



高增长 & 好业绩

— 2011 年医药行业投资策略

✍ 金嫣

执业证书编号: S1230209050109

☎ 86-21-64718888-1241

✉ jinyan@stocke.com.cn

本报告导读:

- 高增长企业与之同成长
- 好业绩企业高安全边际

投资要点:

■ 行业现状及投资建议

在新医改的推动下,行业整个蛋糕的扩大毋庸置疑,再加上与国外相比下国内市值存在巨大的上升空间,因此我们认为行业向上发展的趋势未有改变。即便目前仍存在政策的不明朗化以及估值溢价率带来的一定压力,我们认为明年医药行业依然值得期待。因此仍给医药行业“买入”评级。

■ 高增长企业与之同成长

在市场对医药行业热情高涨之时,我们看好高成长医药企业。处于高成长的企业,由于市场会提前反映企业盈利增长的预期,必然是在其自身合理价值的基础上出现溢价效应。我们认为企业经过一段时期的积累,或通过内生性创新突破(包含企业经营和技术两方面的创新突破)、或依托优势资源进行行业延伸来促使公司处于高成长阶段。我们看好内生改善助公司更上台阶的相关公司:通策医疗、乐普医疗、益佰制药、恒瑞医药;以及及药品消费品化打开新成长空间的相关公司:马应龙、汤臣倍健。

■ 好业绩企业提供向上业绩弹性

在市场对医药行业趋于理智之时,我们看好业绩超预期可能的公司。我们认为,手握重金的新股和完成增发后的企业业绩超预期的可能性更大。我们看好刚完成 IPO,外延扩张倾向强烈的企业:康芝药业、瑞普生物;以及增发过后上市公司或存在业绩释放的相关公司:康恩贝、海南海药;

■ 风险提示

新医改推进的不确定性。

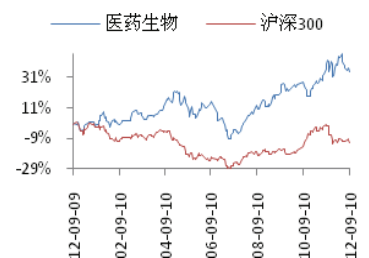
细分行业评级

中药	买入
生物制品	买入
医疗服务	买入

公司推荐

恒瑞医药	推荐
益佰制药	推荐
通策医疗	推荐
乐普医疗	推荐
康芝药业	推荐
瑞普生物	推荐
康恩贝	推荐
海南海药	推荐
马应龙	推荐
汤臣倍健	推荐

52 周行业走势图



相关报告

《攻守兼备组合拳-2010 年三季度医药行业投资策略》

《独依危楼,不信人间别有愁-2010 年二季度医药行业投资策略》

《医改 vs. 通胀-2010 年医药行业投资策略》

《儿科用药专题报告》

《溢价回落、政策明朗-医药行业三季度投资策略》

《生物制品、中药两子行业受益明确-医药行业二季度投资策略》





正文目录

1. 医药行业现状与估值.....	4
1.1 现状：政策不明犹在，行业趋势不改.....	4
1.2 估值：压力下的突破.....	5
2. 高增长企业与之同成长.....	8
2.1 现有医药领域创新，推动内生性增长.....	8
2.1.1 经营创新突破.....	8
2.1.2 技术创新突破.....	9
2.2 向快消品行业延伸，打开新的增长空间.....	11
3. 好业绩企业具有向上的业绩弹性.....	13
3.1 手握重金，外延式发展弹药足.....	13
3.2 增发后盈利提升或迎来业绩释放.....	14
4. 投资建议.....	19





图表目录

图 1: 医药工业总产值平稳增长 (亿元)	4
图 2: 医药工业各子行业增幅均有所提升 (亿元)	4
图 3: 医药商业效益逐步提升	5
图 4: 医院销售规模增长, 增速放缓	5
图 5: 2010 年医药行业辉煌表现	6
图 6: 医药跑赢中小板和创业板指数	6
图 7: 医药行业估值情况	6
图 8: 市盈率 2011 年预测值	6
图 9: 国内医药行业市值情况 (十亿元)	7
图 10: 美国医药行业市值情况 (十亿美元)	7
图 11: 辉瑞制药研发投入率	9
图 12: 国内医药企业研发投入率	9
图 13: 历年医药上市公司数量	13
图 14: 医药企业首发超募资金额 (百万元)	13
图 15: 我国药妆市场销售额情况 (亿元)	11
图 16: 日本药店药妆业务占比	11
图 17: 我国保健品市场销售额情况 (亿元)	12
图 18: 我国保健品各类规模占比	12
表 1: 部分上市公司经营变动	8
表 2: 历年一类新药审批分类情况	10
表 3: 部分上市公司待批文及处于临床一类新药	10
表 4: 2010 年上市企业首发超募资金 (亿元)	13
表 5: 2010 年 Q3 上市企业现金情况 (万元)	14
表 6: 2006-2010.11 医药板块增发募集资金简况 (单位: 亿元)	14
表 7: 2009-2010 年医药行业增发情况 (单位: 亿元)	15
表 8: 2009-2010 年医药行业增发分析	16
表 9: 医药上市公司快消品产品	11
表 10: 推荐公司及盈利预测	19





1. 医药行业现状与估值

在新医改的推动下，行业整个蛋糕的扩大毋庸置疑，并且从这几年来医药行业整体发展可以看出，行业向上发展的趋势未有改变。目前还有一些政策的不明朗化以及可能降价带来的压力对行业的影响仍然存在，但即便如此，我们认为明年医药行业增速依然值得期待。

1.1 现状：政策不明犹在，行业趋势不改

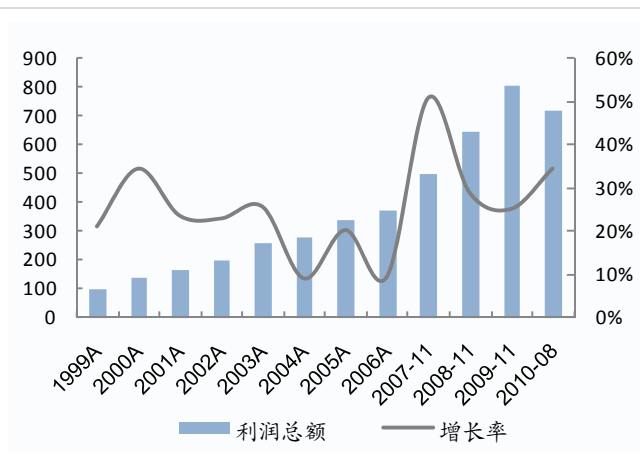
2010 年医药政策喜忧参半，从卫生部公布的覆盖率的情况来看，医改确实推动着医药行业受益面的扩大：截止 10 年 3 月，全国 31 个省份均已经确定实施基本药物制度的地区，覆盖了 1020 个县，包括县级市和市辖区，占全国总数的 35.7%，涉及政府办基层医疗卫生机构 1.8 万个，占全国总数的 38.7%，其中政府办城市社区卫生服务机构共 7907 个，占全国总数的 92%。政府办的乡镇卫生院 1.0 万个，占全国总数的 26.6%。但政策利空也同样如期而至，年中国家出台了药品价格的管理以及反商业贿赂等负面政策，也曾一度让市场风声鹤唳。

时至 2011 年，我们认为医药行业的政策仍有诸多不明朗之处，例如：

- 基药价格重估
- 十二五规划出台
- 基药目录的扩展版
- 新版 GMP 的出台

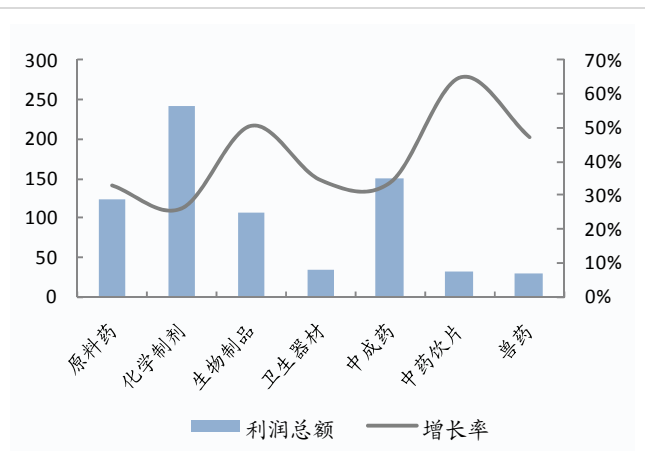
政策中既有对医药行业有正面的影响因素，也有负面的，虽然政策的雾里看花必然会对行业有一定的影响，但是即便政策不明，我们认为，并不妨碍医药行业的平稳增长，行业内的优秀企业依然能尽享医改春风。

图 1：医药工业利润总额平稳增长（亿元）



资料来源：浙商证券研究所

图 2：医药工业各子行业增幅均有所提升（亿元）



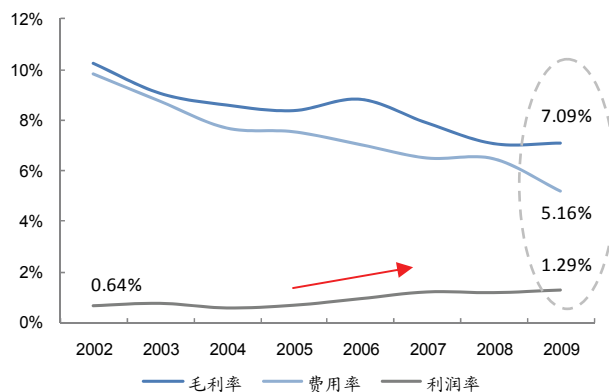
资料来源：浙商证券研究所





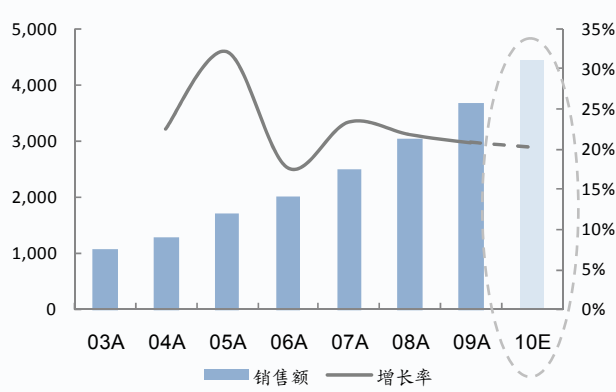
十年来我国七大类医药工业总产值的复合年增长率为 20.8%，今年 1-8 月医药工业受医改影响增速上升至 25.52%。我们认为，未来 2-3 年内医药工业的增速仍能维持在 25% 左右，而在各子行业中，今年增幅较明显的中药饮片、生物制品和兽药，我们认为依然是明年增幅较为确定的子行业。我们主要看好生物制品、中成药及中药饮片、兽药这几大子行业。生物制品和中成药子行业明确受益于国家政策的支持，中药饮片由于基数较小以及通胀等刺激因素，兽药则是在国家政策规范和支持后对行业及业内龙头企业的巨大推动作用。

图 3：医药商业效益逐步提升



资料来源：浙商证券研究所

图 4：医院销售规模增长，增速放缓



资料来源：浙商证券研究所

09 年我国医药商业的毛利率为 7.09%，毛利水平并不低（美国 5% 左右），但国内的盈利能力较差，主要原因在于国内商业集中度不高带来的费用率偏高（美国 3%），近年来随着国内商业企业跑马圈地后集中度的提升，商业的费用率呈持续下降的趋势。我们认为，未来的 2-3 年内医药商业的集中度提升将会更为明显，效益也仍将逐步向上。

医院总体市场自 03 年以来的年均增速在 20% 以上，受新医改的影响，医院药品销售价格下降，医院用药增幅预计将有所放缓。预计 2010 年全国医院用药总规模为 4428 亿元，同比增长 20%。我们认为，虽然未来医院用药规模增速有所放缓，但由于国家对民间资本进入医疗服务行业的积极态度不变，民营医院在未来几年将有明显的快速发展。

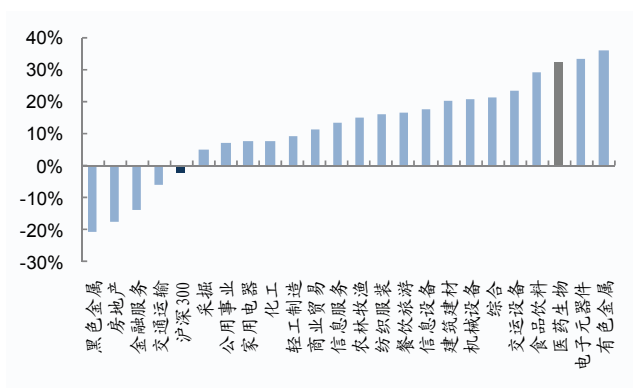
1.2 估值：压力下的突破

2010 年医药行业内上市公司整体表现亮眼，截止 12 月 9 日，行业跑赢沪深 300 约 35 个点，位居前三甲，医药行业指数不仅跑赢了沪深 300，还跑赢了中小板和创业板指数。尽管遭遇了行业政策，兼具防御型和进攻型的行业特性使医药指数未改向上的趋势，并一再刷新新高。





图 5：2010 年医药行业辉煌表现



资料来源：wind，浙商证券研究所

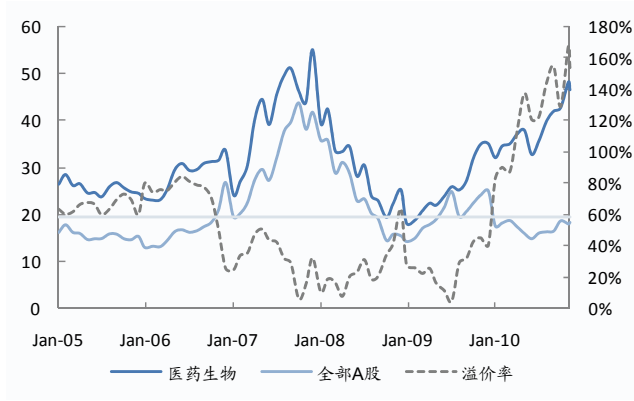
图 6：医药跑赢中小板和创业板指数



资料来源：wind，浙商证券研究所

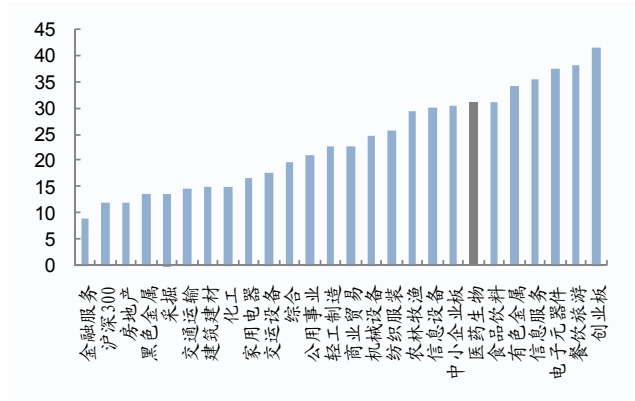
虽然上市公司基本面向好明确，但医药行业作为非周期性行业，其无论是行业还是公司（内生性）的利润增速都应该是相对较为平稳的。随着股价的不断推升，行业的估值目前接近历史高位（最高点为 07 年底 55 倍），而与全部 A 股的估值溢价率来看，则是远远超过历年来的均值水平（均值为 58%）。

图 7：医药行业估值情况



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 8：市盈率 2011 年预测值



资料来源：wind，浙商证券研究所

我们认为，虽然估值带来压力，但是医药行业指数以及行业内的优秀企业向上趋势不改。主要以下几方面原因：

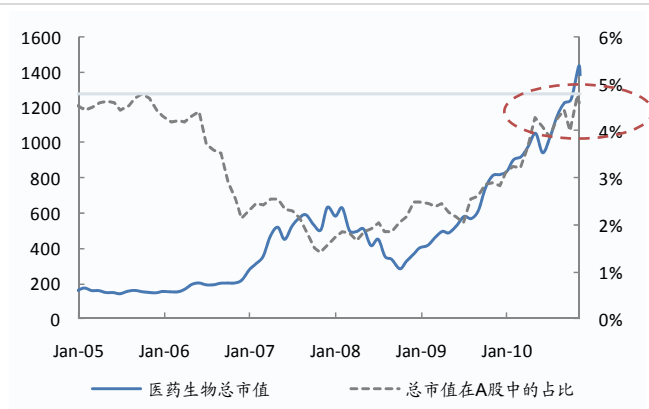
- **增长确定：**在全球及国内经济增长不确定的大环境中，医药行业因三架马车的拉动，是增长确定的几个行业之一；
 - ✓ 经济增长带来对医药消费需求的激增，从美国的经验来看人均 GDP 突破 3000 美金，医药消费迎来拐点；
 - ✓ 疾病的演变推升慢性病用药的需求，世卫组织的预测，至 2015 年国内慢性病造成的直接医疗费用将达到 5000 多亿美元；





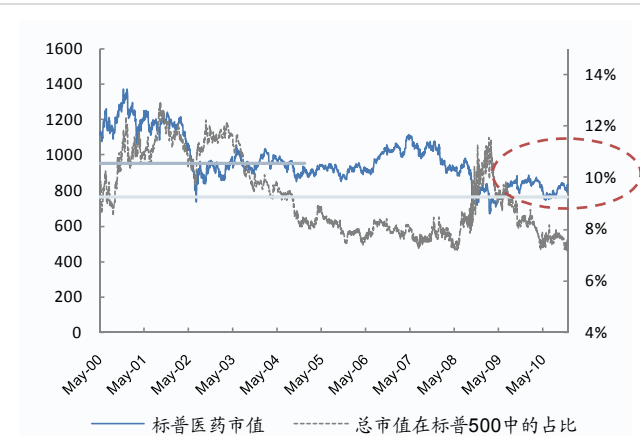
- **政策扶持：**即便基药价格要重估，但对于医药行业，政策还是以扶持为主，譬如将出台的生物医药行业振兴规划等；
- **市值上升空间大：**医药行业目前的总市值约为 138 百亿，占 A 股总市值的比例仅有不到 5%。借鉴美国情况来看，美国标普医药的市值占标普中的比例自 2000 年起均值接近 10%。尽管美国因医改而导致其行业市值下降，但截至 12 月 9 日，标普医药的总市值仍 83 百亿美元。无论从占比或绝对值来看，国内医药行业市值的上升空间都有很大的空间。

图 9：国内医药行业市值情况（十亿元）



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 10：美国医药行业市值情况（十亿美元）



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

我们认为，除了增加医药的新股发行节奏外，行业内优秀企业的良好表现也将助推医药行业总市值的提升。我们看好以下两类企业明年的表现：

- 高成长企业；
- 好业绩企业；





2. 高增长企业与之同成长

对于医药行业的高估值，很大程度是由于行业中有不少企业或正处于或即将呈现出高成长，并且其高成长具有持续性。虽然对于整个行业而言，如前文中提到的估值存在着一定的压力，但这其中处于高成长的企业，由于市场会提前反映企业盈利增长的预期，必然是在其自身合理价值的基础上出现溢价效应。当然，我们所说的估值溢价并不代表企业的价值高估。我们认为，对于高增长且具有持续性的企业是理应与之同成长的。

从众多医药企业的发展来看，企业的成长是呈阶梯式向上的过程。企业经过一段时期的积累，或通过传统优势领域创新突破、或依托优势资源进行行业延伸（如药妆和保健品）来助推企业上一个台阶。因此，我们认为，这两类高增长企业是具备我们所说的与之同成长特性的企业。

2.1 现有医药领域创新，推动内生性增长

医药行业的内生性增长较为稳定，不过当企业在经营或者产品上有新的突破之时，则是企业增长或进入新一轮的高成长时期的标志。因此，我们分这两类情况讨论。

2.1.1 经营创新突破

企业经营会根据外界环境的变化、内生增长的需求而做出相应的调整，或在战略上、或在管理层、甚至是营销策略上的调整，我们都不可忽视，其中不乏企业突破原有发展轨迹，另辟出一条高成长路径。

我们整理了部分上市公司在战略、管理层以及企业间合作等方面的变动。我们认为，企业之间合作的经营变动或能在业绩中有较快的反应，但是战略和管理层的变动对于企业的长期经营影响更为长远。

表 1：部分上市公司经营变动

战略变化	
益佰制药	战略重心重回医药，处方药增速稳定，OTC 销售改革仍在进行中，经营已经显现触底回升阶段
乐普医疗	正式从器械生产研发跨入药品生产领域，扩充其产业链条
通策医疗	未来除了口腔医疗业务，将朝向医院管理公司发展
紫鑫药业	与吉林省通化市人民政府、中国科学院长春分院经过友好协商，决定实施人参产业全面合作
贵州百灵	全资子公司与三元太宝公司签署《药材委托种植合同》，双方将联手共建万亩太子参种植示范基地。
双鹭药业	设立全资子公司，规划公司未来生物制药产业
万东医疗	调整产品结构初见成效，未来整合预期仍然强烈
新和成	立足有机化学合成技术，增发进军香精香料领域
管理层变动	





鱼跃医疗	原迈瑞的市场总监胡明龙先生加入公司，担任医院临床产品（DR、制氧机）销售工作
康恩贝	聘请原三九药业专业人士担任公司销售总经理，并且精细化客户分类
千金药业	今年4月、8月，千金的董事长、总经理相继更替，江端预接任董事长，王琼瑶接任总经理。王琼瑶是千金子公司湘江制药的董事长，一手组建了湘江药业强势的第三终端。
美罗药业	调整公司管理层，原总经理王杰不再担任总经理，专职负责国际商务工作，聘任杨峰为公司总经理，并对其他高管做了调整。
中新药业	针对医疗销售薄弱的问题，公司从外部引进营销高管

企业间合作

中恒集团	中恒集团与步长医药签订为期5年的全部医药产品总经销权协议
天方药业、乐普医疗	乐普医疗在增资天方药业全资子公司后，将持有该子公司49%的股权，天方药业控股51%，合资公司主要涉足降血脂、降血压及血小板治疗等心血管药物领域。
莱美药业、青海明胶	莱美药业拟收购青海明胶股份有限公司所持有的四川禾正制药有限责任公司全部100%股权，收购价为人民币9000万元。

资料来源：浙商证券研究所

总的来说，上述企业的经营突破都使上市公司出现投资机会。相对而言，我们较为看好益佰制药、乐普医疗和通策医疗。无论是像益佰制药的聚焦，还是像乐普医疗和通策医疗的延长产业链，都是企业在市场化竞争过程中找到了各自的增长点。

2.1.2 技术创新突破

对于医药企业，持续地推出专利新药的能力是体现企业竞争力最主要的考核指标之一。从国际医药市场整体格局来看，要想获得超额利润，成为医药食物链的主导者，成为标准的制定者，就必须在原研药领域取得话语权。处于医药金字塔顶端的原研药，虽然投入高、难度大，但往往也是高利润的象征，因此在医药企业中无论是研发投入的绝对值还是研发投入率都可以并且必须处于相对高位。

图 11：辉瑞制药研发投入率

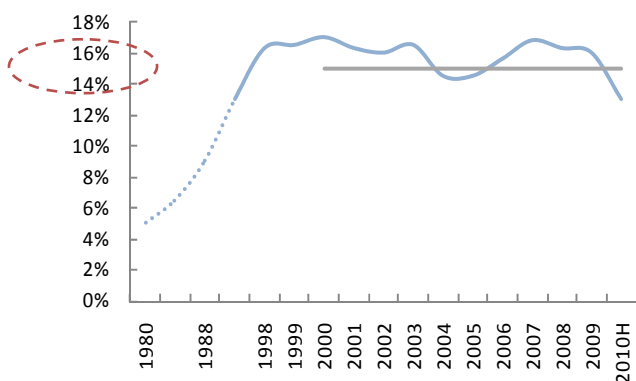
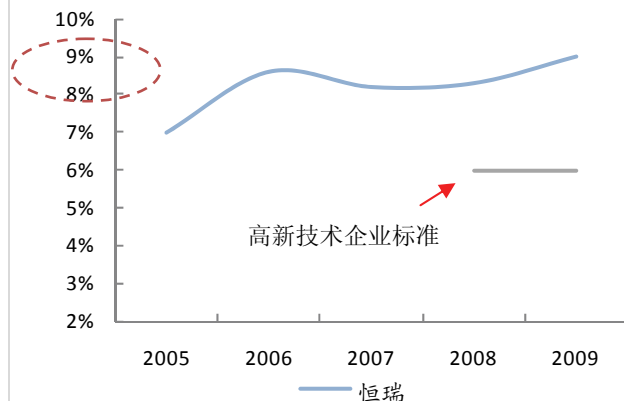


图 12：国内医药企业研发投入率





资料来源：浙商证券研究所

资料来源：浙商证券研究所

从上面两图的对比可以看出，我国目前新药的研发水平的投入比例尚处于初级阶段，即使是国内研发投入率较高的恒瑞，也仅达到全球药企巨头辉瑞的 1988 年的投入率水平，而大多国内制药企业的投入率在 2-5%，因此企业在技术创新方面上升空间很大。除此之外，我国的技术含量从全球的角度来看也尚处于初级阶段。

表 2：历年一类新药审批分类情况

	总件数	1 类新药			仿制药品批准
		化药	中药	生物制品	上市数目
2006 年	37	34	0	3	8598
2007 年	16	16	0	0	1636
2008 年	10	10	0	0	1415
2009 年	9	8	0	1	1712
合计	72	68	0	4	13361

资料来源：menet，浙商证券研究所

由于研发的强弱直接反映在企业的盈利情况上，拥有制药行业最富效率研究部门的默克公司在 1996-2001 年注册了 1933 种化合物，反映在 2009 年销售净利润高达 47.04%。因此我们借鉴国外经验，分析国内或投入积累较为丰厚、或研发效率较强的企业。

表 3：部分上市公司待批文及处于临床一类新药

	数量	新药
恒瑞医药	10	艾瑞昔布、盐酸卡曲沙星、瑞格列汀、甲磺酸阿帕替尼、苹果酸发米替尼、非洛他赛、氯吡格雷片、盐酸右氯胺酮、厄贝沙坦氯氯地平片、厄多司坦氨溴索
双鹭药业	7	扶济复凝胶剂、复合干扰素、胸腺肽 $\alpha 1$ 注射液、长效立生素、重组人甲状旁腺激素、注射用重组人生长激素、注射用假丝酵母尿酸氧化酶
誉衡药业	4	银杏内酯 B 注射液、注射用秦龙苦素、注射用头孢他啶他唑巴坦钠、注射用头孢噻肟钠他唑巴坦钠 (3: 1)
海正药业	3	卢比替康、赛铂胶囊、注射用埃博霉素 B
恩华药业	1	盐酸埃他卡林片
信邦制药	1	人参皂苷-Rd
人福医药	1	注射用磷丙泊酚钠
江苏吴中	1	重组人血管内皮抑素注射液

资料来源：浙商证券研究所

虽然目前国内的一类新药审批难度较大时间较长，但是上述公司一旦获得一类新药的批文，对于企业而言都是一次大的转折点。恒瑞医药由于待批及处于临床的一类新药最多，且企业自身营销能力强，或因此使企业更上一个台阶。





2.2 向快消品行业延伸，打开新的增长空间

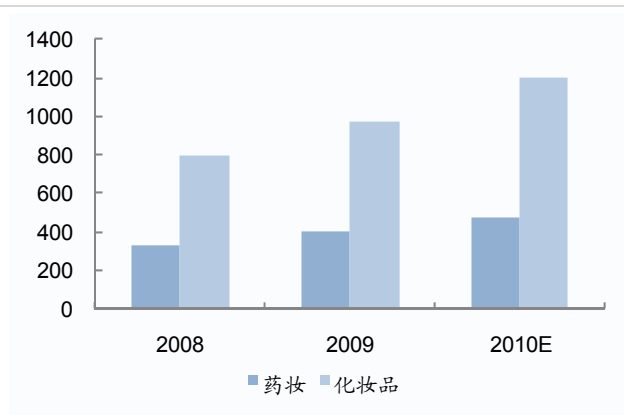
自云南白药走出了快消品的道路，并用实际业绩告诉同行以及投资人这条道路的可行性后，传统中药企业都纷纷在“药-妆-食”的道路上进行探索。医药本就属于刚性需求，而当中药企业突破药食同源的界限，涉足快消品领域，“刚性需求”的版图无疑又被扩大了很多。除此之外，众多医药企业开始抢占药妆和保健品这两块高地，不仅仅出于可见的利润和市场，还由于在该领域受政策的影响颇为有限，更多的是对产品的消费定位、品牌的认可度以及渠道的控制力。

表 4：医药上市公司快消品产品

	上市公司	品牌	营销渠道
药妆	上海家化	佰草集、玉泽	佰草集生活馆、丝芙兰个人护理店
	片仔癀	皇后牌、片仔癀	针对中国人肤色的祛黄亮白系列
	马应龙	马应龙八宝	药店终端
	康恩贝	萃芙理	药店终端
	广州药业	陈李济	万宁连锁超市
	同仁堂	同仁堂麦尔海	同仁堂伊颜坊
	云南白药	云南白药牙膏	大型商超
保健品	东阿阿胶	桃花姬膏	大型商超
	中恒集团	双钱牌龟苓宝	大型商超
	汤臣倍健	汤臣倍健、十一坊、顶呱呱	药店终端、屈臣氏等商超终端

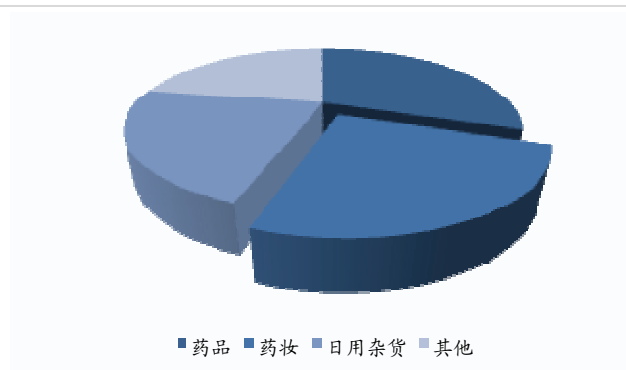
资料来源：浙商证券研究所

图 13：我国药妆市场销售额情况（亿元）



资料来源：美容化妆品业商会，浙商证券研究所

图 14：日本药店药妆业务占比

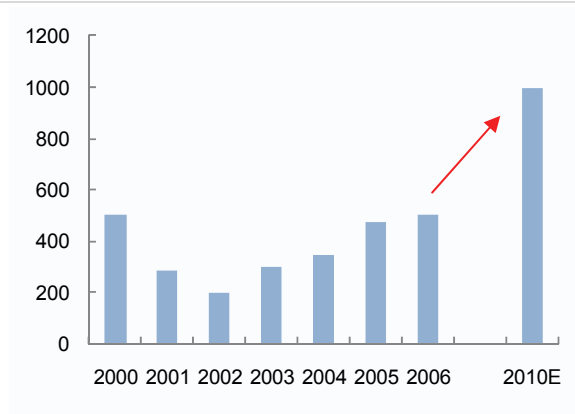


资料来源：日本零售研究所，浙商证券研究所



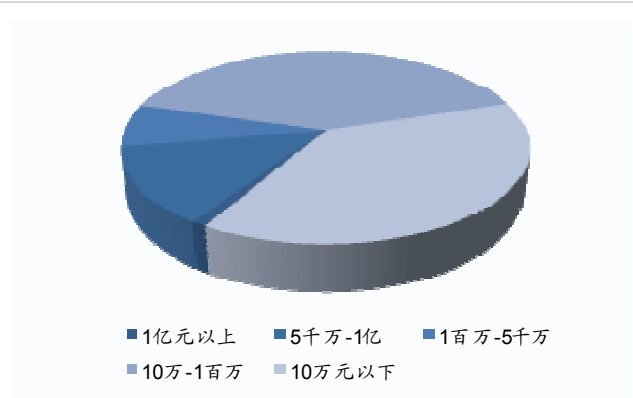


图 15: 我国保健品市场销售额情况 (亿元)



资料来源: 中国保健品协会, 浙商证券研究所

图 16: 我国保健品各类规模占比



资料来源: 中国保健品协会, 浙商证券研究所

这些企业进军快消品领域, 为未来的高增长打下了基础。综合考虑, 我们认为, 马应龙由于原有基数较小增速较快, 值得期待; 而汤臣倍健上市之后超募资金或使公司在保健品领域里面更能有所作为, 企业业绩快速增长毋庸置疑。





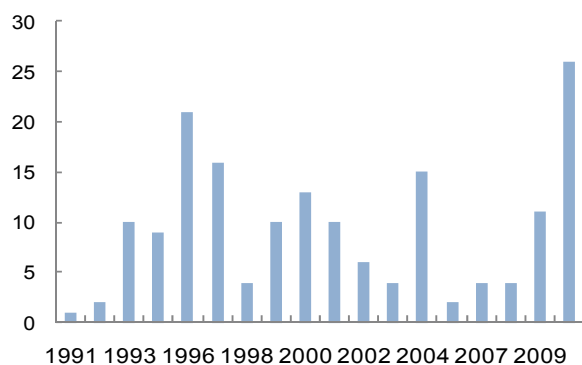
3. 好业绩企业具有向上的业绩弹性

在追求高成长的企业之外，我们认为市场同样会被有较大可能业绩超预期的企业所吸引。我们认为从大方向来看，IPO 带来的巨额超募资金为外延式扩张提供了想象空间，增发后多数企业因盈利能力的提升有释放业绩的可能。

3.1 手握重金，外延式发展弹药足

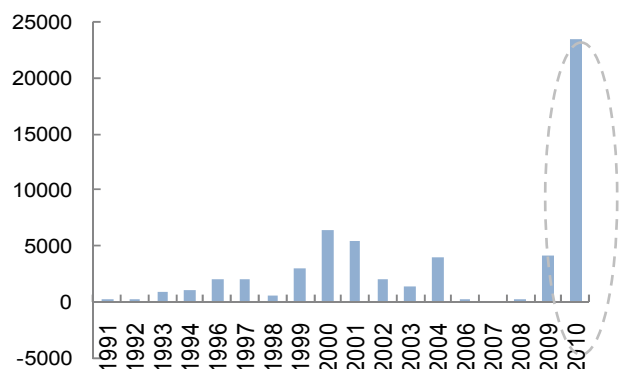
2010 年医药板块共有 26 家新股 IPO，创下了历年来上市公司数量和融资额两大新高。而且今年上市的医药企业，大都受到了资本的热捧，超募资金也同样创下了历年来之最。由于医药行业细分领域较多，这些医药企业的上市为增添了行业的多样性。

图 17：历年医药上市公司数量



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 18：医药企业首发超募资金额（百万元）



资料来源：wind，浙商证券研究所

众多新股在上市之前做大做强的愿望或受到限制，而上市后手持重金，或通过兼并、购买、合作等外延式方式来拓展自身产品线。由于不少医药新股目前产品线较为单一，仅聚焦于某一细分领域，外延式的拓展能使企业较快的解决产品单一带来的风险，企业也能由小变大。但是必须注意的是企业超募资金的使用是否得当，由于医药行业普遍不差钱，时至今年资金又较为泛滥，外延式扩张不仅难度较大，而且资产容易存在高溢价。

表 5：2010 年上市企业首发超募资金（亿元）

首发超募资金		首发超募资金	
海普瑞	48.52	汉森制药	4.93
科伦药业	32.81	信邦制药	4.65
沃森生物	18.07	蓝帆股份	4.47
誉衡药业	12.40	华仁药业	3.78
汤臣倍健	12.24	福瑞股份	3.73
力生制药	11.32	九九久	3.69
康芝药业	11.29	九安医疗	3.33
贵州百灵	10.30	永安药业	2.57





九州通	9.93	嘉事堂	2.25
智飞生物	8.08	亚太药业	2.06
上海凯宝	6.87	易联众	2.05
香雪制药	6.81	精华制药	1.84
太安堂	5.65	仙琚制药	1.56

资料来源：wind，浙商证券研究所

总体而言，企业的外延式扩张一定程度上反应了公司经营的积极态度，因此至少使公司存在交易性机会，但由于目前医药行业整体外扩的价格较高，因此我们较为看好康芝药业的方式，通过增资控股的方式来拓展自身产品线，并且由于前期合作接触较为充分，因此外延式扩张无论价格以及其后的合作都较为合理和顺利。

除了新股存在外延的可能，已上市的不少公司也同样现金流非常充裕，同样也有扩大经营规模的可能。在国家稳健货币政策的背景下，资金充裕的上市公司必然是会有发展机遇。

表 6：2010 年 Q3 上市企业现金情况（万元）

	三季末现金（万元）		三季末现金（万元）
上海医药	532,635	华北制药	101,042
康美药业	268,895	东北制药	98,237
哈药股份	259,691	桂林三金	92,512
新和成	223,012	恒瑞医药	92,264
同仁堂	200,819	双鹤药业	90,348
复星医药	200,658	国药股份	89,351
云南白药	146,524	华兰生物	88,705
华润三九	146,232	爱尔眼科	84,711
贵州百灵	138,606	九芝堂	76,998
东阿阿胶	136,913	紫鑫药业	76,430
乐普医疗	128,392	金陵药业	71,534
南京医药	125,092	奇正藏药	70,988
众生药业	105,834	浙江医药	70,408
健康元	105,048	丽珠集团	69,752
信立泰	101,891	马应龙	69,269

资料来源：wind，浙商证券研究所

3.2 增发后盈利提升或迎来业绩释放

自 06 年起医药行业不少已上市的公司通过增发方式来获得融资，充分使用了二级市场的融资平台，并且从历史经验来看，企业在融资后盈利能力有明显改善。

表 7：2006-2010.11 医药板块增发募集资金简况（单位：亿元）

	2006	2007	2008	2009	2010
--	------	------	------	------	------





000538	云南白药			13.94	
601607	上海医药				168.39
000597	东北制药			3.5	
600713	南京医药				5
000650	仁和药业				7.1
600062	双鹤药业			6.72	
600079	人福医药				5.9
000788	西南合成				2.3
600161	天坛生物				3.9
600196	复星医药				6.55
600267	海正药业				6.7
600297	美罗药业			2.94	
600252	中恒集团				3.82
600518	康美药业	5.04	10.48		
600529	山东药玻		3		
600535	天士力		2.88		10.6
600557	康缘药业		2.97		
600351	亚宝药业			3.63	
600587	新华医疗		2.37		
600572	康恩贝		3.04		4.23
002001	新和成				11.5
002007	华兰生物			2.8	
002019	鑫富药业				3.51
002107	沃华医药			2.73	
002223	鱼跃医疗				2.68

资料来源: wind, 浙商证券研究所

表 8: 2009-2010 年医药行业增发情况 (单位: 亿元)

代码	简称	增发方式	2009 年增发情况			2010 年增发情况		
			进度	价格	数量 (百万股)	进度	价格	数量 (百万股)
000650.SZ	仁和药业	定向增发	实施	11.84	60			
600267.SH	海正药业	公开增发	实施	19.43	34.5			
		定向增发				股东大会通过	>22.53	<60
002019.SZ	鑫富药业	公开增发	实施	11.98	29.32			
600079.SH	人福科技	定向增发	实施	7.15	82.5			
000788.SZ	西南合成	定向增发	实施	5.36	42.8723			
002100.SZ	天康生物	定向增发				实施	21.37	10.6
600713.SH	南京医药	定向增发				实施	10.9	45.87
600196.SH	复星医药	定向增发				实施	20.6	31.82
600572.SH	康恩贝	定向增发				实施	15.21	27.8
002223.SZ	鱼跃医疗	定向增发				实施	32	8.38
002001.SZ	新和成	定向增发				实施	38.05	30.22
600252.SH	中恒集团	定向增发				实施	31.85	12
002118.SZ	紫鑫药业	定向增发				证监会批准	>11.29	<90





600535.SH	天士力	定向增发	证监会批准	>26.73	20-40
600750.SH	江中药业	定向增发	证监会批准	>26.36	15-22
600866.SH	星湖科技	定向增发	股东大会通过	>9.6	<50
000566.SZ	海南海药	定向增发	股东大会通过	>16.31	<70
000597.SZ	东北制药	公开增发	股东大会通过	>20.33	<150
002004.SZ	华邦制药	定向增发	股东大会通过		
000790.SZ	华神集团	定向增发	董事会预案	>8.92	<30
600253.SH	天方药业	定向增发	董事会预案		60-100

资料来源: wind, 浙商证券研究所

就这两年融资情况来看, 其中多数企业采用定向增发的方式或建设新项目或向集团购买优质资产, 这些项目为公司未来盈利能力的提升打下了基础。我们下面做了简单分析。

表 9: 2009-2010 年医药行业增发分析

简称	资金投向	备注
仁和药业	募集资金净额 6.89 亿元, 其中 6.16 亿元用于收购康美公司和药都仁和 100% 股权, 剩余部分补充流动资金。	公司有集团下优质医药资产整体上市的想法, 而收购两子公司后对上市公司而言也大幅提升了妇炎洁系列产品 (33% 上升至 60% 以上)、胃康灵胶囊 (40% 上升至 55%) 等产品的毛利, 基于集团承诺未来三年康美公司和药都仁和增长率, 我们预计公司 10、11 年营收维持在 15% 左右的增长。
海正药业	募集资金净额 6.5 亿元, 其中 4.2 亿元用于抗寄生虫药用项目, 1 亿元左右用于生产技改, 8.7 千万元用于收购集团研发中心, 剩余部分补充流动资金。	公司增发前财务费用负担较重, 因此增发改善了公司的负债情况, 对公司的资金问题有较好的缓解, 促使公司有积极释放业绩的动力。加上近来出口回暖, 公司制剂升级也使得公司业绩释放的可能。我们预计公司 10、11 年的 EPS 分别为 0.72、1.00 元。
鑫富药业	拟募集资金 13.66 亿元, 本次募集资金投资项目的产品包括: 细胞毒抗肿瘤药、培南类注射剂、抗结核病类非细胞毒注射剂三大类	公司已处于产业升级的过程中, 资本投入较大, 因此公司必须还要再次融资, 顺利融资后将降低公司资产负债率, 减少财务费用, 提升公司偿债能力, 有利于公司长期发展
人福科技	募集资金 4.8 亿元, 其中 1.8 亿元用于建生产线和扩产, 3 个 8 千万元分别用于异地搬迁 GMP 改造, 物流中心建设以及研发中心建设, 剩余部分偿还贷款	公司是一家典型的外向型单一产品的生产企业, 业绩易受泛酸钙价格波动。公司投向 PBS 项目主要为公司发掘第二个利润贡献点。公司 07 年提出增发方案, 07-08 年先用自由资金投入项目, 资金到位后进行置换, 基于 09 年的前期准备工作, 10 年将销售产生业绩。虽然产品市场前景广阔, 但由于项目较为新颖, 在成为新的利润增长点之前, 预计在 10 年该项目的业绩贡献有限
西南合成	向北大国际医院集团非公开发行股份 (发行 42,872,311 股 A 股股票), 用于购买北大国际医院集团所持有的全部大新药业 90.63% 的股权	项目意义主要在于解决麻药和计生药的产能的不足, 以及物流和研发的加强。公司原涉猎多领域, 自 06 年起逐渐收缩其他业务, 做精医药业务。公司募投的几个项目投资回收期均在 4.5 年以上, 因此短期贡献业绩有限。大新是国内技术水平较高的生物发酵制药企业之一, 有 4 个原料药通过 FDA 的认证。收购大新是方正集团医药资产整合的第一步, 方正集团欲将西南合成打造成医药产业整合平台, 逐步实现方正集团医药产业的整体上市。大新装入上市平台后 09 年就已贡献业绩。预计 10、11 年的 EPS 分别为 0.40、0.52 元





天康生物 募集 2.12 亿元, 其中 1.5 亿元用于棉籽脱酚蛋白生产线建设, 剩余部分补充奎屯生产线建设的流动资金

南京医药 募集约 5 亿元, 用于偿债

复星医药 募集 6.4 亿元, 其中 3.7 亿元用于重组人胰岛素产业化项目, 1.9 亿元用于青蒿琥酯项目, 7.4 千万用于体外诊断项目

康恩贝 募集 4.23 亿元, 其中 2.45 亿元用于基本药物目录扩产项目, 9.1 千万用于营销网络建设, 8.7 千万用于银杏叶种植基地建设项目

鱼跃医疗 募集 2.5 亿元, 其中 1.5 亿元用于制氧机和轮椅车的技改, 6 千万元用于医用压缩机产业化, 4 千万元用于研发中心改造

新和成 募集资金净额 11.5 亿元, 其中 4.7 亿元用于 VE 异地改造, 剩余资金用于投建香精香料产品线

中恒集团 募集 3.6 亿元, 其中 2.4 亿元用于注射用血栓通产业化项目, 8 千万元用于中华跌打丸系列产品扩建, 4 千万用于研发中心建设

紫鑫药业 拟募投不超过 9.87 亿元, 在通化、延吉、磐石、敦化分别建设四个人参生产加工基地

天士力 拟募投不超过 10.69 亿元, 其中 3 亿元用于复方丹参滴丸扩产项目, 2.5 亿元现代中药固体制剂扩产, 其余资金用于研发、配送、基地建设等

江中药业

星湖科技 用于年增 4,000 吨呈味核苷酸二钠技改项目
1.7 亿元增资人工耳蜗扩建项目, 5 亿元用于头孢中间体建设项目, 1 亿元用于海药研发项目, 剩余部分补充流动资金

东北制药 拟募集 30 亿元, 用于公司原料药产区的搬迁, 涉及全部原料药产品, 并扩大 VC 深加工能力

公司调整了增发预案, 缩减了补充奎屯 12 万吨棉籽脱酚蛋白生产线建设项目流动资金。阿克苏 12 万吨棉籽脱酚蛋白生产线目前正处于建设初期, 预计 2010 年 11 月建成投产、2012 年达到满产。

公司随着销售规模的不断扩大, 资金的需求度也逐渐增加, 导致公司负债率逐年提升。公司此次募集资金用于偿还银行贷款, 使负债率得以明显下降。假设按 5.31% 的贷款利率计算, 节约财务费用=5 亿元*5.31%=2655 万元(税前)。

公司商业部分获得了足够的收益, 未来将重点强化工业, 而公司三个投资方向都是为工业的发展做铺垫, 产品仍是集中在公司的主营细分领域。不过即使项目获批实施后, 在公司商业光环笼罩下, 对公司 10 年的业绩影响也不大。

基层药物目录出台后, 我们一直看好公司的前列康片(胶囊), 适宜在基层推广且公司的产品在该品种里市场份额有绝对优势, 公司募集资金的投向也主要用于拳头产品和成熟品种的更新扩产, 但该项目的投资回收期有点长。另一投向用于营销网络建设的或能提升公司今年业绩。公司目前的优势除了专注基层医疗顺应国家发展需求外, 增发价格较高也使公司具有安全边际。耗材型医疗企业在基层推广的过程必然受益, 并且公司本次募集资金项目集中在主要产品的技改和研发上, 可以看出公司有意识在做企业转型, 当然首先满足了公司产能的扩张, 新增年产 12 万台小型制氧机和 15 万辆手动轮椅车的生产能力等。公司几个项目的投资回收期 3-5 年不等, 即使去年公司增发计划出来后以自有资金先行建设, 预计 10 年对业绩影响也不甚明显, 但若今年能顺利增发, 不排除公司有释放业绩的动力。

公司增发进军香精香料主要看好该领域的市场规模庞大以及需求稳定。另外公司涉猎香精香料与公司的维生素由于在生产上有许多相似处, 两者能产生协同效用。预计募投项目完成后能实现销售收入 24.17 亿元, 实现净利润 11.61 亿元。今年公司自身 VE 景气持续, 再加上增发后有释放业绩的动力, 我们预计公司 10、11 年 EPS 分别为 3.41、3.25 元。

公司募集主要用于拳头产品扩产, 公司的注射用血栓通冻干粉针二期设计产能年产是现有产能的两倍(6000 万瓶), 预计达产后实现销售收入 3.75 亿元, 公司目前已用自有资金在建, 预计今年除了能提高公司的销售收入, 还因产量的释放减少代工降低生产成本。

从市场需求来看, 近几年国际国内市场对人参的需求数量都在逐年增长。公司依托地域优势, 业绩或有可能提升

公司的复方丹参滴丸 3 期临床试验正在积极准备中, 公司此次将募投资金用于滴丸的扩产等将为未来公司快速增长打下基础。除了募投项目外, 未来生物制品也将撑起公司的业绩贡献, 但短期暂不考虑新品上市, 我们预计 10、11 的 EPS 分别为 0.82、1.01 元。

增发募资主要是为了扩充公司产能, 较好的解决公司目前产能瓶颈的问题, 为公司快速发展做准备。

增发扩产项目正待审批

公司的亮点在于人工耳蜗, 由于该领域市场容量极大, 若获得批件并随后实现量产和销售则对公司业绩产生大幅度提升。预计 4 月或能获得批件, 若如此公司增发项目则能加快进度。

公司由于涉及到原料药厂几乎所有的产品, 因此计划先建设再搬迁防止影响当期产出。预计募投项目完成后能实现销售收入 32.66 亿元, 实现净利润 7.95 亿元。





华神集团	拟募集 2.75 亿元，其中 1.35 亿元是用于制药厂技改扩建及新药研发，6.5 千万是用于生物技改扩建及利卡汀的研究	公司生物技改扩建项目已基本完工，其余项目预计在 2012 年投产。公司生物研发的产品中冻干滴眼用重组人表皮生长因子和氧化低密度脂蛋白定量测定试剂盒均或在明年开始贡献业绩。
天方药业	1、年产 10000 吨维生素 B3 项目、1000 吨维生素 K3 项目；2、年产 500 吨头孢系列原料药项目；3、年产 300 吨去甲金霉素项目；4、控股子公司河南省医药有限公司物流基地项目。	本次募集资金到位后，将使公司的资产负债率下降，提高公司的盈利能力，同时公司净资产将大幅提高

资料来源：浙商证券研究所

除仁和药业和西南合成是向集团买优质资产对当期业绩产生明显影响，其他待实施待审批的项目多数很难在 2010 年贡献业绩，即使能产生利润的，也对业绩提升有限。但公司的增发项目让我们看到了发展方向，并且随着增发的顺利进行，公司也有释放业绩的动力存在。我们就项目的前景以及目前的安全边际来考虑，较为看好海南海药和康恩贝。





4. 投资建议

从新医改撬动了大众对医药的需求开始，医药企业就步入了成长的黄金时期。短期来看，虽然估值给医药行业再上一个台阶产生了一定的压力，但是正如前文所说，无论是从医药三架马车的拉动、政策的扶持、还是与国外相比下国内市值巨大的上升空间，我们认为医药行业指数以及行业内的优秀企业向上趋势不改。我们看好以下两大逻辑下的四大主线：

高增长企业与之同成长：

- 1、内生改善助公司更上台阶。相关公司：通策医疗、乐普医疗、益佰制药、恒瑞医药；
- 2、药品消费品化拓宽医药外需求路。相关公司：马应龙、汤臣倍健。

好业绩企业提供向上的业绩弹性：

- 3、超募资金为外延扩张提供弹药。相关公司：康芝药业、瑞普生物；
- 4、增发过后上市公司或存在业绩释放。相关公司：康恩贝、海南海药。

表 5：推荐公司及盈利预测

	营业收入(百万元)			摊薄 EPS(元)			P/E		
	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
通策医疗	189.24	256.11	346.68	0.14	0.31	0.43	154	68	49
乐普医疗	565.20	748.66	1018.96	0.72	0.49	0.67	44	65	47
益佰制药	1307.40	1464.29	1698.57	0.52	0.50	0.67	41	43	32
恒瑞医药	3028.96	3725.62	4657.03	1.07	1.06	1.31	52	52	42
马应龙	1021.98	1208.80	1397.14	1.09	0.91	1.20	36	43	32
汤臣倍健	205.29	343.32	530.69	0.95	1.68	2.72	166	94	58
康芝药业	218.78	336.29	579.20	0.98	1.44	2.28	86	58	37
瑞普生物	285.36	369.00	477.00	0.83	1.29	1.87	91	58	40
康恩贝	1406.54	1862.76	2237.16	0.31	0.50	0.67	68	42	32
海南海药	517.21	515.46	728.43	0.31	0.21	0.40	89	131	69

资料来源：浙商证券研究所





20 December 2010 | 1 pages

通策医疗(600763)

政策+行业催生公司成长可期

——通策医疗(600763)研究报告

金嫣

执业证书编号: S1230209050109

86-21-64718888-1241

jinyan@stocke.com.cn

本报告导读:

- 政策导向, 国退民进; 口腔医疗行业潜力巨大
- 内生性增长可持续, 外延式扩张可期待

投资要点:

■ 政策导向医疗服务行业尝试国退民进

今年2月卫生部发布了《公立医院改革试点的指导意见》, 提出鼓励、支持和引导社会资本进入医疗服务领域。我们认为公立医院的改革进程中蕴涵着大量的改制和并购机会, 尤其在专科医院领域。国家政策导向的大背景下, 有特色有品牌有规模的医疗服务企业率先受益。

■ 口腔医疗行业潜力巨大

国内口腔医疗行业由于消费意识跟不上, 因此人均消费远低于发达国家水平。以上海为例, 牙医与普通人的比例仅为 1: 7500, 而美国的同类数据位 1: 1000, 有明显差距。国内需要治疗而未经治疗的人数占有口腔疾病患者的比例高达 94.5%。未来随着国内经济水平的提升, 口腔护理理念的普及, 行业发展潜力巨大。

■ 内生性增长可持续, 外延式扩张可期待

公司受益行业快速增长, 并且目前对于口腔医疗保健的需求早已从原先的单纯的拔补牙扩展到整个口腔治疗、保健范围, 如洗牙、美白、正畸、种植等高附加值业务, 在此推动下公司的内生增长有望持续。在政策导向的大背景下, 公司作为国内唯一的口腔医疗上市公司, 其先发优势较为明显, 未来公司也将借行业契机通过并购的方式来扩张其版图。

■ 投资建议: 买入

预计 10-12 年 EPS 分别为 0.31、0.43、0.56 元。我们看好公司产业升级之路, 给予“买入”评级。

评级: 买入

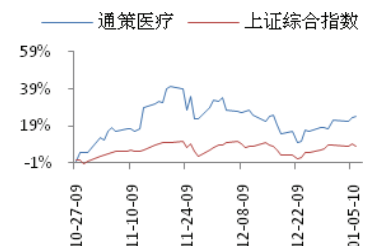
上次评级:

目标价格:

上次预测:

当前价格: ¥ 17.00

单季度业绩	元/股
3Q/2010	0.13
2Q/2010	0.07
1Q/2010	0.06
4Q/2009	-0.02



公司简介

公司于 2006 年通过置换入杭口腔医院资产完成重组, 由 ST 中燕变更为目前的通策医疗。经过三年多的发展、并购和建设, 公司已经发展成为以杭州口腔医院为核心的, 拥有 8 个医院片区的专业口腔医疗公司。

报告撰写人: 金嫣

数据支持人: 金嫣

财务摘要 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入	189.24	256.11	346.68	455.33
(+/-)	36.02%	35.33%	35.36%	31.34%
净利润	21.73	49.79	68.96	89.02
(+/-)	44.33%	126.22%	38.12%	28.89%
每股收益 (元)	0.14	0.31	0.43	0.56
P/E	140.27	62.01	44.89	34.83





20 December 2010 | 1 pages

马应龙(600993)

治痔药、医院、药妆上下游求索

——马应龙(600993)研究报告

✍ 金嫣

执业证书编号: S1230209050109

☎ 86-21-64718888-1241

✉ jinyan@stocke.com.cn

本报告导读:

- 唯一的外用治痔类药物期待基层放量
- 民营医院与药妆拓展盈利新空间

投资要点:

■ 专科霸主多元化拓宽发展之路

公司产品属肛肠用药物,目前占该领域 40%以上的零售市场份额,是该领域的龙头霸主。但由于这个行业市场规模增长较为平稳,因此公司需要也必须拓宽新的领域,公司一方面开发出多规格全系列的肛肠用药,另一方面延长产业链,向肛肠医药和药妆产品等多业务突破。

■ 唯一的外用治痔类药物期待基层放量

马应龙痔疮膏作为唯一外用治痔类药物进入基本药物目录,由于未来政府办基层医疗市场 100%配备使用基本药物,因此痔疮膏将在基本医疗市场放量。上市以来痔疮膏经过四次提价,而 09 年 6 月,痔疮膏 10 装由 4.5 元每支提升至 5 元每支,09 年 11 月又提升至 6.1 元每支。按照发改委制定的 9.3 元最高零售价和 30%的流通差价率计算,公司还有进一步提价的可能。公司小产品地奥司明片及痔疮消炎片也快速增长,并使公司产品系列更为完善。

■ 民营医院与药妆拓展盈利新空间

公司第一家肛肠医院于 08 年开设,目前已经拥有 2 家肛肠医院,预计今年将小幅盈利,随着政策的鼓励,民营资本进入医疗市场的积极性提高,公司在该领域未来盈利的空间也在提升。马应龙八宝去黑圈眼霜是公司药妆的第一个产品。09 年试销后市场反映良好,今年公司将大力推广其市场的销售,虽然渠道有待完善,但也为公司打开了一个新领域的发展空间。

■ 投资建议: 买入

我们预计公司 10-12 年的 EPS 业绩为 0.91、1.2、1.57 元,给予公司“买入”评级。

财务摘要(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入	1021.98	1208.80	1397.14	1634.72
(+/-)	26.23%	18.28%	15.58%	17.00%
净利润	189.19	159.99	208.06	268.78
(+/-)	123.90%	-16.22%	31.86%	30.52%
每股收益(元)	1.09	0.91	1.20	1.57
P/E	35.81	42.74	32.42	24.84

评级: 买入

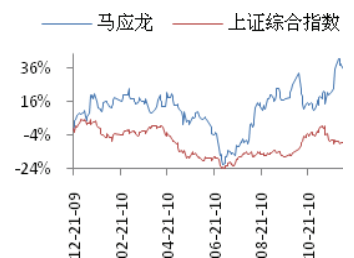
上次评级:

目标价格:

上次预测:

当前价格: ¥46.01

单季度业绩	元/股
3Q/2010	0.13
2Q/2010	0.21
1Q/2010	0.31
4Q/2009	0.17



公司简介

公司是经国内贸易部认定的中华老字号企业,是一家涉足于药品制造、药品研发、药品批发零售、连锁医院等多个领域的专业化多功能国际化的医药类上市公司。公司产品包括马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、龙珠软膏等独家药品超过 20 个品种,生产设施和生产能力均位居国内领先水平。

相关报告





20 December 2010 | 1 pages

康芝药业(300086)

内生看复制，外延创规模

——康芝药业(300086)研究报告

✍ 金嫣

执业证书编号: S1230209050109

☎ 021-64718888-1241

✉ Jinyan@stocke.com.cn

本报告导读:

- 儿童用药市场前景广阔、竞争温和
- 公司销售模式下可复制增长值得期待

投资要点:

■ 儿童用药市场前景广阔、竞争温和

在过去的六年中，儿童用药市场销售额（限药品说明书标明）保持了年均11.64%的增速，预计未来我国儿童药销售额还将继续保持年均两位数以上的增长速度。儿童用药市场虽大，但由于其特殊性等多种因素，导致专业生产厂家寥寥无几。国内绝大多数制药企业都是通过少量儿童药专科品种来进行销售和宣传，在实力较强的大中型制药企业中，儿童药往往作为一个小分支来发展。较成人药的激烈化竞争度来看，儿童用药领域目前的竞争度还是较为温和的。

■ 公司销售模式下可复制增长值得期待

公司依托瑞芝清产品建立了自身的品牌和销售网络，与千余家代理商的利益协同、关系融洽，建立了扁平化管理的高效率共赢销售模式。公司在此销售管理模式，明年有望成功复制鞣酸蛋白酵母散。公司深知儿童用药的市场特征，无论是工艺或是包装都能较好的抓住患儿和市场的需求。公司该产品的市场还较为分散，有较大潜力可以挖掘。公司有望通过该产品在儿腹泻领域取得较大份额，并且通过该产品进入第二终端领域。

■ 投资建议

在上述假设前提下（不考虑其他收购），预计2010~2012年公司分别实现收入3.36、5.79和7.86亿元，分别实现归属于母公司净利润144.1、227.6、316.18百万元；对应每股收益分别为1.44、2.28和3.16元。考虑到公司2011年储备收购品种或有逐步收购完成的可能，公司2012年业绩超预期是大概率事件。虽然公司目前估值不低，但是由于公司具备渠道优势以及外延的可能，值得与公司共同成长，给予公司“买入”评级。

■ 股价催化剂

超募资金的收购公告；业绩超预期以及高送配的可能。

财务摘要（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入	218.78	336.29	579.20	785.63
(+/-)	61.05%	53.71%	72.23%	35.64%
净利润	97.58	144.13	227.62	316.18
(+/-)	97.03%	47.71%	57.93%	38.91%
每股收益（元）	0.98	1.44	2.28	3.16
P/E	65.00	58.68	37.16	26.75

评级:

买入

上次评级:

目标价格:

上次预测:

当前价格:

¥ 83.08

单季度业绩	元/股
3Q/2010	0.40
2Q/2010	0.29
1Q/2010	0.33
4Q/2009	0.37



公司简介

公司是以医药为主营业务、集科研生产销售于一体的大型医药企业。目前已拥有中西药品文号30多个，其中国家级新药6个，国家中药保护品种1个。瑞芝清市场占有率在同类产品中全国排名第一。公司一直专注于儿童用药的生产研发，在儿童用药领域的研发及生产能力已处于国内领先地位。

相关报告

报告撰写人：金嫣

数据支持人：金嫣





20 December 2010 | 1 pages

康恩贝(600572)

双轮驱动加速，业绩明显改善

——康恩贝(600572)研究报告

✍ 金嫣

执业证书编号: S1230209050109

☎ 86-21-64718888-1241

✉ jinyan@stocke.com.cn

本报告导读:

- 基层推广+出口回暖助推公司业绩上台阶
- 多个利好推动，增发或促公司释放业绩

投资要点:

■ 基层推广+出口回暖助推公司业绩上台阶

公司拳头产品前列康作为成熟品种，在基层医疗推广的刺激下，营收增速恢复到历史较好水平，由于该产品在同类中成药的市场占有率约 90%，在各地的招投标情况较为喜人。基层推广对抗生素需求的增加、以及化学原料药出口的回暖，西药事业部今年增速居各事业部之首。保健品事业部由于其定位于低价保健品模式已获较好的市场反响，今年仍能平稳增长。

■ 营销强化优势，效果逐渐显现

公司兼具处方药和 OTC 药品，但其销售优势主要在于 OTC 药品，处方药相对较弱。今年公司在加强处方药销售的同时，强化了公司在 OTC 药品的销售，公司将极力打造品牌优势，并在今年加大了各地广告投放力度以及终端销售队伍的扩充，并且效果已初步显现。

■ 多个利好推动，增发或促公司释放业绩

公司集团旗下的医药资产已承诺注入，另外还设立了香港公司加强海外业务拓展，两大利好将进一步打开成长空间。公司持 26% 的佐力药业 IPO 已上报材料，若成功上市对公司业绩则有明显增厚。随着增发的顺利进行，公司或有释放业绩的动力存在。

■ 投资建议：买入

公司十二五的计划是通过内部整合和外部扩张来实现公司的加速发展，总营收将争取到达 60-70 亿，因此我们调整公司 10-12 年的 EPS 业绩为 0.52、0.67、0.85 元，相对同类上市公司估值较有优势，我们仍给予公司“买入”评级。

财务摘要 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入	1406.54	1862.76	2237.16	2701.18
(+/-)	28.46%	32.44%	20.10%	20.74%
净利润	105.20	184.43	244.97	312.50
(+/-)	10.05%	75.22%	32.82%	27.57%
每股收益 (元)	0.31	0.50	0.67	0.85
P/E	68.02	42.15	31.74	24.88

评级: 买入

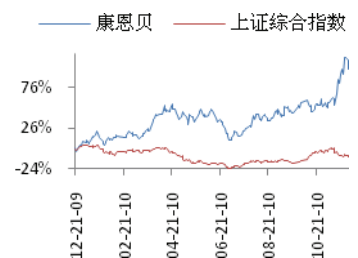
上次评级:

目标价格:

上次预测:

当前价格: ¥ 21.01

单季度业绩	元/股
3Q/2010	0.11
2Q/2010	0.21
1Q/2010	0.11
4Q/2009	0.11



公司简介

康恩贝主营均从事药品的生产、销售和研发销售业务。公司主导产品为前列康牌普乐安片与胶囊、天保宁牌银杏叶片、天保康牌葛根素注射液、康恩贝牌刻停片、乌灵胶囊。康恩贝聚焦的战略品种如前列康、天保宁和可达灵，及乌灵胶囊都具有优秀的 OTC 药物属性。

报告撰写人: 金嫣

数据支持人: 金嫣





浙商证券

浙商证券研究服务团队

客户服务

毛亚莉

+86 21 6431 8893

maoyali@stocke.com.cn

客户服务

楼小飞

+86 21 64716569

louxiaofei@stocke.com.cn

客户服务

徐路鹏

+86 21 6471 8888-1700

xulupeng@stocke.com.cn

客户服务

张燕华

+86 21 6471 8888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn

客户服务

金肖男

+86 21 6471 8888-1824

jinxn@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券

鲍翔

+86 21 6471 8888-1105

baoxiang@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6474 6780

lisiming@stocke.com.cn

信息技术

张雷

+86 21 6471 8888-1740

zhanglei@stocke.com.cn

宏观策略团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

宏观

李瑞

+86 21 6471 8888-1211

lirui@stocke.com.cn

策略研究

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

策略研究

张延兵

+86 21 6431 8952

zhangyanbing@stocke.com.cn

行业研究团队

房地产行业

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

银行业金融行业

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

中药 生物制药行业

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

电力设备行业

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaisheng@stocke.com.cn

农林牧渔行业

张俊宇

+86 21 6471 8888-1801

zhangjunyu@stocke.com.cn

食品、饮料行业

葛越

+86 21 6471 8888-1281

geyue@stocke.com.cn

家电、传媒行业

刘迟到

+86 21 6471 8888-1225

Liuchidao@stocke.com.cn

化工行业

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

汽车行业

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

机械行业

许光兵

+86 21 6471 8888-1805

xuguangbing@stocke.com.cn

煤炭行业

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

商贸行业

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

有色行业

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

钢铁行业

范飞

+86 21 6471 8888-1119

fanfei@stocke.com.cn

建筑建材行业

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

旅游行业

王禾

+86 21 6471 8888-1740

wanghe@stocke.com.cn

通信行业

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

公用事业行业

袁佳平

+86 21 6471 8888-1814

yuanjiaping@stocke.com.cn





浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，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“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

