

制药、生物科技与生命科学

—结构调整为主线 整合并购为契机

投资评级 推荐

投资要点:

- ◆ 医药行业 1-8 月份收入与利润分别增长 25.7%和 34.7%，增速与去年同期相比大幅上升。我们预计随着基本药物覆盖范围的扩大，行业将继续保持快速增长。从子行业看，生物制品和中药饮片景气度高，收入增速超过 30%，利润增速超过 50%。随着经济的回复，原料药行业走出低谷，收入和利润增长显著。
- ◆ 医药行业面临着创新能力差、产品结构不合理等问题，国家出台了《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》、《关于加快医药行业结构调整的指导意见》等文件鼓励医药行业创新，调整结构，促进产业合理健康发展。
- ◆ 需求增长是推动医药发展的强大动力。经济快速增长，收入水平的提高、城镇化速度加快和人口结构老龄化比重增加，特别是在新医改政策下，政府投入加大，基层医疗建设加强、医疗服务增加，医疗保障逐步完善，市场急剧扩容，受益于进入基药目录的独家品种企业仍将是最大受益者。
- ◆ 医药行业结构调整将是未来行业发展的主线，创新引领医药行业的发展。新产品驱动和产业升级的公司将显著受益。化药和生物制品立足于新药研发，依着仿制药、仿创药、原研药的足迹快速发展，特别是抓住全球仿制药市场快速增长和一些销售额居前的专利药陆续到期的机遇，一批有自主知识产权药物和仿制研发与工艺创新的公司将成为未来的直接受益者。中药领域立足于中药现代化的逐步推进，加快中成药的二次研究与开发，促进民族医药的研发和产业化。医疗器械行业在政府投资和建立基层卫生体系的推动下，基层医疗器械需求将快速增长，医疗器械将迎来黄金十年。

我们重点推荐**海翔药业、华北制药、康缘药业、科华生物和万东医疗**。

- ◆ 医药行业整合并购进入加速期。国家和地方政府都把医药行业作为未来发展的支柱产业，我国医药行业集中度低，企业合并后，可以优势互补、资源共享、减少竞争。国家鼓励跨地区、跨所有制的收购兼并重组，通过扶优扶强和优胜劣汰的原则提高企业经济规模和产业集中度。内生式增长和外延式收购将为这些公司带来超预期的增长。

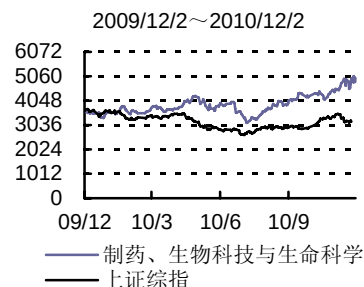
我们重点推荐央企整合层面的**双鹤药业和国药股份**。

2010 年 11 月 30 日

主要数据

行业指数	4821.07
上证指数/深圳成指	2823.45/12310.38
公司家数	164
总市值(百万元)	1319504.55
流通市值(百万元)	929282.04

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员:	王广军/刘斌
职业资格证书编号:	S0020207080709
电 话:	021-51097188-1815
电 邮:	wanguangjun@gyzq.com
联系人:	赵喜娟
电 话:	(86-21) 51097188-1952
电 邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址:	中国上海市浦东南路 379 号 金穗大厦 15F (200120)

第 1 部分 行业运行分析

2010 年 1-8 月份医药制造业实现收入 6976 亿元，同比增长 25.7%；利润总额 718 亿元，同比增长 34.7%；增速与 2009 年收入和利润总额 21.3%和 25.3%相比，增速明显加快，而且行业利润率增速远大于收入增速。从盈利水平看，2010 年 1-8 月份的毛利率为 29.5%，比 09 年的 30.7%略有下降，但是利润率 10.3%与上年相比增加了 0.1 个百分点。1-5 月出口交货值达到 370 亿元，同比增长 30.5%，较一季度有所下降，与经济危机期间 09 年 4.8%和 08 年的 16%相比仍处于较高水平，出口非常强劲，显示整个医药行业健康稳定运行。

2010 年时新医改政策实施后的第二年，国务院对今年的工作提出了明确的量化指标：城镇职工医保、城镇居民医保参保人数达到 4.1 亿，新农合参合率稳定 90%以上，医保补助标准从 100 元提高到 120 元，继续扩大基本药物制度实施范围；这些措施有力的保证了医药行业持续稳定增长。

图 1. 1999-2010.08 医药制造业收入与利润总额增长（亿元）

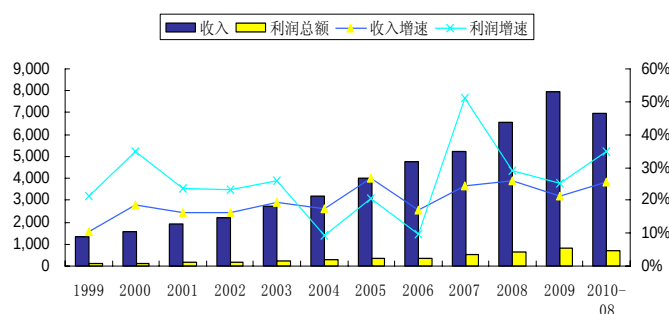
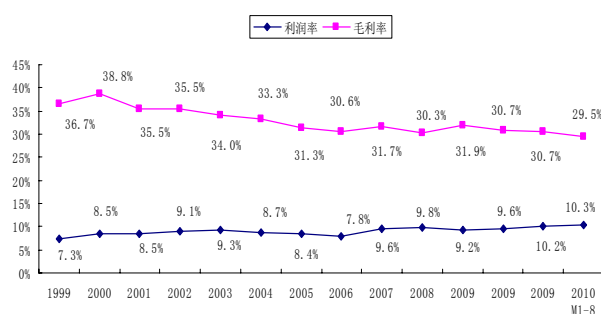


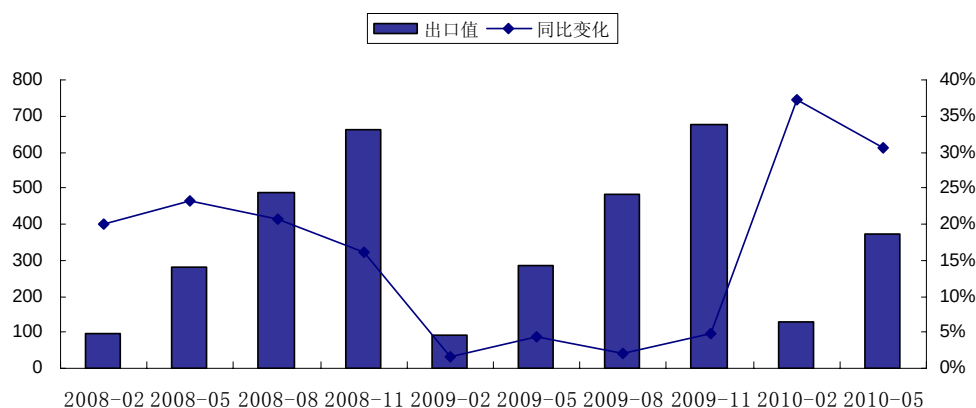
图 2. 1999-2010.08 医药制造业盈利水平



数据来源：wind、国元证券研究中心

数据来源：wind、国元证券研究中心

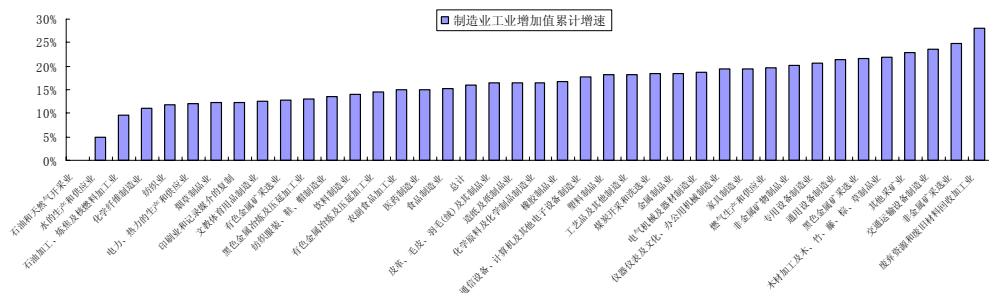
图 3. 出口快速增长



数据来源：wind、国元证券研究中心

从和其他主要消费品制造业的横向比较来看，2010 年 1-10 月医药工业增加值增速为 15.1%，与整个制造业行业增速 16.1%相比略低 1 个百分点。从单月来看，医药行业工业增加值增速 15.3%高于全部制造业 2.2 个百分点，显示了医药行业强劲的增长势头。

图 4. 主要制造业工业增加值累计增速（%）



数据来源: 国家统计局、国元证券研究中心

分行业看, 2010 年 1-8 月份生物制品和中药饮片表现突出, 收入增速在 30%以上, 分别为 30.7%和 36.8%; 利润增速分别为 50.5%和 64.7%, 特别是中药饮片行业利润率增加 24.3 个百分点。化学原料药行业迅速回升, 收入增速为 22.5%, 同去年仅为 4.77% 的增速相比大幅提升, 显示出国内外需求的强劲增长, 特别是毛利率有大幅增加了 13.8 个百分点。其他子行业的毛利率具有不同程度下降, 特别是中成药和中药饮片行业由于实施 GMP 认证和今年以来中药材价格大幅上涨, 造成成本压力激增, 毛利下降, 预计未来一段时间毛利率还会有下行趋势。除了医疗器械, 其他行业的利润率都有所上涨, 其中中药饮片涨幅高达 24.3%, 主要因为我国中药饮片子行业进入集中度提升时期, 规模以上饮片企业数量增加, 规模效应体现。市场份额向康美等龙头企业加速集中, 行业竞争趋向有序健康。同时受基层医疗消费增长拉动, 饮片市场需求也进入高速增长时期。

表 1. 2010 年 1-8 月份医药行业各子行业收入及利润 (亿元)

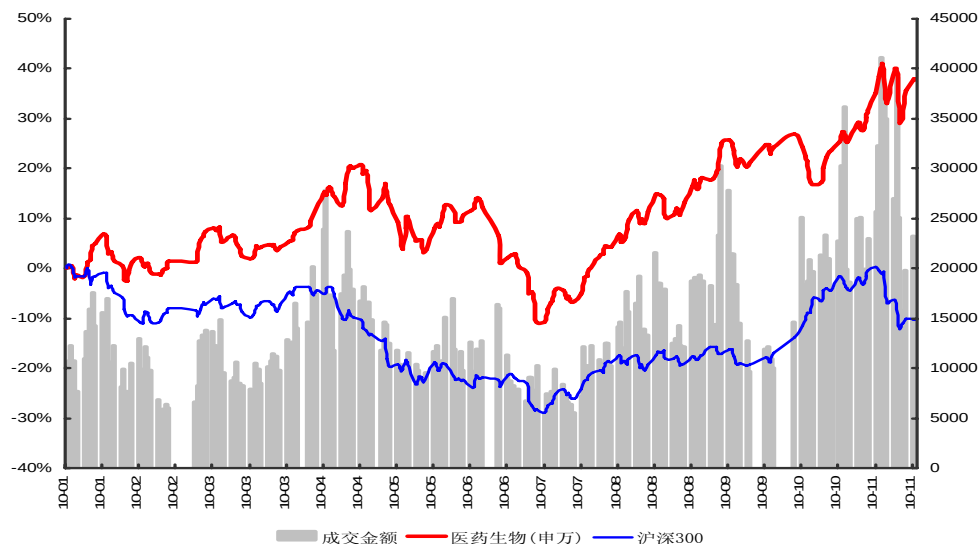
	医药制造业	原料药	化学制剂	生物制品	中药饮片	中成药	医疗器械
收入	6976	1470	2171	728	404	1458	685
增速	25.7%	22.5%	22.8%	30.7%	36.8%	26.5%	23.9%
利润总额	718	31	242	106	32	151	70
增速	34.7%	32.9%	26.1%	50.5%	64.7%	33.8%	15.6%
毛利率	29.5%	20.8%	36.8%	29.2%	19.9%	32.7%	22.7%
同比变动	-1.8%	13.8%	-1.5%	-5.9%	-8.1%	-11.0%	-1.9%
利润率	10.3%	8.4%	11.2%	14.6%	8.0%	10.3%	10.2%
同比变动	6.6%	7.8%	4.9%	10.4%	24.3%	1.5%	-6.4%

数据来源: wind、国元证券研究中心

第 2 部分 医药板块市场表现

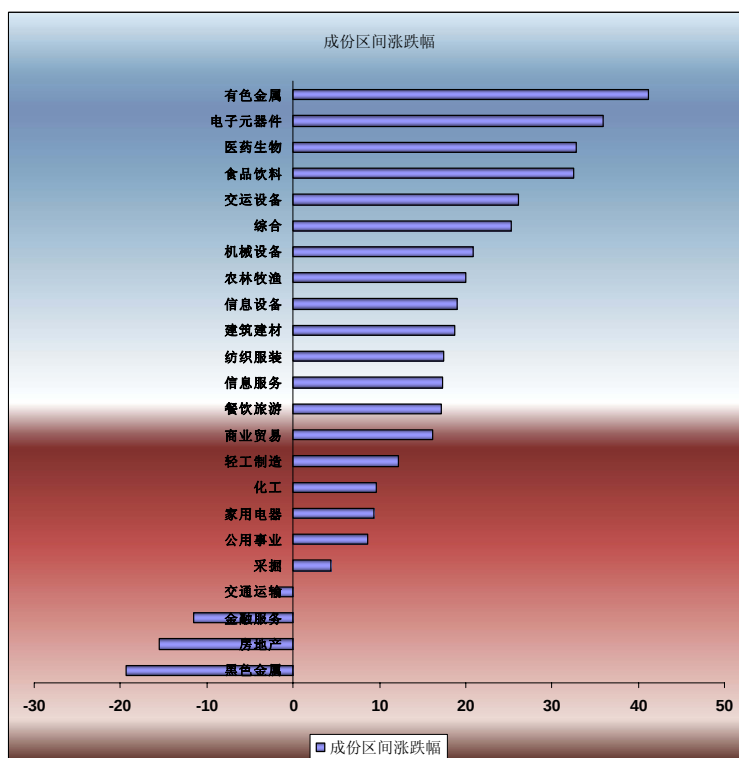
截止 2010 年 11 月 22 日，医药板块整体跑赢大盘，获得正收益。医药生物（申万）指数累计上涨 38%，在所有的申万一级行业中区间涨幅仅次于有色金属和电子元器件，而同期沪深 300 指数累计下跌 10.27%，医药指数超越大盘近 50%，表现明显强于大盘，显示出极强的进攻能力。

图 5. 2010 年以来医药板块超越大盘近 50%



数据来源：wind、国元证券研究中心

图 6. 2010 年初至今申万一级行业市场表现

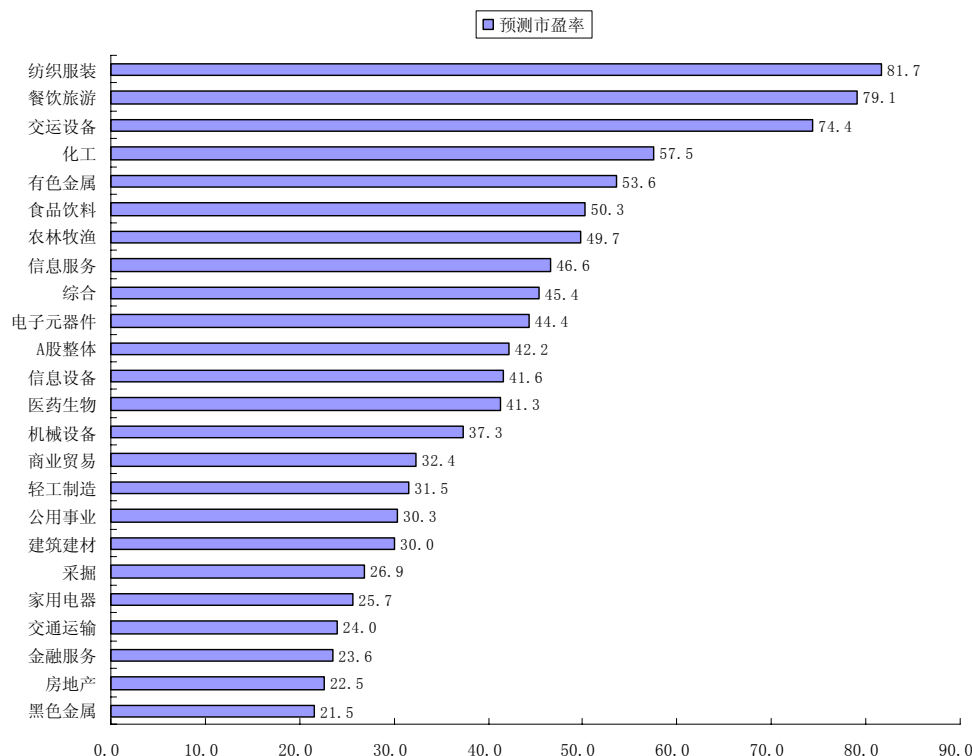


数据来源：wind、国元证券研究中心

从 PE 估值水平来看，当前的医药板块整体 PE 为 47.3，相对于全部 A 股的 PE 18.3

溢价水平为 158%，虽然大盘近期在不断震荡，医药股相对大盘仍处于高位，有一定的估值压力，但是医药行业较快增长的确定性，在一定程度上能支撑目前的较高估值。

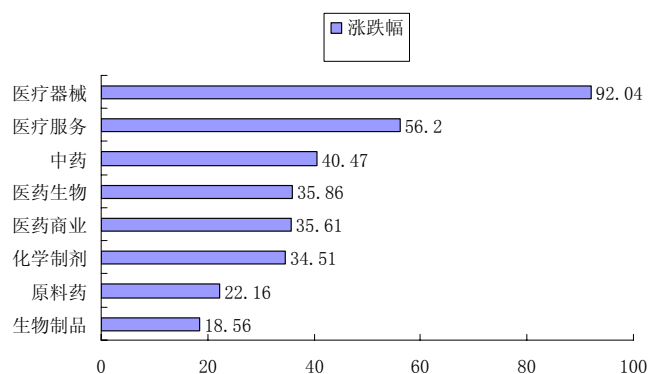
图 7. 各行业 2011 年估值情况



数据来源: wind.国元证券研究中心

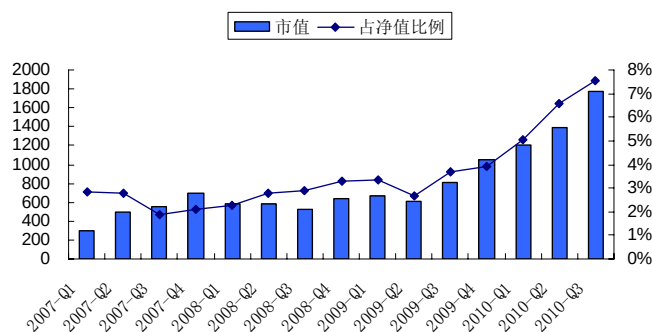
从分行业来看，医疗器械涨幅最大，从年初至今累计涨幅达 92.04%，其次是医疗服务行业，涨幅为 56.2%，生物制品涨幅最低为 18.56%。弱周期的医药板块也成为机构持续增持的板块之一，持仓比例近几年持续上涨，今年三季度基金持仓比例高达 7.5%。

图 8. 2010 年初以来医药子行业涨幅变化



数据来源: wind、国元证券研究中心

图 9. 近几年基金持仓比例逐渐攀升



数据来源: wind、国元证券研究中心

第 3 部分 我国医药行业面临的问题与对策

1. 自主创新能力差

我国从 02 年到 09 年批准了四万多件新药，但是从产品结构上看仿制药超过了 99%，一类新药占比不足 1%，技术含量低，真正意义上的创新药很少。在一类新药中化

药占比超过 90%，但是绝对数量下滑趋势明显，有民族特色的中药创新能力亟需提高。

图 10. 02 年以来我国批准新药数量

年份	1 类新药				
	总件数	化药	中药	生物制品	仿制药批准数目
2002 年	20	13	0	7	5239
2003 年	83	77	4	2	3089
2004 年	93	85	1	7	7613
2005 年	120	116	0	4	13318
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	388	359	5	24	42620

数据来源：南方所 国元证券研究中心

2. 盈利能力水平和国外差距较大

医药行业本来是个高投资高回报的市场，世界制药大公司的平均利润率约 30%，我国医药工业盈利能力与世界水平差距较大，利润率只有 10%左右，医药前十名的利润率仅有 7.3%。

图 11. 世界制药企业前十和我国制药企业前十名利润率比较

公司	净利润率	公司	净利润率
辉瑞	17.27%	上海医药	0.20%
赛诺菲	28.91%	南京医药	0.93%
诺华	19.10%	一致药业	0.56%
GSK	19.98%	哈药股份	6.49%
罗氏	17.35%	华东医药	0.86%
阿斯利康	23%	云南白药	0.04%
默克	47.48%	伊利能源	5.22%
强生	19.82%	太极集团	48.61%
礼来	22.22%	国药股份	0.46%
施贵宝	56.42%	东北制药	9.85%

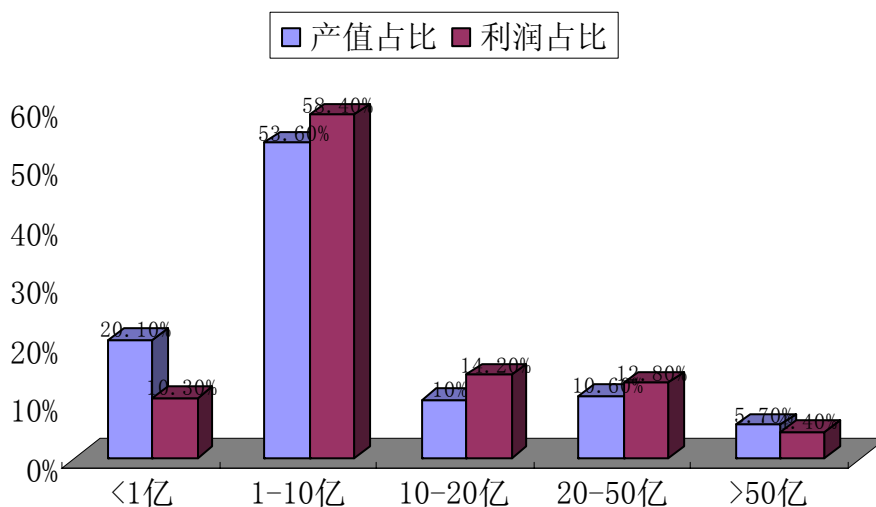
数据来源：南方所 国元证券研究中心

3. 产业结构不合理

1) 规模小的企业占多数

截止到 10 年上半年我国共有 4911 家原料药和制剂生产企业，其中销售规模在 1 亿元以下的企业占数量超过 70%，销售规模超过 10 亿的进展 1.7%。

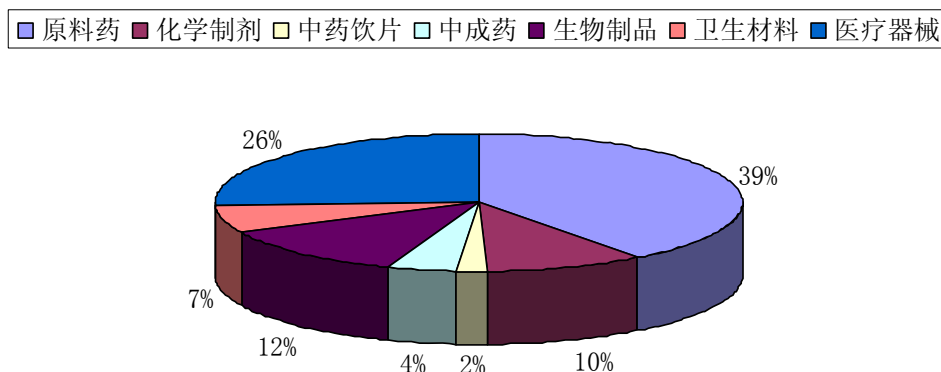
图 12. 我国不同医药工业规模产值和利润占比



数据来源：南方所 国元证券研究中心

2) 出口结构中附加剂较低的原料药和医用辅料器械占比 72%，附加值相对较高的制剂出口仅有 12%。

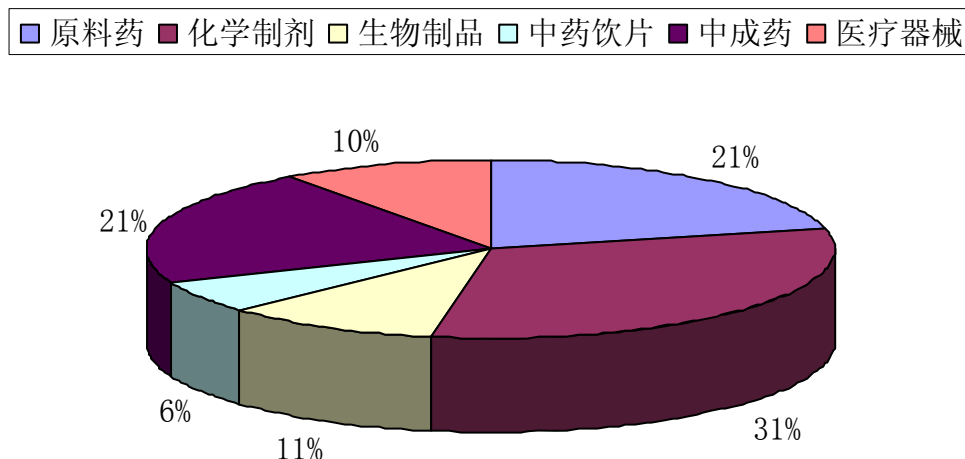
图 13. 10 年 1-5 月份出口中各部分的比重



数据来源：wind 国元证券研究中心

3) 我国医药产品结构中医疗器械比例仅有 10%，这与发达国家药品市场与医疗器械市场规模比例介于 1:1 和 1:2 之间相比有较大差距，我们认为随着国家对基层医疗机构的投入加大、高端医疗器械市场进口替代、以及新兴市场对中低端器械需求加大，医疗设备行业将迎来跨越式发展机会。

图 14. 10 年 1-10 月份收入产品结构比例



数据来源: wind 国元证券研究中心

3. 我国政府对策

面对医药行业创新能力低、竞争力差、产业结构不合理等问题，今年以来陆续出台了一系列政策对产业进行引导和规划。

《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》明确把生物医药产业作为国民经济的支柱产业，大力发展用于重大疾病防治的生物技术药物、新型疫苗和诊断试剂、化学药物、现代中药等创新药物大品种，提升生物医药产业水平。加快先进医疗设备、医用材料等生物医学工程产品的研发和产业化，促进规模化发展。着力培育生物育种产业，积极推广绿色农用生物产品，促进生物农业加快发展。推进生物制造关键技术开发、示范与应用。

《关于加快医药行业结构调整的指导意见》认识到我国医药行业发展中结构不合理的问题长期存在，自主创新能力弱、技术水平不高、产品同质化严重、生产集中度低等问题十分突出。加快结构调整既是医药行业转变发展方式、培育战略性新兴产业的紧迫任务，也是适应人民群众日益增长的医药需求，提高全民健康水平的迫切需要。提出对产品结构、技术结构、组织机构和出口结构等进行调整。

《医药流通领域十二五规划草案》提出提升医药流通行业集中度，培育有竞争力的大型医药流通集团是规划的主要着力点。具体目标是“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 至 2 家年销售额过千亿的跨地区全国性的大型医药商业集团；20 家年销售过百亿的区域性大型医药企业。药品批发‘百强’企业年销售占全行业年销售总额 80%以上。”

在基本药物制度和新医改的基础上，进行公立医院的改革，同时对药品招标政策进行改革，调整药物价格来规范整个医药行业合理健康发展。

第 4 部分 投资策略

目前我们面对着错综复杂的国内外环境：美国货币量化宽松政策和欧洲国家债务危机蔓延趋势愈演愈烈，国内消费增速不断下滑，通货膨胀超越预期，对房地产的调控政策效果仍不明显的情况下，未来财政政策和货币政策仍有很多不确定性。我们认为医药领域将以结构调整为主线，落实基本药物制度，扩大市场需求，增加生产保障供应，推动基本药物生产企业兼并重组，促进基药生产向优势企业集中，实现基药生产的规模化集约化，调整产品结构和技术结构，加速企业兼并重组和行业洗牌，将是今后的重点发展方向。

一、需求是推动医药发展的强大动力

居民收入增加、城镇化加快、人口结构中老龄化人群比重增加等引起的需求增加，是医药行业发展的内在动力。中国经济一直保持着快速增长的势头，随着经济的增长，人民的收入和生活水平也水涨船高，特别是近几年城镇化程度也越来越高人们对健康和生活质量越来越重视，医药市场潜力巨大。我国人口近 14 亿，庞大的人口基数必将引起药品需求的上升，我国的人口老龄化逐步加速，老年人疾病用药需求增加，这一趋势将会持续很长一段时间，特别是在新医改政策下，医疗保障体系不断完善，市场急剧扩容，我们认为基层市场放量是医药行业的主要推动力量。

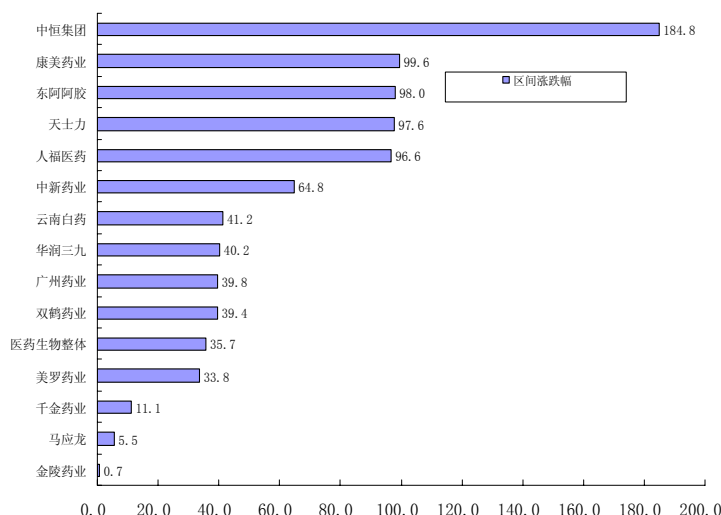
09 年投资策略中我们认为进入基本药物目录的企业，在基层市场产品同质化程度比较高，竞争激烈，基本药物目录中的独家品种将是最大受益者，这些企业既可以放量增长，又可以避免激烈竞争，在去年策略中列出的具有独家品种公司，在今年的市场表现突出，其中中恒集团上涨 185%，核心产品血栓通是心血管领域常用药品，需要长期使用，产品供不应求，新提取车间明年初会建成，产能瓶颈打开，销量和价格仍有大幅上涨空间。康美药业、东阿阿胶、天士力和人福医药涨幅均在 95% 以上，远高于医药行业整体 36%。

表 2. 医保目录部分独家品种

企业名称	品种
金陵药业	脉络宁注射液
马应龙	马应麝香痔疮膏
千金药业	千金片
美罗药业	伤科接骨片
双鹤药业	复方利血平氨苯蝶啶
广州药业	消渴丸 华佗再造丸
华润三九	三九胃泰 正天丸
云南白药	云南白药
中新药业	速效救心丸
人福医药	芬太尼注射液
天士力	复方丹参滴丸
东阿阿胶	复方阿胶浆
康美药业	中药饮片
中恒集团	注射用血栓通

数据来源：wind、国元证券研究中心

图 15. 2010 年以来独家品种股价变化

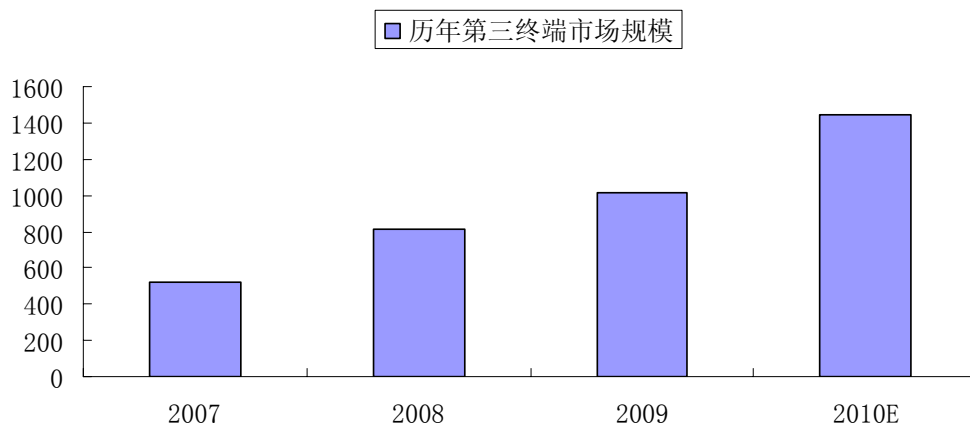


数据来源：wind、国元证券研究中心

目前我国已经建成农村药品网点 55.4 万个，社区卫生服务中心 2.6 万个，乡镇医院 3.9 万家、我们认为基本药物的实施，第三终端市场将会出现放量增长，预计全年规模将达到 1445 亿元，同比增长超过 40%。随着基本药物制度的推进，我们认为未来社区医

疗机构和乡镇医院药品消费仍将会是主要的增长点。

图 16. 历年药品第三终端市场规模



数据来源：南方所，国元证券研究中心

我们仍然看好受益于新医改，关注进入基药目录、扩展版目录和新版医保目录相关企业，重点推荐**康美药业**、**云南白药**、**双鹤药业**和**人福医药**。

二. 结构调整是未来医药行业发展主要任务

我们结合国家有关政策和 2010 年医药各个子行业公司表现情况来寻找我们的投资目标，重点关注在医药产业结构调整中创新能力强、产品结构升级换代和产业链延伸的企业。

1. 在化学制药领域，十二五规划的宗旨是以创新来引领医药行业发展，基本原则是坚持品种开发与改造传统医药产业相结合，鼓励创新药物，研发满足我国疾病谱的重大、多发性疾病防治需求的药物，争取 10 个以上自主知识产权药物实现产业化，抓住全球仿制药市场快速增长，以及销售额居前的专利药陆续到期的机遇，加快仿制研发和工艺创新，培育 20 个以上具有国际竞争优势的专利到期药新品种，医药行业立足于新药研发，依着仿制药、仿创药、原研药的足迹快速发展。我们重点推荐受益于生产特色原料药的**海翔药业**（涨幅 120%）、原料药到制剂出口，化学药到生物医药拓展的**海正药业**（涨幅 65%）、产业升级业绩反转的**华北制药**（涨幅 29%）、估值较低，盈利能力较强的维生素原料药的龙头**新和成**（涨幅 6.2%）、受益于专利药到期和制剂出口业务的**华海药业**（涨幅 3.1%）、创新药物的标杆企业**恒瑞医药**（涨幅 34%）。

2. 生物技术药物领域，主要研发防治恶性肿瘤、心脑血管疾病、神经系统疾病、消化系统疾病、艾滋病以及免疫缺陷等疾病的基因工程药物和抗体药物，加大传染病新型疫苗研发力度，重点突破大规模、高通量基因克隆及蛋白表达、抗体人源化及人源抗体的制备、新型疫苗佐剂、大规模细胞培养和蛋白纯化等技术，开发生物活性高、稳定性好、半衰期长的新型生物技术药物制剂，争取 15 个以上新的生物技术药物投放市场。我们重点推荐生物科技龙头企业**长春高新**（增幅 143%）、生物制品龙头**天坛生物**（增幅 9.8%）、血液制品龙头**华兰生物**（增幅 53%）、胰岛素药物龙头**通化东宝**（增幅 53%）、诊断试剂龙头**科华生物**（增幅 14%）。

3. 中药领域，立足于中药现代化逐步推进，借鉴国际天然药物开发经验，加快中成药的二次研究与开发，优先发展具有疗效确切、物质基础清楚、作用机理明确、安全性高、剂型先进、质量稳定可控的现代中药，促进民族医药的研发和产业化。我们重点推荐**康缘药业**（增幅 28%）、中药饮片龙头**康美药业**（增幅 100%）、中药创新药物代表**天士力**（增幅 98%）、中药龙头企业**华润三九**（增幅 40.2%）、中药保健品龙头**东阿阿胶**（增幅

98%)、向日化领域延伸的**云南白药** (增幅 41%)。

4. 医疗器械行业作为生物医药产业的一朵奇葩,具有科技成果密集、盈利更快更好、市场进入壁垒、先发优势明显等特点。预计 2010 年销售收入将突破 1000 亿元,在新医改政府投资和建立基层医疗卫生体系的推动下,基层医疗市场的医疗器械需求有望增加 1000 亿元,整个行业将迎来新的黄金十年。提升关键、核心医疗器械的数字化水平,推进医学影像、放射治疗、微创介入、外科植入、体外诊断试剂等产品核心部件、关键技术的国产化是未来发展的方向。目前国内医用设备材料无法在高端产品方面与外资企业抗衡,但在中低端产品领域有一定优势,能凭借相对低廉的成本和良好的销售渠道占据市场,并不单进行产业升级和提高市场份额,重点推荐影像设备领域的龙头**万东医疗** (涨幅 86%) 和心血管器械的龙头**乐普医疗** (涨幅 28%)。

三. 医药流通领域和大型医药集团的重组并购迎来投资机会

国家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。我国医药行业集中度低,1.3 万家分销企业中超过 50 亿的只有 11 个,前三家市场份额仅 20%,而美国市场前三家总份额在 90%以上,日本为 73%。通过扶优扶强和在市场竞争中的优胜劣汰,显著提高企业的规模经济水平和产业集中度,形成一批具有国际竞争力的大型企业集团。

在医药流通领域我们重点推荐**上海医药** (涨幅 71%)、**国药股份** (涨幅 5%) 和**一致药业** (涨幅 32%)。在医药工业领域我们重点关注央企重组整合,特别是华润重组北药过程中涉及的**万东医疗** (涨幅 86%)、**双鹤药业** (涨幅 39%)、**华润三九** (涨幅 40%)、**东阿阿胶** (涨幅 98%),预计新华润医药版图将会形成五大业务板块:化学制药平台 (双鹤药业),长征富民、赛科药业和紫竹药业有可能被整合进入双鹤药业;中成药平台 (华润三九),合肥神鹿双鹤、北京双鹤高科和辽宁本溪三药有望被整合进入华润三九;医疗器械平台 (万东医疗),上海医疗器械集团有望注入万东医疗;以及国药集团旗下的**国药股份** (涨幅 5%)、**一致药业** (涨幅 32%)、**天坛生物** (涨幅-9.8%)、**现代制药** (涨幅 38%),国药集团将打造以国药控股为核心的医药流通平台、以天坛生物为核心的生物制药平台、以现代制药为核心的化学制药平台。

第 4 部分 重点公司介绍

双鹤药业基药+产品结构调整+重组预期

1. 公司业务由工业和商业两部分组成,工业利润贡献超过 95%,由大输液、心血管和内分泌三个领域组成,心血管药物贡献利润超过一半,公司已经由传统的大输液生产企业转变为化学药物制剂企业。
2. 公司是国内大输液第二大生产企业,市场占有率约 10%,在产品结构方面塑瓶和软袋产品比例大幅提升,玻璃瓶产品比例下降,三者的比例为 5.5:1.5: 3,毛利率分别为 42%, 38%和 22%,预计未来随着大输液包装材料升级加速,收入和毛利上升趋势明确,盈利能力增强,将出现量价齐升的局面,是公司盈利增速的主要驱动因素。
3. 北京 0 号降压片受益于基药需求,增长强劲,预计 11 年销量增长 12%,超过 10 亿片。
4. 格列喹酮是第二代口服磺脲类降糖药,销售稳定在 2 亿元。
5. 匹伐他汀值得期待,08 年获得新药证书和生产许可,规模可达年产 5000 万片以上,目前处于市场培育阶段。
6. 华润整合北药预期强烈,双鹤药业将成为华润整合北药的化学制药平台,上海长征

富民、北京赛科药业、北京紫竹药业有可能被整合进入双鹤药业。在不考虑重组的条件下，预计 10、11、12 年 EPS 分别为 1.02、1.31、1.60 元。

海翔药业产品结构调整

1. 公司是国内培南类抗生素中间体 4-AA 产能最大的企业，市场份额超过 70%，成本优势明显，市场竞争力强。
2. 08 年公司与德国 B-II 签订战略生产合作协议，09 年开始采购合同产品达比加群酯中间体，目前该药物通过 FDA 审核有望放量增长；公司还在寻求与其他跨国公司如辉瑞的合作，期待实现公司跨越式发展和产业升级。
3. 公司通过降低低毛利率的贸易类产品的比重，增加高附加值的培南类、定制合同产品、糖尿病药物的比例，公司毛利率大幅提升，盈利能力显著增强。
4. 公司股权激励方案 2010 年顺利实施，为公司未来发展提供强劲动力。我们预计 10、11、12 年 EPS 分别为 0.67、0.89、1.30 元。

万东医疗受益于新医改和重组预期

1. 公司主要从事医用 X 射线诊断设备、磁共振成像设备、齿科诊断和治疗设备、血液健康产品的开发、生产与销售，X 光机在基层招标的市场占有率 50-60%，其主要竞争对手为同属华润旗下的上海医疗器械集团；
 2. 在新医改政府投资和建立基层医疗卫生体系的推动下，基层医疗市场的医疗器械需求有望大幅增加。
 3. 公司立足基层，通过调整产品结构，向中高端市场发展，在 X 光机数字化、高频化、智慧化具有齐全的产品线，高端血管介入和数字胃肠系列单价远远低于国际大厂，对公司业绩有刺激作用；
 4. 未来公司在仪器维修和服务方面的收入是利润新的增长点。
 5. 公司未来将成为华润集团整合北药的医疗器械平台，预计上海医疗器械集团将会注入上市公司，届时公司盈利水平和市场份额将有大幅提升空间。
- 在不考虑重组的前提下，预计 10-12 年 EPS 分别为 0.23 元、0.33 元和 0.49 元

康缘药业研发能力强，产品储备丰富

1. 公司两大主导产品收入快速增长，茯苓桂枝胶囊受益于商务分销，收入增速超过 30%，热毒宁销量增速超过 100%，由于中药材涨价幅度较高，产品降价风险降低。
2. 老品种今年恢复良好。其中天舒胶囊、腰痹通胶囊的销售收入快速增长；散结通胶囊新进入医保，销量也有望在 2011 年体现；抗骨增生胶囊、金振口服液、六味地黄软胶囊恢复性增长。我们认为第三终端的深入和细化有望给公司老产品注入增长活力。
3. 新产品方面，痛安注射液和龙血通注射液已拿到生产批文，银杏内酯注射液和惊天宁注射液已做完临床，等待批文，藤黄酸注射液处于 3 期临床。
4. 限制性股票激励计划推出将推动公司快速增长。预计 10、11、12 年 EPS 分别为 0.62、0.85、1.1 元。

科华生物诊断试剂龙头

1. 公司是我国诊断试剂龙头企业，研发实力雄厚，目前已经取得得百余个产品生产批文，55 项试剂和仪器产品通过了欧盟 CE 认证。
2. 乙肝诊断试剂收入有所降低，但其他试剂收入提高，新产品不断上市，如今年将上市的脱抑素C 定量测定试剂盒、 α -L-岩藻糖苷酶试剂盒、甲型流感病毒RNA 双检试剂盒等，乙肝检测所占比重减少该部分影响将逐步下降。
3. 仪器业务增长迅速，现收入比重已经超过诊断试剂。作为诊断试剂龙头企业，公司诊断试剂品种为国内最全，可为客户提供全方位定制服务，仪器和试剂的配套使用，将提高客户忠诚度，公司仪器和试剂业务的协同效应有望逐步体现。
4. 血筛试剂批文获得实际进展，未来有望明年为公司贡献利润。
5. 出口业务良好，随着公司进入更多海外新市场、出口品种进一步丰富以及OEM 业务规模扩大，出口有望成为公司新增长点。我们预计10、11、12年EPS分别为0.53、0.68、0.90元。

华北制药基本面出现拐点

1. 公司是国内最大的抗生素生产基地和维生素生产巨头之一，青霉素产量亚洲第一。基本面出现拐点，投资20亿元的头孢项目下半年投入使用，头孢产品将形成中间体、原料药、制剂一体的完整产业链，目前华北制药目前正在整体搬迁，在新的工业园里，华北制药将实现整体的产业升级，产业升级将带来利润的增长，头孢产品有可能替代青霉素工业盐成为公司的脊柱。
2. 积极布局制剂项目：公司正在积极准备布局制剂项目，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。
3. 生物制药项目培养基白蛋白预计年底试车，产能15吨，辅料级和药用级重组人血白蛋白2011年有望进入临床。
4. 产品储备丰富，抗肿瘤药埃博霉素和抗狂犬病特免蛋白2011 年有望进入 II 期临床，在抗肿瘤药、耐药性抗生素、免疫抑制剂等领域也有产品储备。。
5. 政策扶持、公司管理和研发优势是亮丽看点：政策上，河北省出台了《医药产业调整和振兴规划》，华北制药作为重要的医药国企将在河北省产业规划中重点受到资源、政策倾斜；管理上，公司实行集购集销的策略降低了公司的营运成本；研发上，公司的主要研发平台是新药公司，新药公司的科研实力不容小觑。我们预计10、11、12年EPS 分别为0.38、0.64和0.89元。

国药股份流通领域整合提速

1. 公司是国内医药商业龙头企业,在近期结束的北京药品招标采购中中标品规数目大幅增加,奠定明年业绩增长基础。
2. 公司加强了普药和麻药全国分销网络建设，使分销网络逐步拓展并下沉，并加强医疗机构销售队伍建设，扩大医院销售规模。麻醉品一级分销业务方面,公司积极抓住上游品种、提升下游客户服务质量、培育麻药市场，三管齐下巩固优势。
3. 参控股公司宜昌人福、青药厂及国瑞药业都有上佳表现。
4. 医药流通领域整合提速，集中度将会有大幅提高，国药控股作为国药股份的实际控股人承诺在药品批发方面将与国药股份细分业务领域，划分各自的品种范围、地域范围等，以避免发生潜在的同业竞争问题。并将通过业务和资产的整合，逐步将国药控股在北京

的医药批发企业注入国药股份，以彻底消除可能发生的同业竞争问题。我们预计10、11、12年EPS分别为0.63、0.81和0.99元。

表 3. 重点关注公司估值情况

证券简称	证券代码	总股本 百万股	流通股 百万股	收盘价 (11.23 日)	EPS			PE			评级
					10E	11E	12E	10	11	12	
海翔药业	002099.SZ	16050	12344	25.99	0.67	0.89	1.3	38.8	29.2	20.0	推荐
海正药业	600267.SH	48378	48378	39.64	0.75	1.1	1.5	52.9	36.0	26.4	推荐
华北制药	600812.SH	102858	102858	15.05	0.38	0.64	0.89	39.6	23.5	16.9	推荐
新和成	002001.SZ	72595	66003	26.06	1.5	1.7	1.9	17.4	15.3	13.7	推荐
华海药业	600521.SH	44884	44884	17.81	0.42	0.53	0.66	42.4	33.6	27.0	推荐
人福医药	600079.SH	47159	39832	27.78	0.51	0.63	0.78	54.5	44.1	35.6	推荐
双鹤药业	600062.SH	57170	29088	32.54	1.02	1.31	1.6	31.9	24.8	20.3	推荐
现代制药	600420.SH	28773	28773	19.43	0.45	0.6	0.71	43.2	32.4	27.4	推荐
恒瑞医药	600276.SH	74943	74489	58.52	1.02	1.35	1.81	57.4	43.3	32.3	推荐
康缘药业	600557.SH	41565	30711	20.51	0.62	0.85	1.11	33.1	24.1	18.5	推荐
康美药业	600518.SH	169437	169437	21.17	0.41	0.52	0.81	51.6	40.7	26.1	推荐
天士力	600535.SH	48800	48800	43.72	0.95	1.2	1.49	46.0	36.4	29.3	推荐
华润三九	000999.SZ	97890	35524	27.68	0.84	1.1	1.33	33.0	25.2	20.8	推荐
云南白药	000538.SZ	69427	62925	65.4	1.39	1.81	2.01	47.1	36.1	32.5	推荐
科华生物	002022.SZ	49228	43681	20.6	0.53	0.68	0.9	38.9	30.3	22.9	推荐
天坛生物	600161.SH	51547	51547	23.98	0.51	0.56	0.67	47.0	42.8	35.8	推荐
长春高新	000661.SZ	13133	13132	65	0.95	1.06	1.51	68.4	61.3	43.0	推荐
华兰生物	002007.SZ	57620	57612	52.66	1.35	1.67	1.99	39.0	31.5	26.5	推荐
通化东宝	600867.SH	57497	37647	16.81	0.21	0.25	0.36	80.0	67.2	46.7	推荐
万东医疗	600055.SH	21645	21645	18.97	0.23	0.33	0.49	82.5	57.5	38.7	推荐
乐普医疗	300003.SZ	81200	28139	32.68	0.53	0.79	1.03	61.7	41.4	31.7	推荐
上海医药	601607.SH	199264	82693	23.72	0.74	0.89	1.02	32.1	26.7	23.3	推荐
国药股份	600511.SH	47880	27764	26.69	0.63	0.81	0.99	42.4	33.0	27.0	推荐
一致药业	000028.SZ	28815	17768	36.49	0.85	1.12	1.4	42.9	32.6	26.1	推荐

数据来源: wind, 国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn