十二五”期间，政府用于新药创新支持资金将超过 100 亿元，从事创新研究的企业有望获得更多的支持。

图 25: 各国医药行业研发费用占工业产值比例



资料来源：科技部、国都证券研究所

图 26: 2002-2008 年全国医药行业研发投入



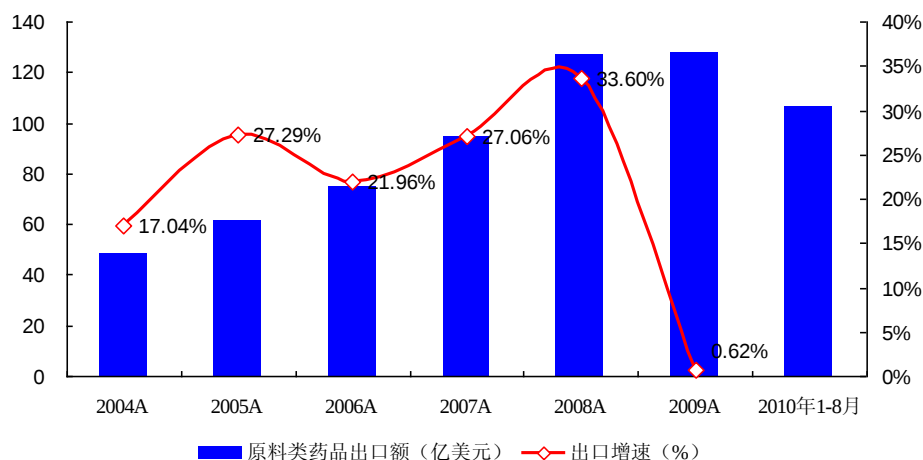
资料来源：科技部、国都证券研究所

国内部分研发领先的企业，如恒瑞医药等在新药创新的道路上起步较早，目前已经有充足的新药储备。从 2011 年开始，此类企业将有创新品种陆续上市。作为依靠仿制药起家的中国企业有望借此机会获得新的发展。

2.3 原料药市场回暖，产业升级进行中

虽然受到欧洲债务危机以及美元升值等因素影响，2010 年医药出口恢复的趋势依然不变。今年前 8 月医药保健品出口总额达到 116 亿美元，同比增长 19.16%。化学原料药触底反弹，出口额同比增长 13.59%。

图 27: 2004 年-2010 年前 8 月原料类药品出口额

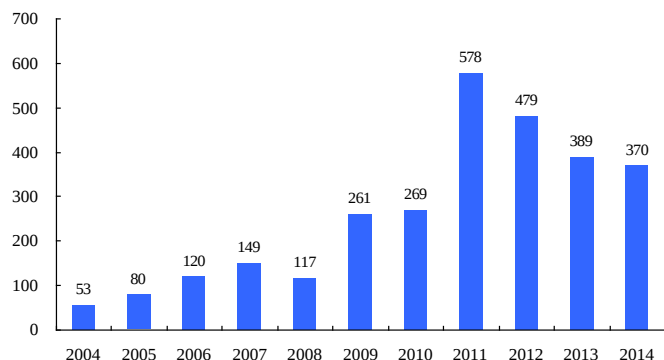


资料来源：健康网、国都证券研究所

从 2011 年开始，包括阿托伐他汀钙、氯吡格雷在内的大量专利药物将失去保护，仿制药市场将迎来较大的发展机遇。国内原料药企业要分享全球仿制药市场高速增长带来的盛宴，必须实施产业升级，通过规范市场的认证要求。同时全球合同研究和制造业

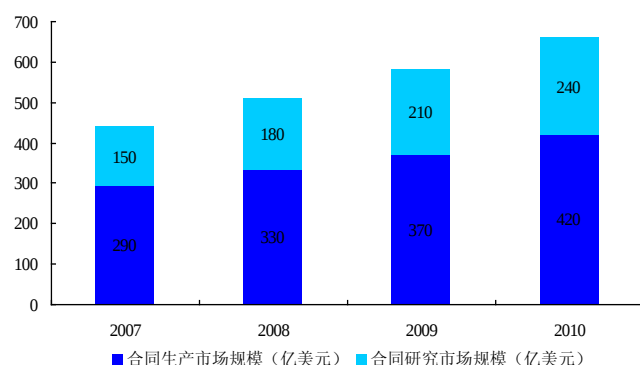
务渐成规模，印度和中国成为合同研究（CRO）和合同生产（CMO）的重要基地。

图 28：专利到期药物市场规模（亿美元）



资料来源：IMS、国都证券研究所

图 29：全球合同生产和合同研究的规模



资料来源：OPPI、国都证券研究所

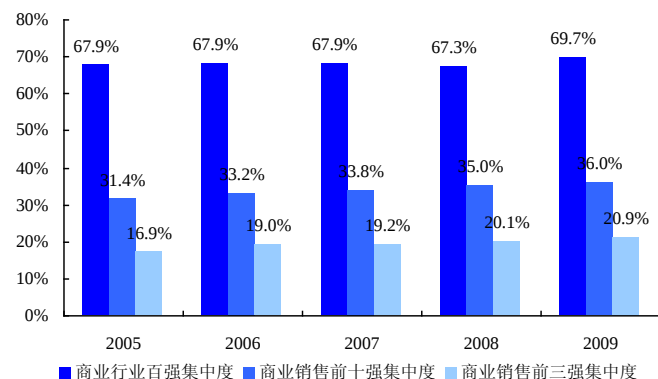
2.4 政策推动医药商业企业并购加快

受新医改推动和国家刺激消费政策的影响，国内医药商业购销呈现较好的增长势头。据中国医药商业协会统计，2010 年 1-8 月，全国七大类医药销售总值为 3347 亿元，同比增长 12.51%，其中纯销 1311 亿元，同比增长 8.10%。

2010 年 6 月，商务部正式接管医药流通业务。针对医药流通领域小而分散的格局，商务部出台了一系列引导流通企业兼并重组的措施。作为指导性文件的《全国药品流通行业发展规划纲要(2011-2015 年)》已经在今年 8 月完成草案制定，明年将正式发布。今年以来，以上海医药为代表的商业流通巨头已经掀起了一轮商业并购潮。民营商业巨头九州通也于今年上市，获得近 10 亿的超募资金。在政策和资金的联合推动下，我们预计明年商业并购将更加频繁，行业集中度将继续提升。

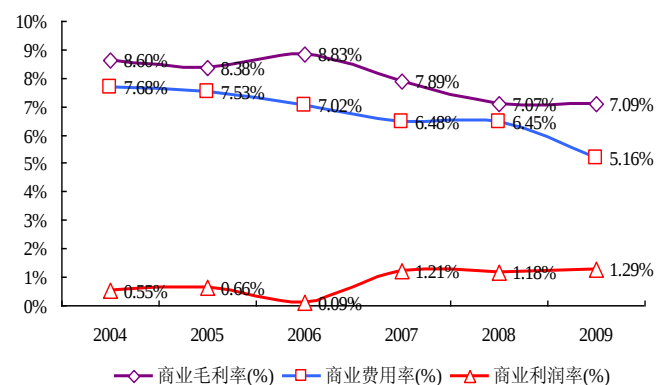
随着商业流通集中度的提高，行业总体利润水平将进一步提升。对于商业龙头企业而言，并购带来规模效应非常显著：在收入规模扩大的基础上，利润几乎成倍增长。

图 30：医药商业集中度逐年提高



资料来源：中国医药商业协会、国都证券研究所

图 31：04-09 年全国商业毛利率，费用率和利润率变化

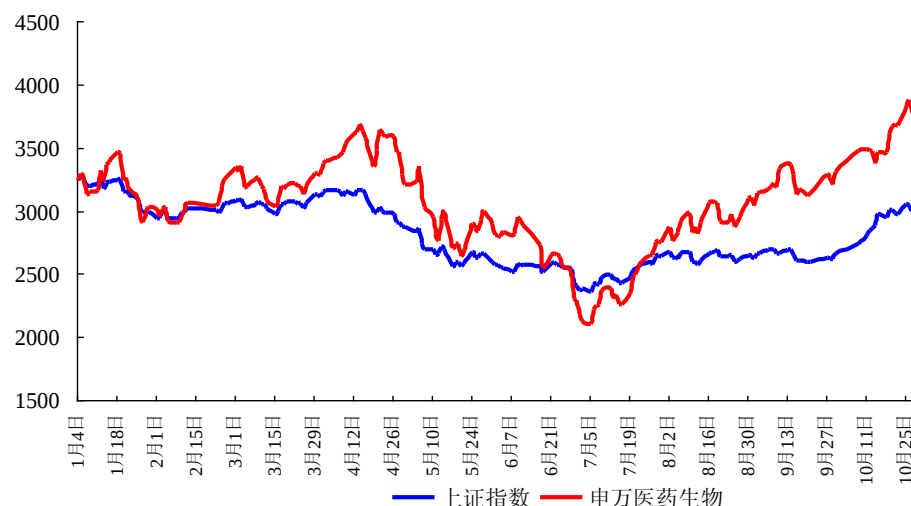


资料来源：中国医药商业协会、国都证券研究所

3. 行业估值合理，长期价值显著

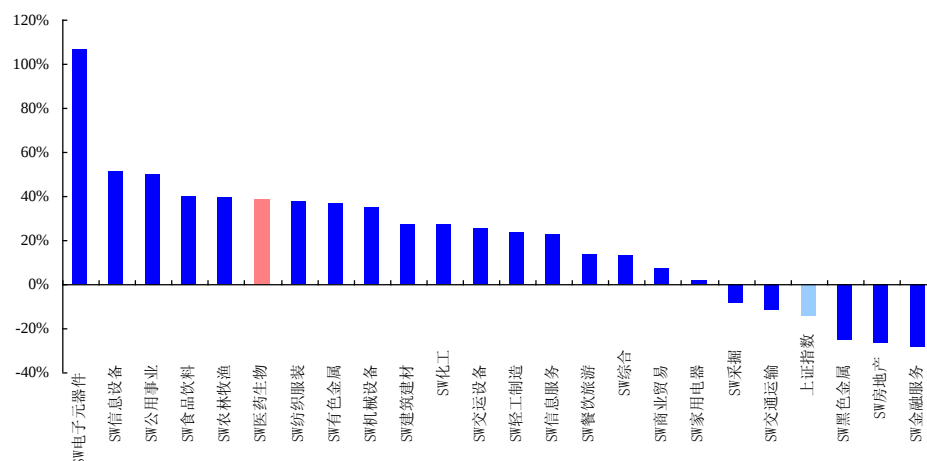
2010 年医药行业因为具有抗通胀、抗周期的属性，受到资本市场的持续关注。2010 年 1 月 4 日至 11 月 30 日期间，申万生物医药指数上涨 38.38%，跑赢大盘 52.32 个百分点。在申万一级行业中，医药行业处于涨幅靠前的位置。

图 32：2010 年 1 月 4 日-11 月 30 日生物医药指数和上证指数涨幅



资料来源：Wind、国都证券研究所

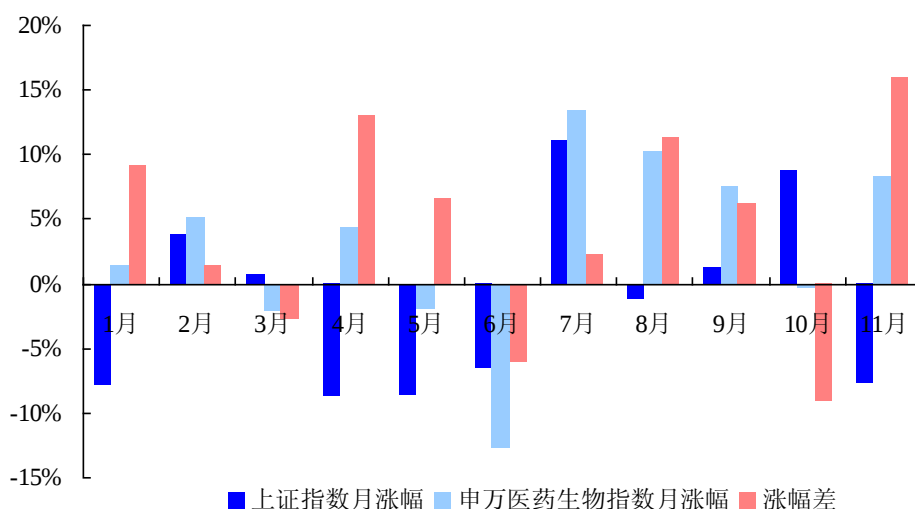
图 33：2010 年 1 月 4 日-11 月 30 日申万一级行业涨幅排名



资料来源：Wind、国都证券研究所

从全年不同阶段的走势来看，大盘走势不明确的时期，医药行业往往有较好表现。例如今年的 1 月份、8 月份和 11 月份，医药行业与大盘基本呈逆向走势。除了抗通胀属性支持行业的上涨之外，新医改推动以及支持性政策的频繁出台，对行业估值提升也起到重要的作用。11 月期间，药品降价延期以及医药产业结构调整的信息极大的推动了行业继续上涨。

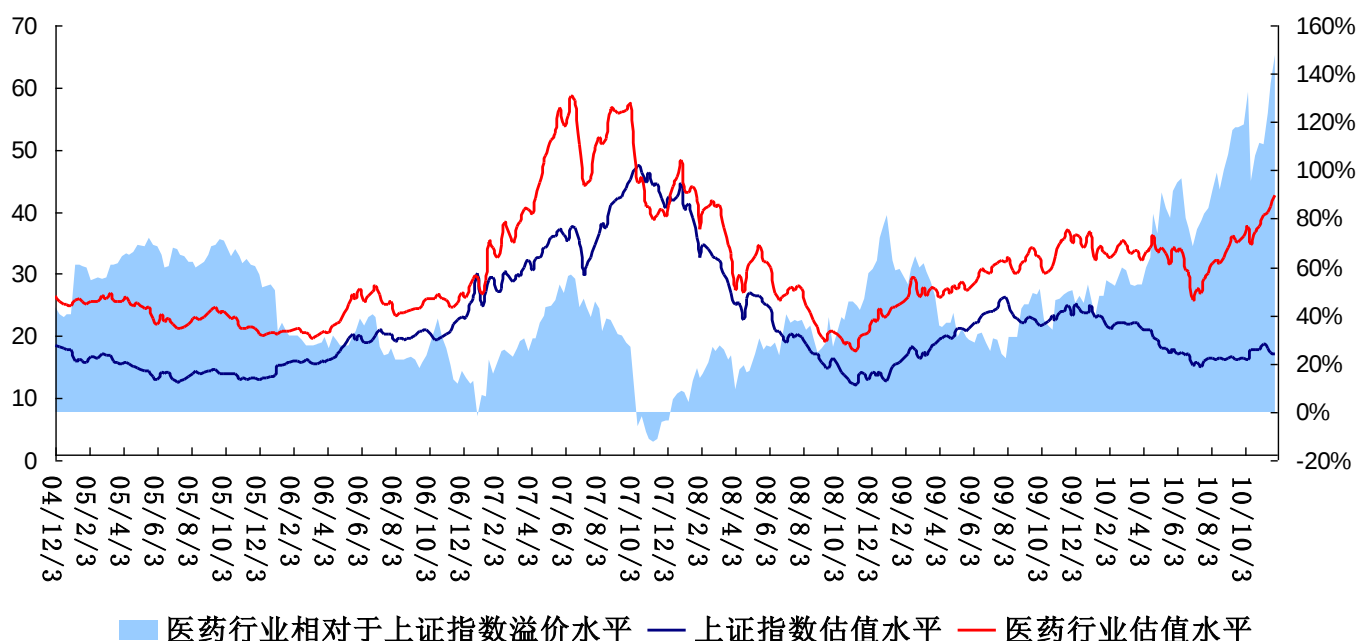
图 34：2010 年 1 月至 11 月上证指数、生物医药生物指数月涨幅及涨幅差



资料来源：Wind、国都证券研究所

受通胀预期刺激，医药行业的估值水平已处于历史较高水平。我们统计了从 2004 年 12 月 3 日至 2010 年 11 月 30 日，5 年时间内医药行业的滚动市盈率、大盘滚动市盈率及两者的相对溢价。截止 11 月 30 日，行业的滚动市盈率已达到 42 倍，仅次于 07 年 4 月至 10 月的估值水平。从相对估值来看，行业相对于大盘的市盈率已达到 148%，处于历史最高水平。如果只考虑核心个股的 PE，则 2011 年行业动态 PE 在 30 倍左右。按照我们预测 2011 年 30% 的行业利润增速测算，当前医药行业核心估值水平仍在合理的范围。

图 35：2004 年 12 月至 2010 年 12 月大盘估值水平、医药行业估值水平及相对溢价率



资料来源：Wind、国都证券研究所

如果从医药行业发展的阶段来看，目前国内医药正在步入快速发展的黄金十年，预计未来 10 年的平均增速保持在 20% 以上。参考印度医药行业发展的历程，目前中国医药行业发展阶段与印度 1999 年至 2001 年期间较为相似。1999 年-2001 年是印度仿制药企业大举进入欧美市场的时期，行业高速发展。对应该时期的印度医药行业动态 PE 达到最高，相对于大盘溢价率曾到达 200%。

从长期投资的角度来看，未来 10 年将是中国医药行业的黄金十年，行业依靠稳定的成长性不断化解估值压力，因此医药股仍具有明显的长期投资价值。

4. 行业投资策略：创新、升级与并购

展望 2011 年医药行业的投资机会，我们认为各细分行业都面临一定的机遇。结合各细分行业的特点我们总结出以下四点。第一，具有较强渠道创新能力和成本控制力，能迅速打开并占领第三终端市场的企业。第二，具有较强研究和产品创新能力，拥有丰富专科用药产品储备和较强营销能力的企业。第三，具有较强仿制创新能力和国际认证能力，逐步实现产业升级转型的原料药企业。第四，具有较强并购实力的区域商业龙头。

4.1 创新渠道，降低成本占据第三终端市场

随着基层医疗补贴标准的提高和基本药物制度的持续推进，第三终端将成为增长最快的终端市场。按照治疗类别的不同的，我们认为不同基本药物品种放量的次序将有所不同。急性治疗用药，如抗感染、抗感冒发热等药品，往往一次费用都在 50 元以下。按照目前的基层医疗补助的标准，对基层患者而言属于可支付的范围之内，患者治疗的积极性最高，此类药品将最先放量。各种慢性治疗用药，由于是持续用药，按照目前的基层医疗补贴标准，仍有一定距离。此类药品的放量需要继续提高补贴标准和大病统筹的支付比例。按照以上基本药物放量的顺序，我们认为以急性疾病治疗用药或者以大输液为主要产品的企业将最先受益。

进入第三种终端，渠道是第一个门槛。与城市医院市场相比，第三终端的渠道完全不同，而且非常分散。这需要原来 OTC 企业或者以医院为主的企业大胆的创新渠道，形成适合自身产品特点的销售模式。成本优势是赢得招标的核心，是第二个门槛。进入基本药物的品种必须实现省级统一招标。参考安徽省（基本药物试点省份）“双信封”招标模式，除了质量之外，价格成为主要的评标依据，因此只有在生产成本上占据优势的企业才能够赢得招标。

综合以上因素，我们推荐康芝药业（300086）和科伦药业（002422）。康芝药业主导产品瑞芝清针对儿童解热镇痛市场，价格定位适合基层医疗市场推广。公司从 2002 年就尝试第三终端拓展，拥有完善的第三终端渠道。科伦药业是国内最大的大输液生产企业，拥有覆盖全国的生产基地。公司优越的成本控制能力将在基本药物招标中占据明显的优势。

4.2 创新品种是未来成长的保证

专科用药市场是创新药物的主要市场。在国内市场中，占据市场前端的创新品种包括 1 类化学创新药物、高端的首仿药物和创新中药。三类创新品种都具有较好的市场空间：1）1 类化学创新药物：专利保护、拥有独享市场的权利。2）高端首仿药物：大量

专利药到期带来市场机遇，同时药品注册法规要求提高使门槛提高。3) 中药创新药。政策扶持，技术评审的限制使竞争相对缓和。

由于发改委的持续降价以及仿制药进入，专科用药企业面临着老品种增速下滑的风险。为保障业绩的持续增长，专科药生产企业必须有丰富的新产品储备。近年来国内企业研发创新能力不断加强、在各自领域已经有丰富的产品积累。政府也出台了“重大新药创新”等支持性措施。2011 年“十二五”规划出台将大力支持相关企业发展。

专科用药以高端医院市场为主，具有一定的学术性，因此销售门槛较高。结合产品储备和销售能力两方面因素考虑，我们推荐誉衡药业（002437）、恒瑞医药（600276）、华东医药（000963）和天士力（600535）。

表 8：重点推荐的专科药物上市公司

上市公司	专科领域	产品储备	销售模式
誉衡药业	骨科、抗肿瘤	银杏内酯 B 注射液、注射用秦龙古素、美迪替尼	代理制
恒瑞医药	抗肿瘤、麻醉	甲磺酸阿帕替尼、苹果酸法米替尼、瑞格列汀	预算制
天士力	心脑血管、肝病	丹酚酸 B 注射液、艾迪注射液、参芪扶正注射液	预算制
华东医药	免疫调节、糖尿病	来曲唑、阿那曲唑	预算制

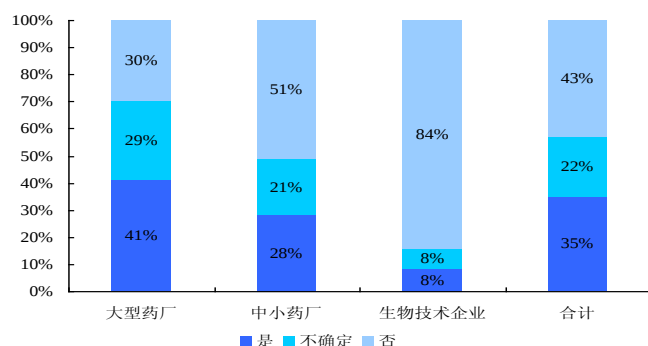
资料来源：公司公告、国都证券研究所

4.3 选择产业升级转型的典范

从 2010 年起，大量专利药到期带来仿制药市场的扩容。国内原料药企业要把握机会会有三种方式：第一，作为仿制药企业的原料药供应商。第二，承接原研药企业 API 生产转移或者给原研药企业做制剂 OEM。第三，自主认证，自主开拓仿制药市场。

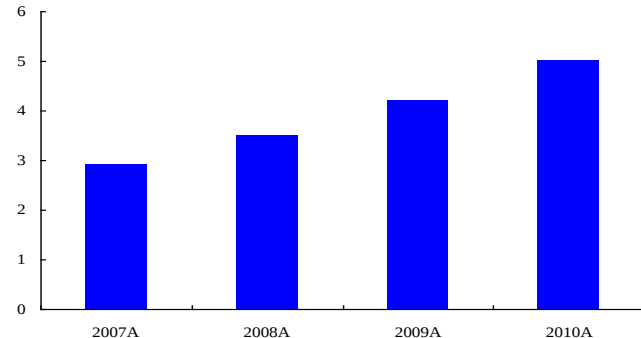
从目前国内原料药企业的发展阶段来看，第二种模式已经逐步成熟。与印度同行相比，中国在成本上更加有优势，差距将逐步缩小。国内企业中，海翔药业（002099）已经在合同定制业务上取得不错的成绩，公司与勃林格的合作有望进一步深化。

图 36：国外愿意实施生产转移的企业比例



资料来源：Ernst & Young、国都证券研究所

图 37：国内合同定制生产规模预测（亿美元）



资料来源：OPPI、国都证券研究所

4.4 商业整合速度加快，选择商业龙头

2011 年《全国药品流通行业发展规划纲要(2011-2015 年)》将正式发布，商务部引导医药流通产业整合的速度将加快。上海医药、英特药业从今年开始在各地积极找寻合适的并购对象，并成功完成了几项并购。我们预计明年商业并购将继续保持较高的热度。

在商业并购潮中，各地的商业龙头保持了较高的积极性。主要是因为：1) 地区商业龙头对规模效应和整体效益的追逐。2) 国内医药商业的地域划分性强，医院终端建

立周期长，并购往往比自建网络更加合算。3）部分地区商业龙头经过几年的经营已经积累了一定的资金基础。

综合考虑各商业龙头对外并购的积极性和目前的资金财务状况，我们推荐英特集团（000411）作为医药商业领域的投资标的。英特集团是浙江省第二大商业企业，通过并购实现做大的欲望非常强烈，今年已经初步完成2项并购。2011年公司继续并购的可能较大，同时公司通过出售物业管理等非主业资产积累资金，为继续收购和建设物流网络奠定基础。

5. 重点公司推荐

誉衡药业（002437）

1、主导产品是业绩增长保障。鹿瓜多肽注射液是国内骨科一线用药。受人口老龄化等因素推动，国内骨折愈合市场保持稳定增长的趋势。前三季度，鹿瓜多肽注射液增长约30%，预计全年增长在30%左右。未来鹿瓜多肽增长主要来自使用剂量提升以及新适应症的推广。

2、头孢米诺已开始招标，中标价格符合预期。2008年日本明治制果授权公司使用“美士灵”商标进行头孢米诺（0.5g规格）的生产和销售。目前头孢米诺已开始在全国各地招标。中标价格基本在原研药定价范围之内。我们预计明年的销售额将达到5000万元。

3、营销专家。公司高管大多从事销售出身，对医药市场营销有着丰富的经验和深刻的认识。公司在传统代理模式的基础上衍生出独特的“TPR”模式。“TPR”较好的融合了招商、学术推广、代理销售等三个环节，能为公司准确的找到合适的销售渠道，并将产品信息有效的传导至终端环节。

4、产品梯队不断丰富，高成长值得期待。从明年开始公司新产品将陆续上市。目前银杏内酯B已经完成三期临床，正在申请新药证书。预计明年年底通过申请，2012年开始上市销售。一类新药秦龙古素三期临床也即将完成，预计明年中期完成临床总结。凭借在处方药销售方面的优势，公司还可能与明治公司有进一步合作，引入新的品种。

5、盈利预测与投资评级。我们预计公司2010-2012年的每股收益为1.29元、1.96元和2.76元，对应的动态市盈率为63倍、42倍和30倍。随着明年新药的陆续获批，市场对公司高增长的预期将不断强化，估值水平将进一步提升。按照2011年EPS给予50倍PE，则未来12个月目标价为98元，给予公司“短期_推荐,长期-A”评级。

海翔药业（002099）

1、调整产品结构，聚焦高毛利大市场产品。自06年上市以来，公司一直致力于产品结构调整，重点发展高毛利产品，积极向产业链的下游延伸。08年川南基地投产，4-AA（4-乙酰氧基氮杂环丁酮）产量迅速提高，公司产品结构得到明显优化，高毛利率的抗生素收入和毛利占比提高，低毛利率的精细化学品和抗病毒类收入和毛利占比下降。

2、4-AA 进入需求放量期，公司稳居行业龙头。4-AA 是所有碳青霉烯（培南）类抗生素的关键中间体。由于细菌耐药性问题日益严重，培南类抗生素增长迅速，并带动 4-AA 需求放量。公司是国内最早实现 4-AA 国产化的企业之一，产量和出口量居国内首位。未来，公司计划将产能扩大到 300 吨以上。随着规模扩大和技术水平提高，公司行业龙头地位将进一步稳固，价格话语权提升。

3、合同定制业务，分享全球生产转移盛宴。公司与德国勃林格殷格翰(BII)签订《战略生产联盟协议》，为 BII 公司生产抗血栓新药达比加群。2010 年 10 月达比加群通过 FDA 认证，年底新适应症也将获批，我们预计 2011 年合同定制业务将有较大增长。凭借此次合同生产经验，公司将逐步融入全球医药生产的大联盟，为继续获得其它原研药厂生产转移订单打下基础。

4.实施股权变更，确立长期发展计划。9 月 17 日公司董事长罗煜竑先生与罗邦鹏先生（罗煜竑先生父亲）签署《股权转让协议书》。股权转让完成后，罗煜竑先生持股比例将上升至 24.67%，成为公司实际控制人。此次股权变更实际上是为了进一步理顺股权结构，确立公司长期发展计划。罗煜竑先生成为公司实际控制人后，将有效保障经营方针和各项工作的实施，从而保证公司持续稳定发展。

5、给予公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。我们维持原来的盈利预测，预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.61 元、0.84 元和 1.15 元。按照昨日收盘价计算，对应的市盈率为 45 倍、32 倍和 23 倍。公司当前估值合理，培南类产品和合同定制业务有超预期的可能，我们继续给予公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

天士力（600535）

1、完善的中药产业链成为核心竞争力之一。公司作为现代中药的龙头企业，按照中药现代化标准，建立了一体化的现代中药生产链，旗下的子公司业务涵盖了药材种植、提取、生产、销售、研发等各个环节。公司这种完善的现代中药产业链，能够充分发挥规模化、产业化优势，已经成为公司的核心竞争力之一。

2、复方丹参滴丸有望实现二次增长。2010 年 9 月，复方丹参滴丸通过 FDA II 期临床。临床的结果将对国内销售起到极佳的宣传作用。无论是在医院市场还是药店市场，这一效应都将是显著的。公司若能及时把握市场宣传的机会，复方丹参滴丸有望重回高增长的轨道。

3、二线产品提供新的成长空间。2009 年，公司二线产品实现了快速增长，其中养血清脑颗粒实现销售收入 2.4 亿元，增长 30%以上，水林佳实现收入 9000 万元，增速也在 30%以上，益气复脉粉针收入 3000 万元，增速 50%左右。后续中药注射剂产品注射用丹酚酸 B 已经通过专家审批有望年内获得批文。

4、生物制药前景广阔。生物药是公司发展的一大重点。公司的亚单位流感疫苗属于第三代流感疫苗，具有明显的技术优势。目前国内仅美国诺华一家生产，因此单价高，利润十分丰厚。公司疫苗质量标准要高于诺华，而定价可能略低，疫苗上市后具有一定的竞争优势。公司已于 8 月通过 GMP 认证，流感疫苗的首期产能为 400 万支，公司将视需求扩大至 800 万支。

5、维持“短期-推荐，长期-A”投资评级。公司是现代中药的龙头企业，未来发展战

略清晰、新产品前景广阔，是值得长期投资的优质标的。我们预计 10-12 年 EPS 分别为 0.93 元，1.23 元和 1.61 元，对应的动态 PE 分别为 44 倍，33 倍和 26 倍，维持公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

英特集团（000411）

1、立足浙江省，专注新特药。公司是浙江省第二大医药流通企业，09 年医药商业规模为 50 亿元，约占全省市场份额的 11%。目前公司配送网络已覆盖全省县级以上医院。公司配送链完整高效，省内 24 小时之内及时送达。目前公司产品以名优新特为主，最近三年收入增速一直保持在 20% 以上，同期浙江省医药流通增速为 15% 左右。

2、外延式扩张有望带来业绩的超预期。医药流通行业集中趋势为公司外延式扩张提供了极好的时机。面对流通市场的整合机遇，公司逐步加快对外扩展的步伐。年内，公司完成了宁波英特药业有限公司的投资控股合作事项，与温州市医药供销有限公司全体股东签署了《投资合作框架协议》，为进一步开展产权合作奠定了基础。公司争取年内完成温州市医药供销有效公司的收购事宜。随着业务规模的扩大，持续有效的外延式扩张有望带来业绩的超预期增长。

3、积极筹备基本药物市场。公司业务主要在县级以上医院，基层医疗市场基本处于空白。针对新增的基本药物市场，公司经营策略作了新的调整。产品方面，从以名优新特为主调整为“基本药物为基础，名优新特为特色”；分销网络方面，调整为“以城镇市场为主体、医疗机构为重点，巩固高端市场，重点拓展社区卫生服务机构和乡镇卫生院”。上半年浙江省招标评选结束，公司顺利取得了浙江省十一个地市全覆盖的基本药物配送资格，为分享基本药物市场奠定基础。

4、费用控制较好。虽然公司收入规模逐年提高，但费用控制较好。管理费用率呈逐年下降趋势。公司核心管理层也比较稳定，业务队伍主要以年轻人为主，执行效率高。费用上也没有离退休职工的负担。从历年收入和利润来看，业绩增速明显快于收入增速，规模效应逐步显现。

5、盈利预测与投资评级。作为浙江省第二大流通企业，公司在销售和管理方面都具有一定的竞争优势。公司立志成为国内前十大流通企业，对外并购的欲望强烈。外延式扩张有望带来业绩的超预期增长。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.20 元、0.28 元和 0.37 元。按照昨日收盘价计算对应市盈率为 57 倍、42 倍和 31 倍，给予公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

康芝药业（300086）

1、儿童用药容量大、前景广阔。近年来，我国儿童用药需求旺盛，儿童药产业保持了良好的发展态势。据南方所预测 2010 年我国儿童药销售额（限药品说明书中标明儿童使用用法用量的药品）将达到 392.48 亿元，到 2015 将达到 668.93 亿元。对比中美两国儿童用药水平，国内仍有较大的差距。随着居民消费水平的不断提高，以及对儿童健康关注程度的持续提升，我国儿童药品消费市场的发展空间巨大。

2、第三终端的先行者。公司从 2002 年起开始涉足第三终端市场的营销，是行业内最早发现我国第三终端市场商机并主动介入的专业厂商之一。迄今公司已建立起一支

专业的第三终端儿童药营销队伍和营销网络,在全国拥有近千家代理商和超过 3 万个销售终端。公司对终端拥有较强的掌控力,能及时跟踪产品的流向并保障终端价格的一致。

3、受益第三终端扩容,瑞芝清突破产能瓶颈。公司主导产品瑞芝清主要通过第三终端销售。随着新医改的持续推进,第三终端面临扩容的机遇。抗感染、感冒发热等急性治疗拥有将最先放量。瑞芝清定位中低端市场,将显著受益。产能方面,随着募投项目建设完成,产能瓶颈问题将彻底解决。

4、新产品驱动后续成长。鞣酸蛋白酵母散是继瑞芝清之后的重磅产品,主治儿童腹泻,市场空间广阔。鞣酸蛋白酵母散的渠道与瑞芝清相似,公司将借助原有的渠道进行迅速的推广。为配合药店终端推广和提高知名度,公司计划进行空中广告宣传。我们预计 2011 年鞣酸蛋白酵母散的收入将超过 5000 万元。

5、盈利预测与投资评级。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 为 1.40 元、2.15 元和 3.40 元。按照昨日收盘价计算对应市盈率为 62 倍、40 倍和 26 倍。考虑到第三终端扩容以及新产品增长的超预期可能,给予公司“短期-推荐,长期-A”的投资评级。

云南白药(000538)

1、核心产品借基本药物制度实施持续增长。2009 年公司 5 个核心品种,云南白药散剂、云南白药胶囊、云南白药气雾剂、云南白药酊剂和宫血宁胶囊进入国家基本药物目录(基层版)。目前核心产品主要集中在县级以上医院和药店,基层市场销售比例较少。随着基本药物招标采购的启动,核心产品有望在通过覆盖空白市场获得持续增长。

2、明年透皮产品逐步消化提价影响。公司于 2009 年年底,调高核心产品的出厂价。虽然今年透皮产品销售额仍有不错的增长,但销量受到一定的影响。明年随着渠道消化库存完毕,透皮产品销量有望恢复增长。

3、两翼产品突破,支撑长期成长。2009 年,公司两翼产品云南白药膏、创可贴和云南白药牙膏收入已基本相当于核心产品,“稳中央、突两翼”的战略目标基本实现。从今年开始,公司加大对白药牙膏终端推广力度,同时配合空中广告。明年在维持当前广告投放频次的基础上,白药牙膏的盈利能力将进一步提升。

4、普药业务具备增长潜力。除了云南白药散剂等核心品种进入基本药物目录(基层版)外,公司还 60 多个品种进入目录。借助强势的商业渠道和基本药物制度实施,普药也将有不错的增长。

5、维持“短期-推荐,长期-A”投资评级。预计 2010-2012 年的 EPS 为 1.31、1.75 和 2.29,对应的市盈率为 48、35 和 27 倍。公司具有良好的品牌和管理优势,在过去的十年中,公司业绩增长持续领先于行业,而且受到政策影响较小。未来公司有望依靠“大健康”产业实现持续增长,因此我们继续给予公司“短期-强烈推荐,长期-A”的投资评级。

恒瑞医药(600276)

1、二线产品发力推动业绩持续增长。2010 年上半年,伊立替康、来曲唑、唑来磷酸等二线抗肿瘤品种快速增长,并带动整个抗肿瘤药增长约 20%。麻醉手术用药继续

高增长，七氟烷和阿曲库铵仍有较大的增长潜力。

2、创新药陆续上市。1 类新药艾瑞昔布预计明年获得 GMP 证书，正式实现生产。甲磺酸阿帕替尼有望下半年结束 II 临床，有可能走绿色通道，不进行三期临床直接上市；磷酸瑞格列汀正 I 期临床结果可能明年公布。

3、FDA 认证为出口开路。6 月 28 日公司接受了美国 FDA 官员对注射剂的认证，目前正在等待 FDA 回复。公司为通过认证做了长期细致的准备，我们认为通过的可能性较大。果如顺利通过，伊立替康等抗肿瘤品种将出口美国市场。公司也将成为国内第一家注射剂生产线通过 FDA 认证的企业。

4、“十二五”规模重点扶持对象。公司作为国内创新药研发的龙头企业，在十一五规划中的“重大新药创新”专项中获得最多的支持。公司以此为契机，也积累了丰富的产品储备。我们预计在“十二五规划”中，公司将继续获得更多的支持。

5、维持“短期-推荐，长期-A”投资评级。预计 2010-2012 年的 EPS 为 1.07、1.27 和 2.61，对应的市盈率为 52、44 和 35 倍。公司作为化学创新药的龙头企业，拥有丰富的产品储备。未来随着新药的上市以及出口的突破，公司将重新进入快速增长的轨道，因此我们首次给予公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

华东医药（000963）

1. 融资瓶颈明年有望解决。由于之前大股东股改承诺没有兑现，增发募资一直无法实施。目前公司正在积极争取解决融资问题，大股东也有解决股改问题的诚意。如果资金问题得到解决，公司发展的瓶颈将解除。

2. 器官捐献试点开始，器官移植数量上升。今年 3 月，卫生部副部长黄洁夫透露，卫生部正在争取年内修订国务院 2007 年颁布并实施的《人体器官移植条例》，推动政府付费，宣传动员更多人加入志愿器官捐献者行列。从立法层面允许临床上脑死亡的患者，实现生前自愿捐献器官，为其他重病患者实施移植的遗愿。条例的修订从两方面促进自愿捐献器官的来源，器官移植数量有望上升。

3. 新药储备丰富，抗肿瘤新药有望年内获批。公司依托华东医药集团生物工程研究所进行新药开发。目前在抗肿瘤、糖尿病和消化用药方面都有产品储备。预计今年有 1-2 个品种获批，阿那曲唑和来曲唑可能年内可能获批。明年可能有 3-4 个品种获批。

4. 稳定增长的业绩提供安全边际。公司在医药工业领域，坚持“要么第一，要么唯一”的经营策略，在免疫抑制剂、糖尿病、消化类产品市场占据领先地位。2010 年上半年公司主导品种保持平稳增长，推动业绩稳步上升。

5. 盈利预测与投资评级。我们预计公司 2010-2012 年每股收益为 0.79 元、1.02 元和 1.26 元，对应的市盈率分别为 42 倍、32 倍和 26 倍。给予公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

科伦药业（002422）

1. 大输液产品升级提升盈利能力。2010 年软袋和塑瓶大输液的保持快速增长，收入占比逐步提高。由于软塑包装的毛利率更高，随着收入占比提高，盈利能力提高。同

时公司借助大输液升级的机会，迅速占领市场，份额进一步提升。

2. 并购拓宽市场范围。上市后公司先后收购了河南大洲药业和浙江国境，业务范围进一步拓宽。公司逐步建成覆盖全国的大输液生产线，规模化效应正在显现。

3. 成本领先，占据基本药物市场。公司先进的管理模式保障大输液生产成本处于国内领先地位。各地基本药物招标的已陆续启动，价格成为评标的关键。公司将借助成本优势迅速占据基本药物市场。

4. 非大输液业务增长拓宽增长空间。除大输液外，公司旗下的非输液子公司珍珠制药、中南科伦增长势头迅速。借助大输液的渠道与品牌，非大输液品种有望继续快速增长。

5. 盈利预测与投资评级。我们预计公司 2010-2012 年每股收益为 2.58 元、3.56 元和 4.32 元，对应的市盈率分别为 63 倍、46 倍和 38 倍。给予公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com