

生物医药行业



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

国际化和创新背景下生物医药行业 2011 年第二季度投资策略

2011 年 4 月 8 日

投资要点:

●随着医疗改革和国家基本药物制度的快速推进,卫生总费用的投入也将延续快速增长趋势,为生物医药行业的发展奠定了坚实的基础。我们长期看好生物医药行业的发展。

●新版药品 GMP 有利于提高优势医药工业企业的竞争力和集中度。有利于调整医药产业结构,以促进医药产业升级,有利于培育具有国际竞争力的医药企业,加快医药产品进入国际市场。

●国家发展改革委决定从 2011 年 3 月 28 日起降低部分抗生素和循环系统类药品最高零售价格,平均价格降低 21%。发改委调控对于心理层面的影响大于实质性影响。

●生物制药子行业受益于新兴产业战略规划,发展速度快,疫苗行业值得看好。

●化学制药子行业,面临全球专利药到期高峰到来的重大机遇,关注有制剂出口能力正在转型升级并走向国际化的公司。

●化学原料药子行业波动较大,价格处于低谷,未来有望反弹。

●药品流通行业“十二五”发展规划即将出台,国家鼓励药品流通企业购并重组,培育国家级、地市级航母企业。

●投资策略:医药行业存在四条投资主线,第一条投资主线抓住国际专利药到期高峰带来的机遇并有能力走向国际化,实现产业转型升级,重点公司如华海药业。第二条投资主线是有创新能力、有独特品种、估值比较合理的公司,重点公司如康缘药业、红日药业。第三条投资主线是受益于生物医药“十二五”规划的有雄厚研发实力,而又具备估值优势的生物制品公司,重点公司有华兰生物、智飞生物等。第四条投资主线是医药商业产业整合背景下的机会,重点公司如上海医药等。

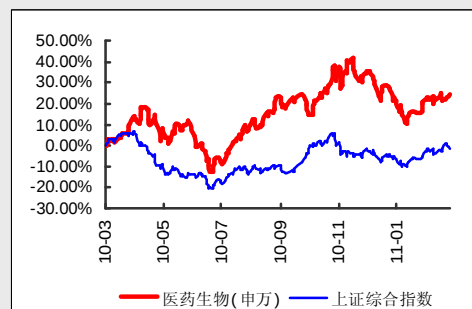
请务必阅读正文之后的重要声明

生物医药行业评级 强于大市

动态市盈率: 41.01

市净率: 5.65

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
行业涨跌(%)	0.76%	-8.48%	23.73%
大盘涨跌(%)	-0.91%	-0.03%	-3.19%

资料来源: 爱建证券研发部

重点公司盈利预测及投资评价

股票名称	评级	09EPS	10EPS	11EPS
华兰生物	推荐	1.69	1.06	1.61
智飞生物	推荐	0.64	0.69	0.90
华海药业	推荐	0.55	0.21	0.52
康缘药业	推荐	0.50	0.48	0.63
恒瑞医药	推荐	1.1	0.97	1.33
上海医药	推荐	0.45	0.69	0.98

资料来源: 公司公告

行业研究员: 张欣
联系人: 林兴秋

执业证书编号: S0820208030013
电话: 021-3222 9888-3510
邮箱: linxingqiu@ajzq.com

相关报告

技术创新和产业调整背景下生物医药行业 2011

年度投资策略 (2010 年 12 月 16 日)

目 录

一、卫生费用支出逐年增长, 医药行业未来发展趋势看好	04
二、2011 年生物医药行业的重大政策回顾	07
三、医药板块二级市场表现及估值	07
四、生物制药发展速度快, 疫苗行业值得看好	09
五、化学制药稳健增长, 机会在于国际化	12
(一)化学原料药行业波动较大, 价格处于低谷	12
(二)化学制剂子行业稳健增长, 制剂出口机会大	14
六、中药子行业经营受上游中药材影响较大, 中药现代化前景广阔	15
七、医疗器械挖掘细分子行业龙头公司	16
八、医药商业整合加速, 寻找整合受益的公司	17
九、行业投资建议和评级	19
十、重点上市公司盈利预测和评级	20

图 形

图 1: 1990 年—2009 年政府卫生支出(人民币亿元)	04
图 2: 一些国家卫生费用占 GDP 的比重(%)	05
图 3: 新农合参加人数及基金支出(亿人, 亿元)	05
图 4: 常见的重要慢性病发病率(%)	06
图 5: 我国医药工业增长率和 GDP 增长率的对比(单位: %)	06
图 6: 医药制造业的营业收入及毛利率(万元, %)	07
图 7: 主要医药子行业近一季度的走势	08
图 8: 医药子行业的市盈率	09
图 9: 生物制药和医药工业销售利润率的对比(%)	10
图 10: 生物制品子行业的营业收入及毛利率(万元, %)	10
图 11: 我国甲乙类传染病的总发病率(单位: 1/10 万)	11
图 12: 化学原料药子行业营业收入的增长率、利润总额的增长率及当季毛利率(%)	11
图 13: 维生素 C 价格(单位: 元/千克)	13

图 14: 维生素 A/E 价格 (单位: 元/千克)	13
图 15: 维生素 C 当月出口量 (单位: 吨)	13
图 16: 2007 年—2010 年化学制剂子行业的营业收入及毛利率情况 (人民币万元)	14
图 17: 专利药到期的市场规模 (亿美元)	15
图 18: 中成药子行业营业收入及毛利率 (万元, %)	16
图 19: 冻干系统的应用规模及增长率的统计及预测 (单位: 亿元、%)	17
图 20: 我国医药商业行业的毛利率、费用率、利润率 (%)	18
图 21: 我国医药商业前 3 大企业的市场占有率 (%)	19

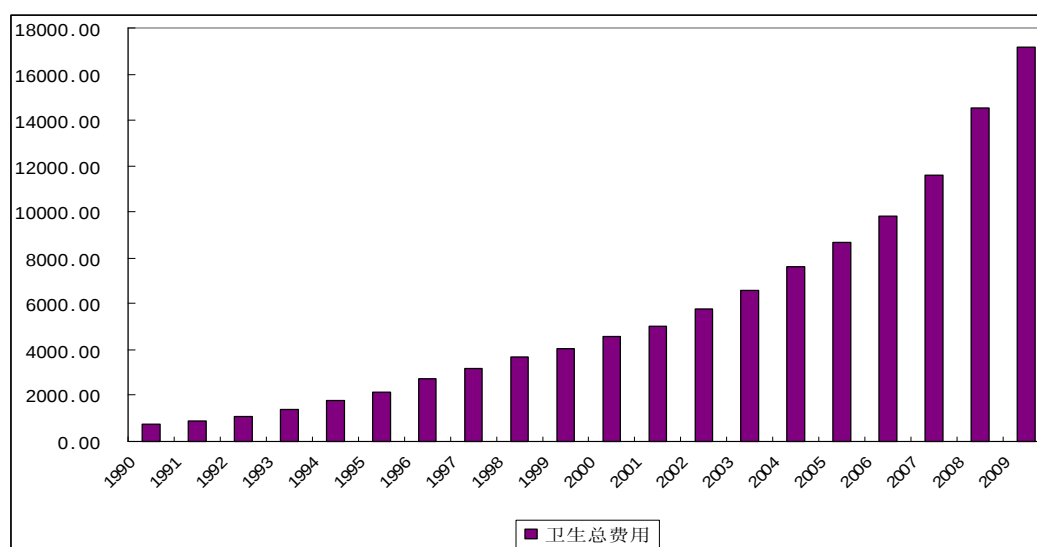
表 格

表 1: 部分疫苗接种的费用-效益分析	11
表 2: 重点上市公司盈利预测和评级	20

一、卫生费用支出逐年增长，医药行业未来发展趋势看好

随着国家经济发展，人民生活水平的提高，卫生总费用从 1990 年的 747.39 亿元增长到 2009 年的 17204.81 亿元。卫生总费用逐年增长，特别是近几年呈现，随着医疗改革和国家基本药物制度的快速推进，卫生总费用的投入也将延续快速增长趋势。

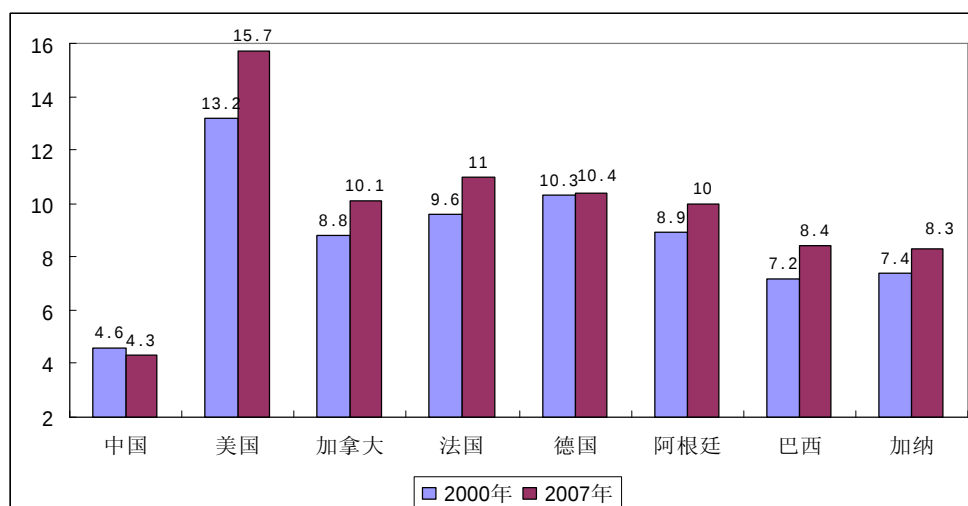
图 1：1990 年—2009 年政府卫生支出（人民币亿元）



资料来源：卫生部，爱建证券

卫生费用的支出占 GDP 的比重逐年上升，2009 年为 5.13%，较之前有所提高，不过和发达国家的比重甚至是发展中国家相距很远，在我国经济将保持 8% 以上的增长、卫生费用的占比逐年提高以及政策大力扶持的背景下，我们可以预计在未来几年医药行业将迎来快于整体经济的确定的增长。发改委对药品价格的调控市场已经有所预期，2011 年价格调控引发的对企业利润的实质性影响可能低于预期。

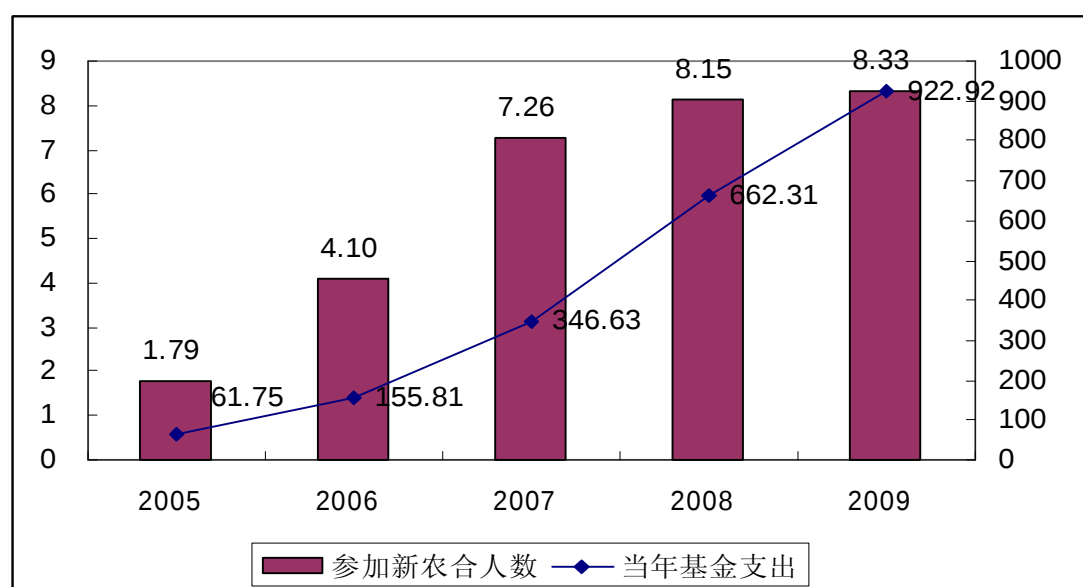
图 2：一些国家卫生费用占 GDP 的比重(%)



资料来源：卫生部，爱建证券

农村新农合参加人数快速增加，从 2005 年的 1.79 亿人增加到 2009 年的 8.33 亿人，与此同时，新农合基金支出增长迅猛，从 2005 年的 61.75 亿元增加到 2009 年的 922.92 亿元，**2011** 年政府对新农合的补助将从人均 **120** 元提高到 **200** 元，为医药行业向农村纵深发展提供了很好的机会。

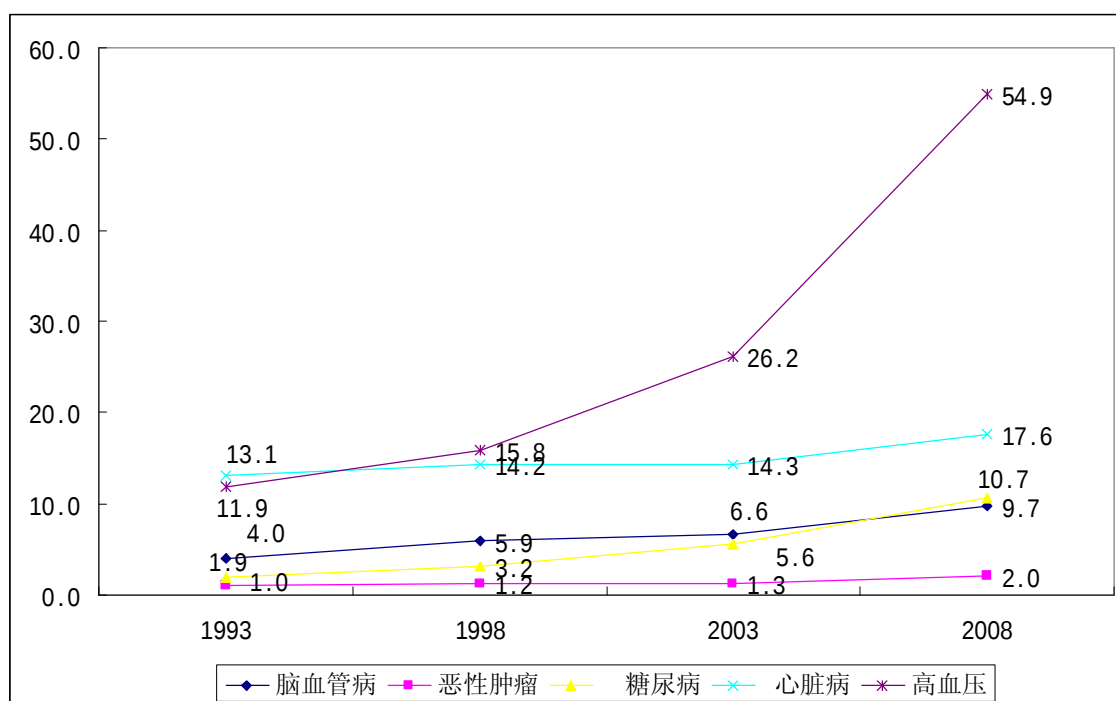
图 3：新农合参加人数及基金支出(亿人，亿元)



资料来源：卫生部，爱建证券

随着群体心理压力的加大、生活环境的污染的加重及人口老龄化，最近几年疾病谱发生了重大的变化，心脑血管疾病、恶性肿瘤、糖尿病等发病率大幅上升。从慢性疾病的发病率看，高血压和糖尿病的发病率增长极为迅猛，从 1993 年的 11.9% 到 2008 年的 54.9%，糖尿病的发病率从 1993 年的 1.9% 到 2008 年的 10.7%，这是抽查的数据，据最新的数据全国目前估计有心脑血管患者达 2.3 亿，糖尿病患者约为 9240 万，高血压和糖尿病目前还没有药物可以治愈，需要终身用药，所以治疗高血压和糖尿病的应用空间是巨大的。还有恶性肿瘤的发病率也是从 1993 年的 1.0% 增长到 2008 年的 2.0%，恶性肿瘤常危及生命，而且用药费用较大，治疗肿瘤的药物空间广阔。

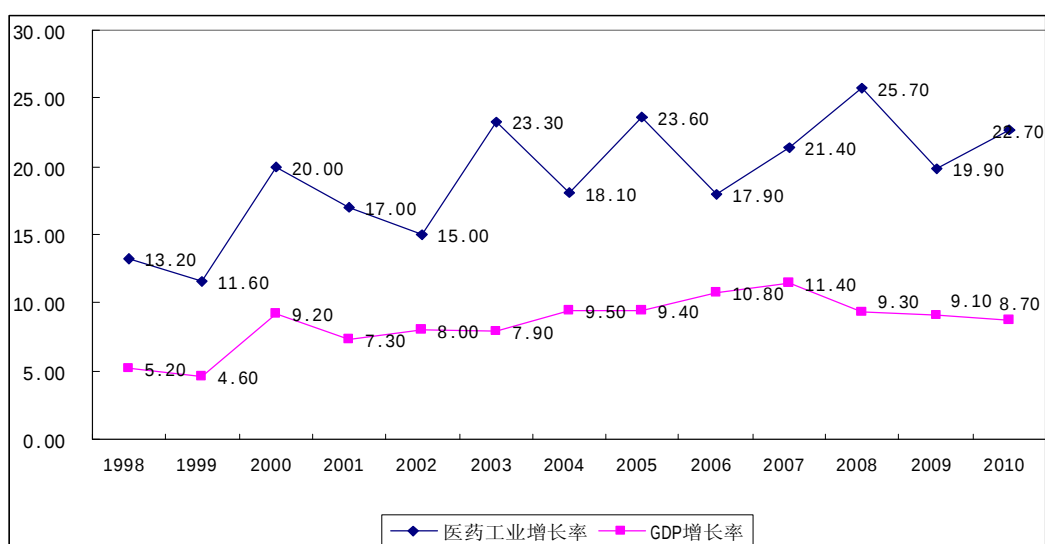
图 4: 常见的重要慢性病发病率 (%)



资料来源: 卫生部, 爱建证券

2010 年生物医药行业继续保持较快速度增长, 1—11 月医药制造业营业收入累计额为 10169.7 亿元, 同比增长 26.50%。从 1998 年到 2010 年我国医药工业增长率一直高于 GDP 的增速, 而且差距有拉大的趋势。医药行业的快速增长是比较稳定的, 即使在全球经济低谷的 2008 年、2009 年依然保持 25.70% 和 19.90% 的增长率。

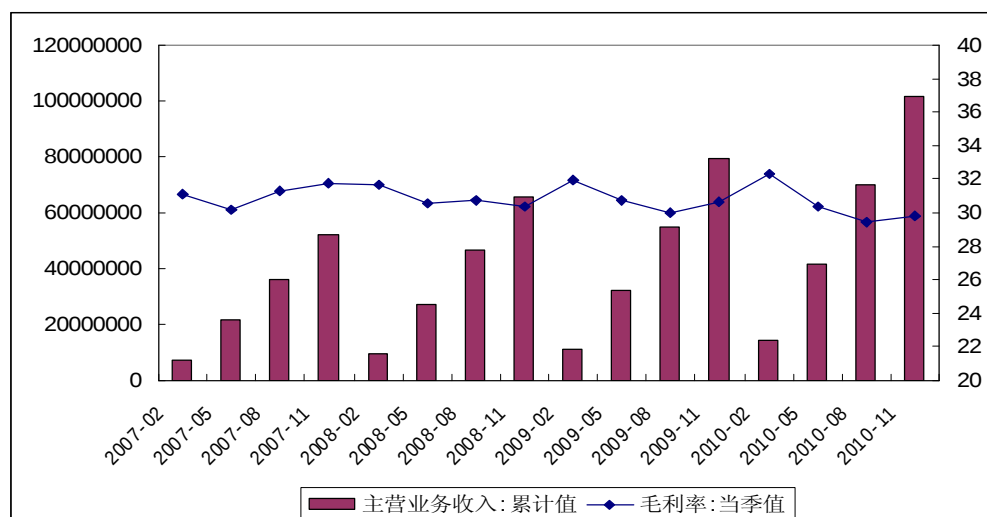
图 5: 我国医药工业增长率和 GDP 增长率的对比 (单位: %)



资料来源: 医药经济报, 爱建证券

在营业收入及利润总额稳步增长的同时，医药制造业的销售利润率以及毛利率保持稳定，体现行业的确增长。2010 年因为原材料价格的大幅上涨，医药制造业的毛利率从 2010 年 2 月的 32.34% 下降到 11 月的 29.84%，而同期销售利润率分别为 10.31% 和 10.33%，保持稳定水平，体现了医药企业整体的管理能力的提升。

图 6：医药制造业的营业收入及毛利率（万元,%）



资料来源：国家统计局，爱建证券

二、2011 年生物医药行业的重大政策回顾

1. 新版药品 GMP 施行

新版《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》(简称新版药品 GMP)于 2011 年 2 月 12 日对外发布，将于 2011 年 3 月 1 日起施行。现有药品生产企业将给予不超过 5 年的过渡期，并依据产品风险程度，按类别分阶段达到新版药品 GMP 的要求。新建药品生产企业、药品生产企业新建（改、扩建）车间应符合新版药品 GMP 的要求。

新版药品 GMP 对硬件和软件的要求并重，贯彻质量风险管理和药品生产全过程管理的理念，更加注重科学性，强调指导性和可操作性，有利于提高药品的安全性。行业门槛大幅提高，有利于提高优势医药工业企业的竞争力和集中度，淘汰技术落后企业，加快企业的兼并重组。有利于调整医药产业结构，以促进医药产业升级，加快新兴的生物医药产业的发展；有利于培育具有国际竞争力的医药企业，加快医药产品进入国际市场。直接受益于新版药品 GMP 的医疗器械公司，如消毒灭菌设备的龙头公司新华医疗，冻干机设备龙头公司东富龙。

2. 医疗保障体系的完善

2011 年政府对新农合的补助将从人均 120 元提高到 200 元。按照国务院医改领导小组的要求,政策范围内报销比例将提升到 70%,报销上限从 3 万元提高到 5 万元。同时,门诊统筹将进一步推开。今年力争住院大病报销比例达到 70%左右,并提高最高支付限额,分别达到农民人均纯收入和居民人均可支配收入的 6 倍,且不低

请务必阅读正文之后的重要声明

于 5 万元。医疗保障体系的完善，为医药行业的长期健康发展奠定了坚实的基础。

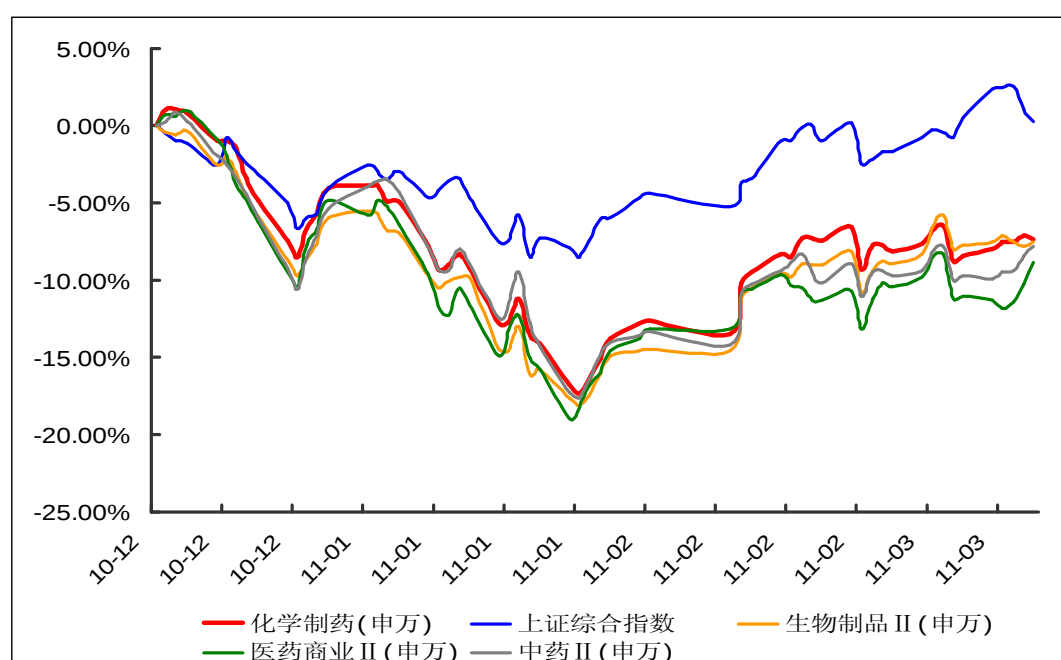
3. 国家发展改革委降低部分常用药物的最高零售价格

国家发展改革委决定从 2011 年 3 月 28 日起降低部分主要用于治疗感染和心血管疾病的抗生素和循环系统类药品最高零售价格，共涉及 162 个品种，近 1300 个剂型规格。调整后的价格比现行规定价格平均降低 21%。此次降价方案公布后，国家发展改革委还将按照既定工作计划分期分批降低其他政府定价范围内的药品价格。价格调整将以药品生产经营的社会平均成本为基础，综合考虑市场供求等因素确定。对过了专利保护期的原研制药品种，要进一步缩小与普通仿制药品种的价差。对新进入医保目录药品，要探索制定统一价格，作为医疗保险的报销计费依据。发改委调控对于心理层面的影响大于实质性影响，关注受发改委药品调控影响较小的如生物制剂疫苗类公司、以出口制剂为发展方向的公司以及专科用药如生产抗肿瘤药物的公司。

三、医药板块二级市场表现及估值

最近一季度，医药行业指数跑输大盘，走势弱于大盘的原因主要是前 2 年一直强于大盘，估值偏高，加上发改委调控药价的预期。医药行业的各个子行业跌幅差别不大，化学制药和生物制品跌幅较小，中药子行业和医药商业走势更弱。

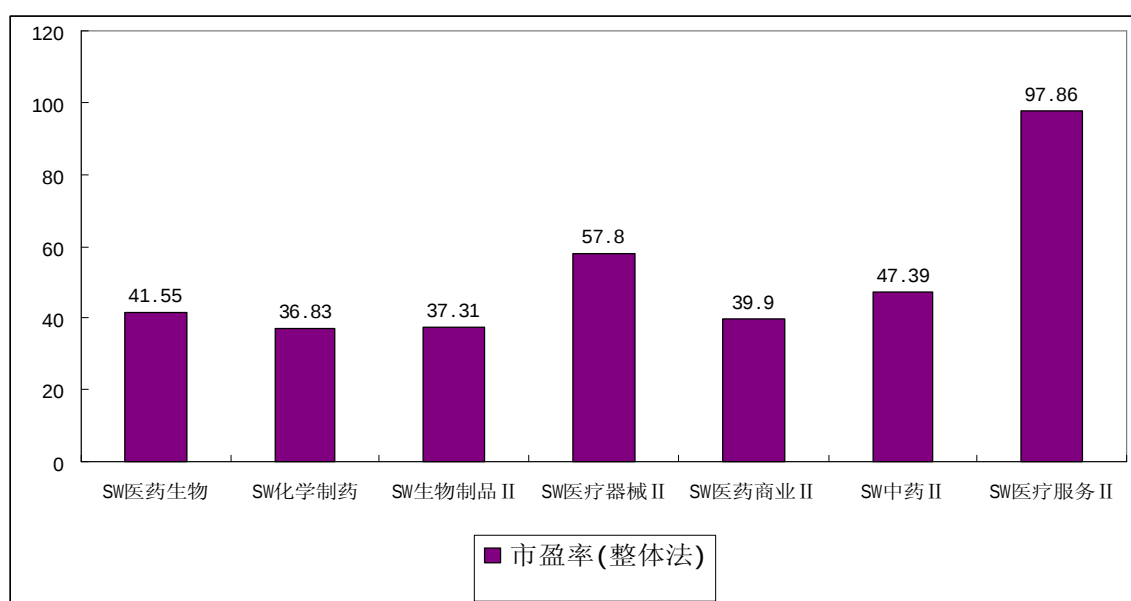
图 7：主要医药子行业近一季度的走势



资料来源：Wind，爱建证券

各个子行业的估值情况如下：医药全行业市盈率(TTM，整体法)是 41.55 倍，化学制药是 36.83 倍，生物制品是 37.31，医药商业是 39.90，中药是 47.39，医疗器械是 57.80，医疗服务最高为 97.86。生物制品公司涨幅最小，估值也较低，而其受战略新兴产业及十二五规划刺激最为明显，我们看好生物制品子行业未来的走势，特别是符合新兴产业政策而且具有自主创新能力的企业。

图 8：医药子行业的市盈率



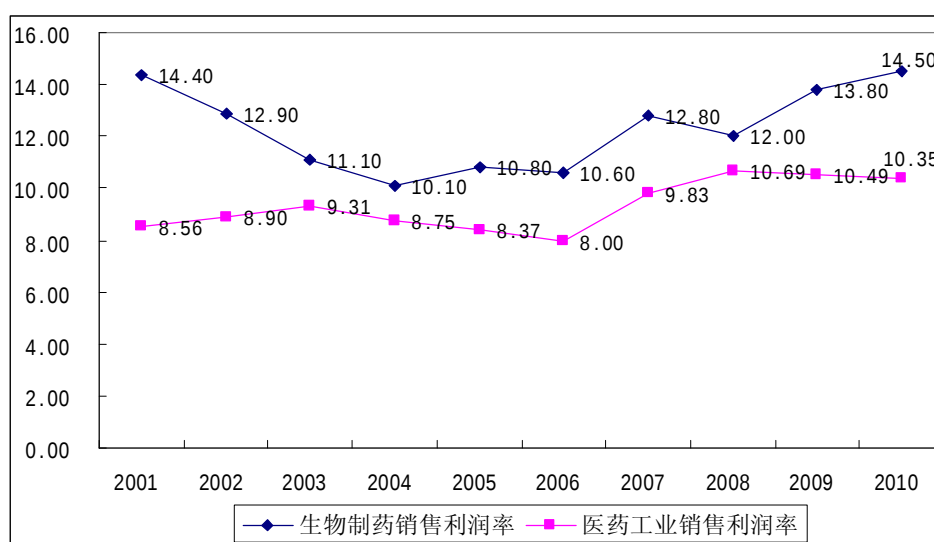
资料来源：Wind，爱建证券

四、生物制药发展速度快，疫苗行业值得看好

生物技术是新兴产业，是指人们以现代生命科学为基础，采用先进的科学技术手段，按照人类的设计改造生物体或加工生物原料，为人类生产出所需产品或达到某种目的。现代生物技术包括基因工程、蛋白质工程、细胞工程、发酵工程和酶工程，以及发展到芯片技术、基因与基因组人工设计与蛋白质组学。在医学、农学、新能源环保领域都有极其广泛的运用，生物技术在医学领域的应用前景巨大。目前生物制品主要是生物制药、疫苗、血液制品及生物试剂类公司。

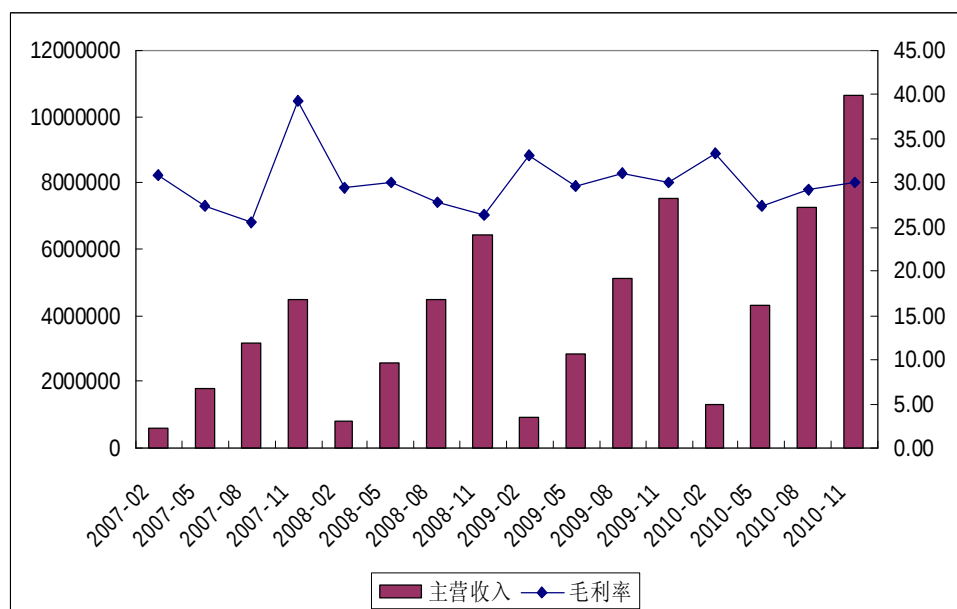
生物制品行业 2001—2010 年的十年间销售利润率高于医药行业，2006—2010 年其销售净利率处于增长状态，毛利率稳定在 30%左右，而其未来价格受到发改委降价影响很小。生物制品子行业 2010 年 1—11 月营业收入累计额为 1062.4 亿元，同比增长 30.55%，利润总额为 153.9 亿元，同比增长 41.50%。生物产业作为新兴产业，受政策扶持力度大，我们依然看好生物制品行业在 2011 年第二季度的表现。

图9: 生物制药和医药工业销售利润率的对比(%)



资料来源: 医药经济报, 爱建证券

图 10: 生物制品子行业的营业收入及毛利率 (万元,%)



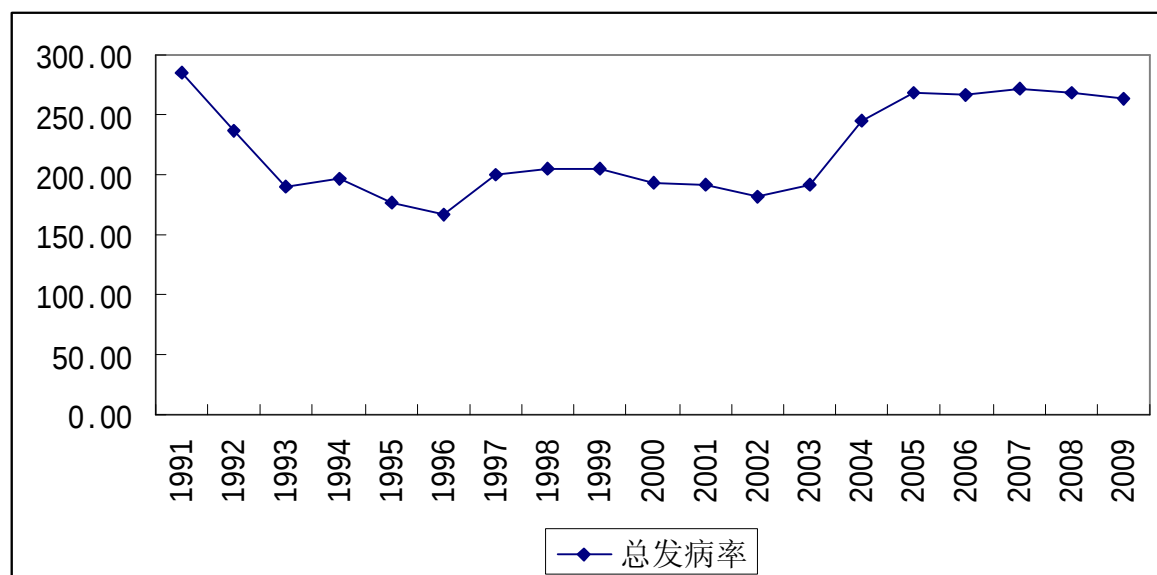
资料来源: 国家统计局, 爱建证券

全球疫苗市场快速增长, 2004 年至 2008 年, 全球疫苗行业的年复合增长率约为 28.4%, 预计 2008 年至 2013 年, 全球疫苗市场的复合增长率达 13.1%。我国疫苗行业的销售额占医药行业总销售收入不到 1%, 远低于全球 2.5% 的水平, 我国的疫苗行业还有很大的成长空间。据《中国医药报》预计未来几年, 国内疫苗市场整体年均增长率将超过 15%。

随着全球气候不断变暖, 导致热带传染病逐步向全球范围包括温带以及寒带扩散。同时由于现代交通的发展, 各地区人口流动日益频繁, 加快了疾病传播和蔓延的速度, 也增加了对预防、控制传染性疾病的疫苗的需求。传染病的发病率虽然不像高血压、糖尿病等疾病的发病率快速上升, 但也远非人

们想象那样发病率逐年下降，控制传染病还需要加大力度，作为预防控制传染病最有效最经济的疫苗，其发展空间巨大。

图 11：我国甲乙类传染病的总发病率（单位：1/10 万）



资料来源：卫生部，爱建证券

接种疫苗是预防和控制传染病最经济、最有效的方法之一，也日益成为现代人预防疾病的健康生活方式，防病比治病更符合经济原则，也更符合医学原则。根据卫生经济学的观点，接种疫苗预防疾病的投入远远小于治疗疾病的投入，对节约社会资源做出了重要贡献。

表1：部分疫苗接种的费用-效益分析

疫苗种类	1美元疫苗接种支出节约的治疗费用
百日咳、白喉、破伤风联合疫苗（DTaP）	27.00美元
麻疹、风疹、腮腺炎联合疫苗（MMR）	26.00美元
乙肝疫苗（Hep B）	14.70美元
水痘疫苗（Varicella）	5.40美元
灭活脊髓灰质炎疫苗（IPV）	5.45美元

注：节省费用包括直接和间接效益（避免工作损失、残疾和死亡）

资料来源：美国疾病预防控制中心，沃森生物招股说明书，爱建证券

2003 年的 SARS、2005 年的禽流感以及最近发生于 2009 年的甲型 H1N1 的发生和流行，唤醒了民众的预防和健康保健意识，治病不如防病的意识已经深入人心。同时，突发的新型传染病疫情增加了大家的恐惧感，主动接种疫苗的比例正在上升，这也极大地促进疫苗行业的发展。今年年初发生了甲型流感疫情，表明突发性的传染病疫情依然会发生，疫苗行业值得重点关注。可以关注以下几条主线一、创新能力强，发展速度较快，新产品储备丰富，且产品毛利率维持在高水平的二类疫苗公司，

请务必阅读正文之后的重要声明

11

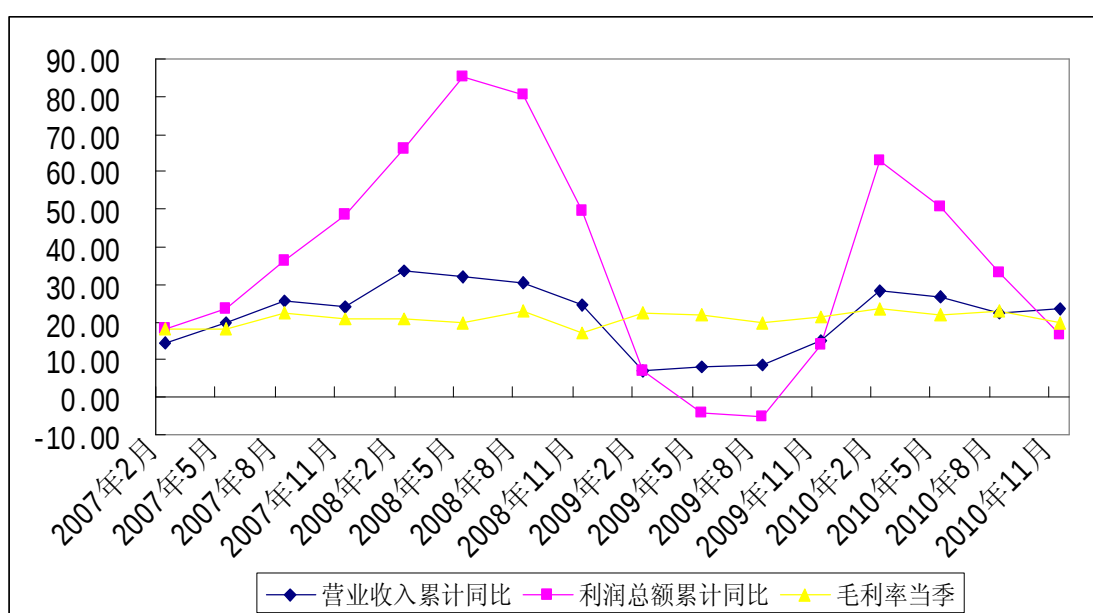
如华兰生物、沃森生物；二、营销网络发达、营销实力强大，研发创新能力逐年提高的公司如智飞生物；三、公司特别是大股东研发实力雄厚，并且有集团整体上市预期的，且估值合理的公司，如天坛生物。四、正在进行临床试验的治疗重大疾病的新疫苗的公司，如重庆啤酒的治疗性乙肝疫苗、广州药业的治疗性乙肝 DNA 疫苗、长春高新的艾滋病疫苗等等。

五、化学制药稳健增长，机会在于国际化

（一）化学原料药行业波动较大，价格处于低谷

化学原料药子行业 1—11 月营业收入累计额为 2151.5 亿元，同比增长 23.45%，利润总额为 173.6 亿元同比增长 16.45%。2007 年到 2010 年化学原料药的营业收入的增长率以及利润总额的增长率波动大，主要是受到原料药价格的大幅波动以及下游需求的波动，低谷在 2009 年 2 月到 8 月。2010 年第 4 季度行业毛利率为 19.79%。2010 年我国西药原料药出口量 498 万吨，同比增长 23.39%，出口总额为 203 亿美元，同比增长 26.19%，价格也有小幅上升，原料药市场呈现复苏趋势。

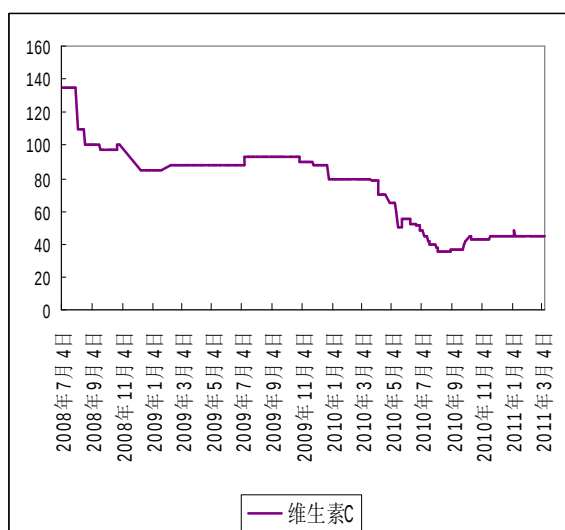
图 12：化学原料药子行业营业收入的增长率、利润总额的增长率及当季毛利率（%）



资料来源：国家统计局，爱建证券

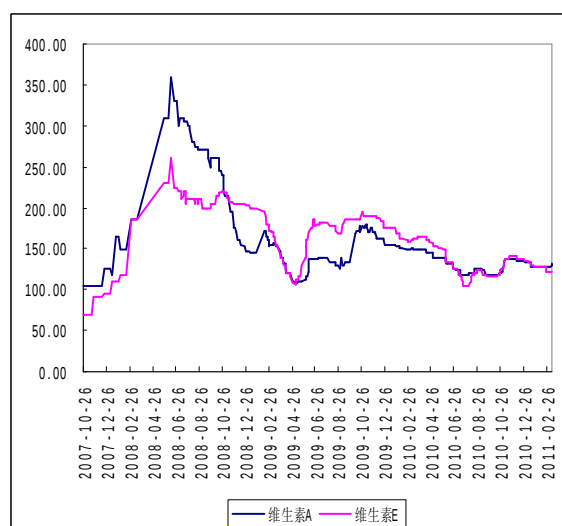
维生素 C 行业目前产能处于过剩状态，为了规范维生素 C 行业的生产，由工信部牵头制定的《维生素 C 行业准入条件》有望于近期出台，将从收率、能耗、技术水平、环保、安全等几个方面，对维生素 C 行业进行规范。维生素 C 价格处于低估，从 2009 年 11 月至今，我国维生素 C 出国有明显的回升趋势。我们预计规范维生素 C 行业，对于国内维生素 C 行业龙头东北制药、华北制药有比较大的利好。

图 13: 维生素 C 价格 (单位: 元/千克)



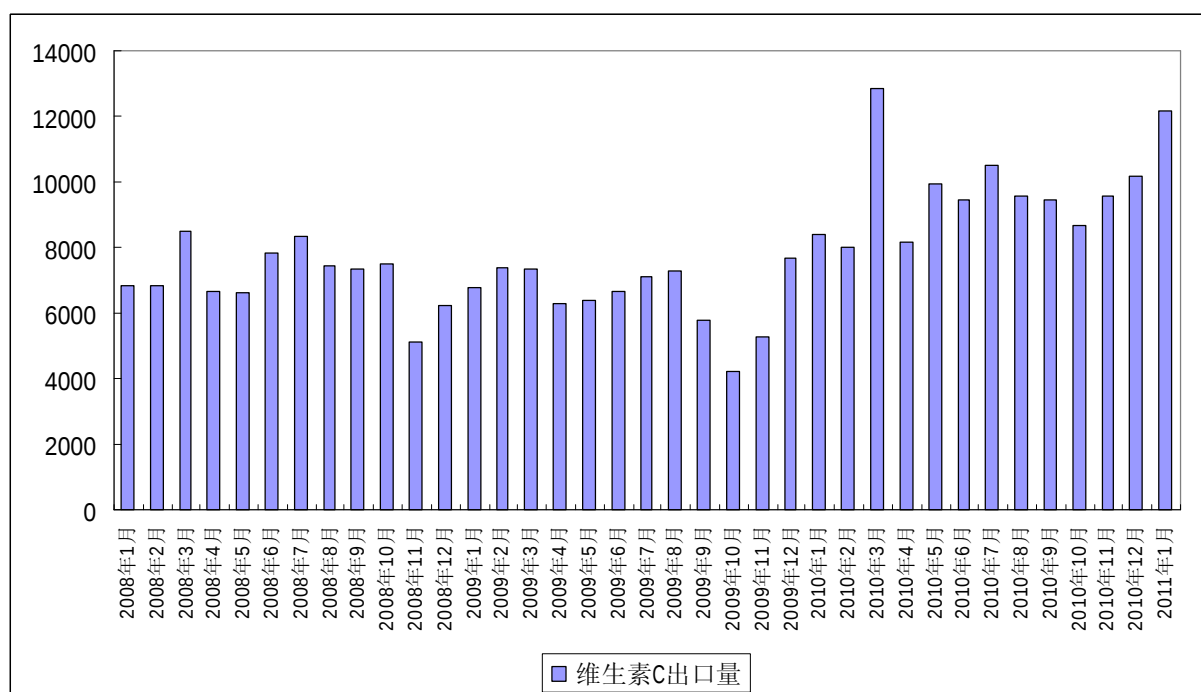
资料来源: 国家统计局, 爱建证券

图 14: 维生素 A、E 价格 (单位: 元/千克)



资料来源: 国家统计局, 爱建证券

图 15: 维生素 C 当月出口量 (单位: 吨)

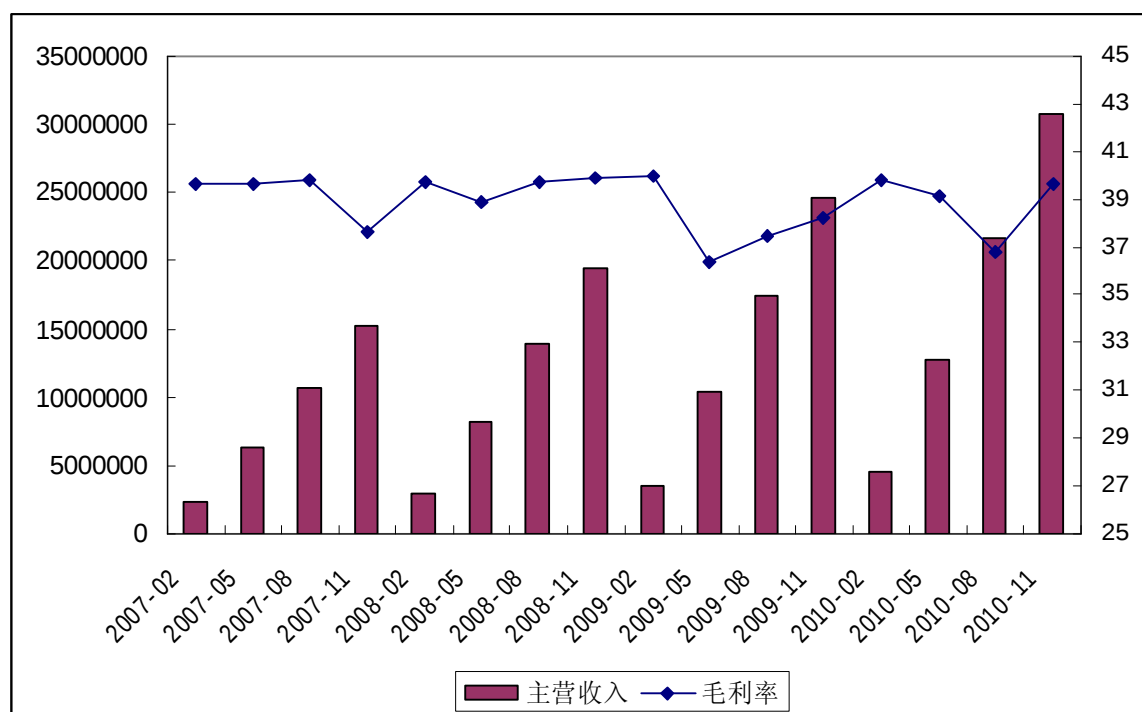


资料来源: 国家统计局, 爱建证券

（二）化学制剂子行业稳健增长，制剂出口机会大

化学制剂子行业 2010 年 1—11 月营业收入累计额为 3071.4 亿元，同比增长 24.59%，利润总额为 353.3 亿元，同比增长 27.79%。2007 年到 2010 年化学制剂行业的营业收入的增长较稳定，保持在 20% 左右。2010 年度行业毛利率为 39.61%，近 4 年行业毛利率保持在 36.3%—39.9% 之间。

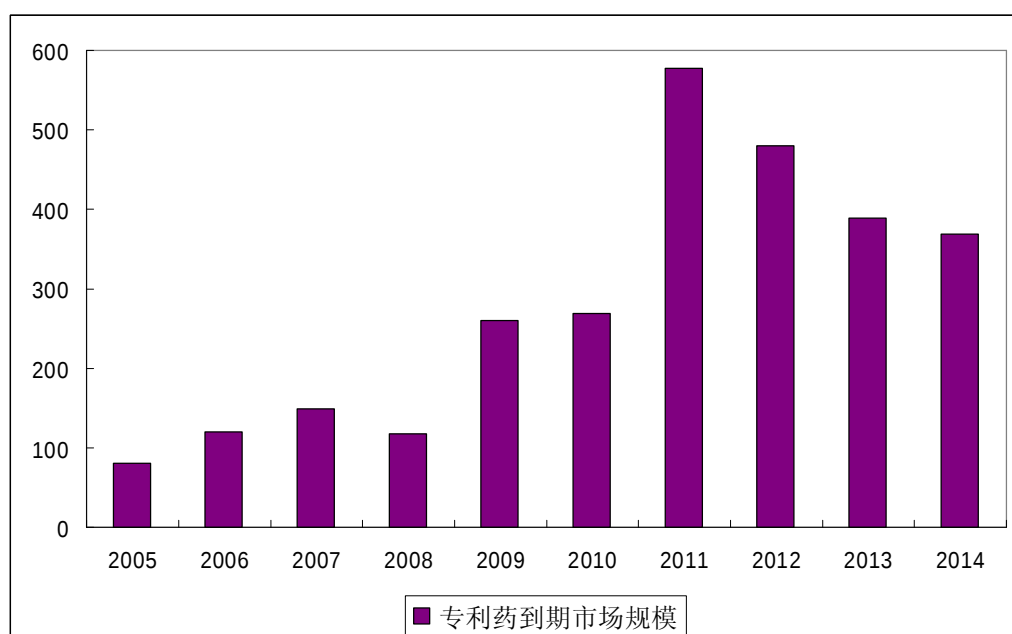
图 16：2007 年—2010 年化学制剂子行业的营业收入及毛利率情况（人民币万元）



资料来源：国家统计局，爱建证券

化学制剂的机会在于两方面，一方面是制剂出口，抓住全球仿制药市场快速增长及专利药陆续专利到期的机遇，2011 年是专利药到期的高峰，为 578 亿美元。可以关注有制剂出口能力并正在产能升级的华海药业，积极进行国际化进程并具备制剂出来能力的恒瑞医药。另一方面是创新方面的机会，研发满足我国疾病谱的重大、多发性疾病防治需求的创新药物，争取有 10 个以上自主知识产权药物实现产业化。未来自主创新能力强、国家一类新药储备较多的、走向国际化的企业，能享受高毛利率，发展空间大。如恒瑞医药。

图 17：专利药到期的市场规模（亿美元）



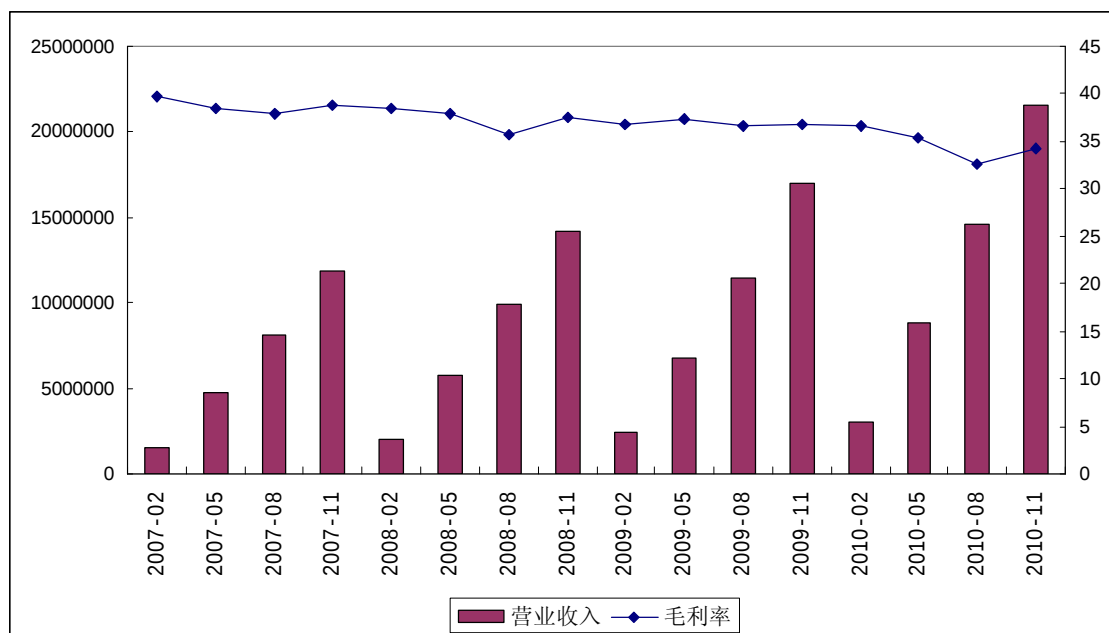
资料来源：IMS，爱建证券

六、中药子行业经营受上游中药材影响较大，中药现代化前景广阔

中药行业的生产包括中成药和中药饮片，目前上市的中药企业中，其主营收入主要来源是中成药的销售，中成药子行业 1—11 月营业收入累计额为 2153.6 亿元，同比增长 25.47%，利润总额为 223.9 亿元，同比增长 29.02%。2007 年到 2010 年中药行业的营业收入的增长较快，利润总额的增速快于营业收入的增长。2010 年第 4 季度行业毛利率为 34.23%，较第 3 季度有所回升。继续关注有经 GAP 认证的上游药材基地支持的中成药企业。

中药行业的发展目前有两种方向，一种是中药中医化，以继承中医中药的传统为主，典型的企业如同仁堂；另一种是中药现代化，以现代化科技方法开发中药，典型的企业如康缘药业、天士力。中药现代化还包括中药配方颗粒的发展，中药配方颗粒免除了中药传统饮片需要煎药的繁琐程序，方便患者使用，发展速度很快，预计年增长率在 30% 以上，看好红日药业，其控股的康仁堂在中药配方颗粒实力位居国内前列。这两种方向都受国家政策认可并支持，在临床应用及产业发展各有优势，在企业业绩弹性和爆发式增长方面看，我们更看好中药现代化企业如康缘药业、天士力、红日药业。

图 18：中成药子行业营业收入及毛利率（万元，%）



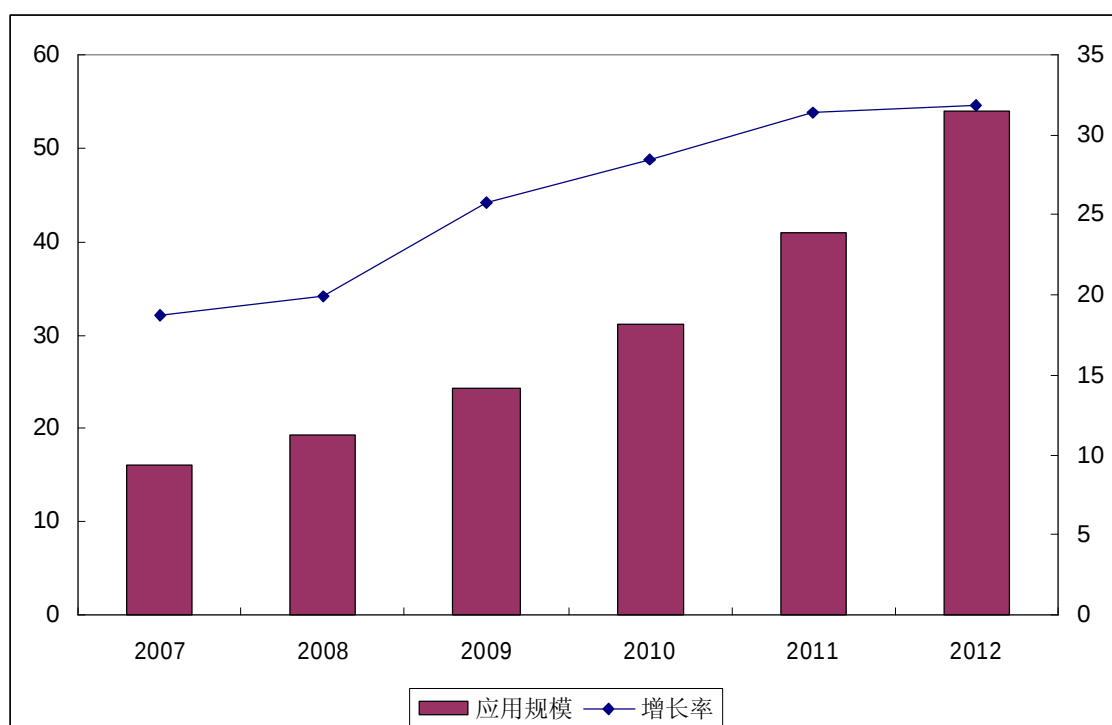
资料来源：国家统计局，爱建证券

七、挖掘医疗器械细分子行业龙头公司

随着群体心理压力的加大、生活环境的污染的加重及人口老龄化，最近几年疾病谱发生了重大的变化，心脑血管疾病、恶性肿瘤、糖尿病等发病率大幅上升，与我国庞大的冠心病人数相比，我国冠状动脉介入术（PCI）手术比例实在偏低，2007 年我国完成的PCI 病例仅有14.3 万例，2008 年我国PCI 手术病例数超过18 万例，与欧美国家实施的PCI 手术数量有很大的差距，未来发展空间很大。长期看好掌握核心技术、达到国际先进水平治疗上述病种的医疗器械公司，可以关注心血管介入器械龙头企业乐普医疗。

新版药品GMP大大提高了对药品生产的无菌要求，新版GMP征求意见稿无菌药品的附录为1万多字，而98版修订标准中，无菌药品附录的篇幅约为1500字，要求有非常明确的提高。增加了生产环境在线监测要求，提高无菌药品的质量保证水平。这主要是对医药企业硬件方面的要求，很多医药企业的无菌设备需要更新，无菌设备的需求量将大增。新版GMP对制药企业冻干生产线的无菌要求的进一步提高，采用冻干系统的制药企业将会逐步增多，而对冻干工程的需求也将快速增长。可以关注直接受益于新版药品GMP的医疗器械公司，如冻干机设备龙头公司东富龙，消毒灭菌设备的龙头公司新华医疗。

图19：冻干系统的应用规模及增长率的统计及预测（单位：亿元、%）



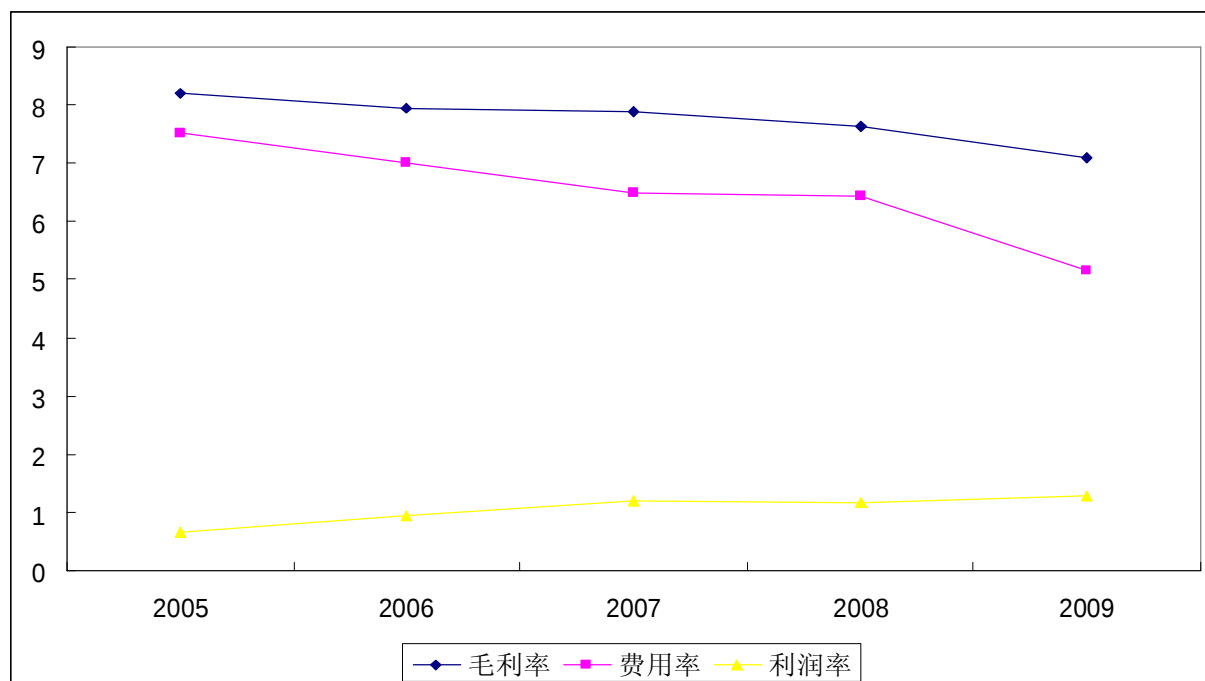
资料来源：中国制药装备行业协会，汉鼎咨询，爱建证券

八、医药商业整合加速，寻找整合受益的公司

商务部副部长姜增伟在十一届全国政协四次会议食品药品安全监管提案办理协商会上透露,商务部将在“两会”结束后发布药品流通行业“十二五”发展规划。之前商务部的《2010-2015 全国医药流通行业发展规划》草案已经完成,从规划草案的内容来看,鼓励药品流通企业购并重组,培育国家级、地市级航母企业,到2015年,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。

随着行业整合力度的加强,规模化的逐步形成,毛利率水平还会受到一定的压缩,并降至一个合理的水平,费用率也会进一步下降,而净利水平则会保持在一个合理的程度。我国医药商业的毛利率从2005年的**8.19%**降至2009年的**7.09%**,期间费用率也逐年下降,从2005年的**7.53%**降至2009年的**5.16%**,而同期的利润率逐步上升,从**0.66%**上升至**1.29%**,整合对行业龙头公司是利好,有利于提高公司的盈利能力。

图 20：我国医药商业行业的毛利率、期间费用率、净利润率（%）

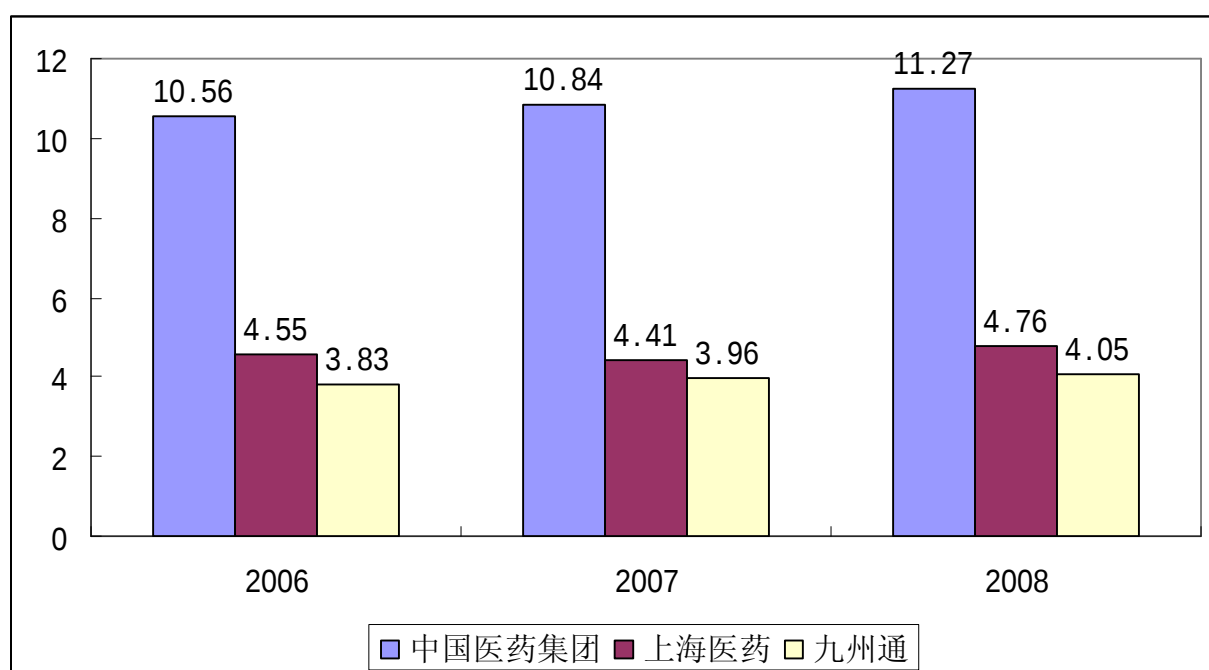


资料来源：中国医药商业协会，爱建证券

目前我国医药商业集中度还不够，根据国家药监局的统计，截至 2009 年底，全国持有《药品经营许可证》的药品批发企业共有 13593 家，其中法人批发企业 10671 家、非法人批发企业 2922 家；其中国药集团、上海医药、九州通前 3 大龙头企业的市场份额为 20%左右，和欧美国家及日本差距很大，美国只有 75 家医药商业流通企业，其中前 3 位医药商业流通企业的市场占有率达到 96%。日本医药商业流通业也是通过兼并重组逐步壮大，现共有 147 家医药商业流通企业，前三位医药商业流通企业的市场份额超过 67%。欧盟药品销售前三位的医药商业流通市场占有率也达 65%。

上海医药收购 China Health System Ltd.的控股权，以进一步拓展以北京地区为中心的华北地区医药分销网络资源。上海医药收购台州医药公司，国药集团收购浙江温岭医药公司，华润医药也有大手笔的收购动作，医药商业巨头外延扩张步伐加快，此外地方医药企业也在积极布局收购动作。产业集中度提高以后，医药商业龙头企业具备规模优势，以及企业集团内部的药品生产与销售渠道的协同效应，以获取较多的利润。关注医药商业龙头企业以及地方区域医药企业的重组购并机会，可关注上海医药、国药股份、南京医药。

图 21：我国医药商业前 3 大企业的市场占有率（%）



资料来源：中国医药商业协会，爱建证券

九、行业投资建议和评级

第一季度医药板块走势较弱，跌幅较大，估值回归合理，我们认为这是对医药行业长期走好是有利的，我们依然坚定看好医药行业的长期发展趋势。随着经济的发展和人民生活水平的提高，对生物医药产品的需求日益增加，生物医药行业具有确定的成长性，医药行业长期值得看好。从短期来看，发改委对药品价格调控，对医药股的短期走势构成压力。医药行业的各个子行业中生物制品行业业绩增速快，估值也较为合理，在医药行业中我们最看好作为新兴产业的生物制品子行业。2011 年第二季度医药行业可能会存在分化，我们看好科技创新能力强，成长性良好估值合理的个股。

投资策略：2011 年第二季度医药行业存在三条投资主线，第一条投资主线抓住国际专利药到期高峰带来的机遇并有能力走向国际化，实现产业转型升级，业绩有望爆发式增长的公司，重点公司如华海药业。第二条投资主线是有创新能力、有独特品种、估值比较合理的公司，重点公司如康缘药业、红日药业、恒瑞医药。第三条投资主线是受益于生物医药“十二五”规划的有雄厚研发实力，而又具备估值优势的生物制品公司，重点公司有华兰生物、智飞生物等。第四条投资主线是医药商业产业整合背景下的机会，重点公司如上海医药、南京医药等。2011 年第二季度我们依然看好生物医药行业，给予生物医药行业“强于大市”评级。

十、重点上市公司盈利预测和评级

表 2：重点上市公司盈利预测和评级

代码	名称	细分行业	3 月 31 日股价	EPS(元)			PE			最新评级
				2009	2010E	2011E	2009	2010	2011E	
002007	华兰生物	生物制品	40.50	1.69	1.06	1.61	23.96	38.21	25.16	推荐
300122	智飞生物	生物制品	36.50	0.64	0.69	0.90	57.03	52.90	40.56	推荐
600276	恒瑞医药	化学制药	45.86	1.1	0.97	1.33	41.69	47.28	34.48	推荐
600521	华海药业	化学制药	15.64	0.55	0.21	0.52	28.44	74.48	30.08	推荐
600535	天士力	中药	36.11	0.65	0.92	1.08	55.55	39.25	33.44	推荐
600557	康缘药业	中药	15.26	0.50	0.48	0.63	30.52	31.79	24.22	推荐
300026	红日药业	中药	39.22	2.03	0.99	1.19	19.32	39.62	32.96	推荐
601607	上海医药	医药商业	19.55	0.45	0.69	0.98	43.44	28.33	19.95	推荐

数据来源：上市公司公告,爱建证券

华兰生物(002007)

1. 公司是从事血液制品、疫苗研发和生产的国家级重点高新技术企业，为国家定点大型生物制品生产企业，在全国同行业企业中处于领先地位。目前公司是国内拥有产品品种最多、规格最全的血液制品生产企业，血浆处理能力居国内乃至亚洲前列，已成为亚洲大型血液制品生产企业。

2. 公司拟用1.2亿资金在北京建立生物技术研发中心，以研究开发生物基因产品、疫苗产品；与中科院生物技术局共同成立“中国科学院生物技术创新与产业化联合基金”，公司未来在生物技术的研发、产业化值得关注。

3. 公司的疫苗业务发展迅速，血液制品业务价量齐升，公司主营收入及利润快速增长，2010年度前三季度公司实现营业同比增长121.75%，净利润同比增加149.89%。公司毛利率较高，最近4年呈不断升高趋势：2007 年53.78%，2008年60.13%，2009年76.01%，2010年度76.69%，其中公司的疫苗毛利率极高，2010年报显示为86.94%。2010年EPS为1.06元，预计2011年EPS为1.61元，给予推荐评级。

智飞生物（300122）

1. 公司目前从事二类疫苗的研发、生产、销售，公司是国内二类疫苗的龙头企业，公司通过多年的努力，建设了一个行业内规模最大、覆盖最全、深入终端的营销网络体系。

2. 自主研发产品的销售收入逐年增加，毛利率高。公司目前上市的自主产品包括ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗、A 群C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗和注射用母牛分枝杆菌3个品种，这3个品种2010年中期毛利率分别为96.74%、92.59%、86.51%。

3. 公司研发实力强大，发展前景广阔。公司已经完成 A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗和 Hib 疫苗的临床研究，正在申请药品批准文号，未来这两个产品上市后，将极大丰富公司的自有产品线。已完成注射用母牛分枝杆菌辅助治疗支气管哮喘临床研究，临床结果良好，新药申请文件已获国家药监局受理。公司拥有专利数量 12 个，在研项目数量为 16 个，在国内同类上市公司中名列前茅。

4. 新产品 Hib 疫苗的投产、注射用母牛分枝杆菌治疗哮喘应用的开发将在 2012 年带来业绩的快速增长，预计 2010-2012 年营业收入为 7.04 亿元、8.58 亿元、11.58 亿元，归属于母公司股东净利润为 2.75 亿元、3.58 亿元、4.88 亿元，EPS 为 0.69 元、0.90 元、1.22 元，给予推荐评级。

恒瑞医药（600276）

1. 公司是国内最大的抗肿瘤药物生产基地，是国家科委认定为国家级重点高新技术企业，公司是国内化学制药行业的创新标杆企业。公司目前主要产品有：抗肿瘤药、心血管药、麻醉镇痛药等。

2. 通过技术转让、联合创新、自主开发等多种形式，公司先后拥有了国家四类以上新药证书 90 个，其中国家一类新药证书 4 个，二类新药 13 个，4 个研究项目被列入国家“863 计划”。创新药瑞格列汀获美国 FDA 批准进入美国临床试验，彰显公司卓越研发实力。

3. 2007—2009 年公司营业收入和利润总额快速增长，营业收入增长率分别为 36.41%、20.8%、26.6%，今年前 3 季度营业收入同比增长率为 27.25%。公司毛利率极高，3 季报显示为 84.49%。2010 年 EPS 为 0.97 元，预计 2011 年 EPS 为 1.33 元，给予推荐评级。

华海药业（600521）

1. 公司生产销售医药制剂、原料药及中间体，形成了以心血管药物、抗抑郁症和抗病毒药物为主导，做精做细做强，系列化规模化发展的特色明显的产品格局。心血管药物 ACE 抑制剂类产品在国际

上品种最多，产销量最大，技术水平领先。

2. 公司所有产品均已通过国家 GMP 认证，2007 年 6 月公司抗艾滋病药物奈韦拉平以零缺陷通过了美国 FDA 认证，成为中国首家获此认证的制药企业，为华海制剂产品进入欧美高端市场取得了通行证，填补了中国制剂产品出口美国的空白，公司是中国第一家通过 FDA cGMP 认证并获得 ANDA 文号的制药企业。

3. 公司投入 5.6 亿元，计划建成年产 100 亿片出口欧美的固体制剂车间，预计年内即可投入生产，是国内规模最大的制剂生产基地。公司构建原料药和制剂两大产业链、两大研发体系和两大销售体系，在国际专利药到期高峰的来临之际，公司有望出现业绩的快速增长。2010 年 EPS 为 0.21 元，预计 2011 年的 EPS 为 0.52 元，给予推荐评级。

天士力（600535）

1. 公司是以中药为中心的高科技企业，主营现代中药、化学药等的科研、种植、提取、销售等。公司自行研制成功具有国际先进水平的大型自动化滴丸生产线，主导产品复方丹参滴丸是首个份额超过 10 亿的中药产品。

2. 公司致力于打造符合系列标准的一体化现代中药产业链，率先建立了现代中药和植物药提取生产质量管理规范，建立了通过 GMP 认证的现代中药生产基地。

3. 2010 年 8 月 10 日复方丹参滴丸圆满完成美国 F D A II 期临床试验，向中药国际化、现代化迈出了一大步，这对于提升公司品牌起了很大的作用，大大促进复方丹参滴丸在现有市场的销售量。

4. 公司的亚单位流感疫苗是公司未来业绩增长点。2010 年 EPS 为 0.92 元，预计 2011 年 EPS 为 1.08 元，给予推荐评级。

康缘药业（600557）

1. 公司以中药的现代化、国际化为努力方向，注重科研及新产品开发，共生产中药产品 50 余种，不断探索新技术、新工艺，先后研制开发国家级新药 13 个，以桂枝茯苓胶囊、热毒宁注射液为代表的一批高附加值、高科技含量的中药新产品群迅速崛起。

2. 主导产品桂枝茯苓胶囊被国家科技部作为中药现代化示范项目推荐申请美国 FDA 临床试验，目前正在进行 FDA II 期临床试验。充分体现了公司在中药现代化方面的强大研发实力。

3. 公司推行股权激励计划，激励对象为公司高级管理人员，以及公司认定的核心技术人员。公司解锁条件分别为 2011 年度净利润不低于 2.4 亿元；营业收入不低于 16.0 亿元，第二次：公司 2012 年度

净利润不低于3.0亿元；营业收入不低于20.0亿元。第三次解锁条件为：公司2013年度净利润不低于3.7亿元；营业收入不低于25.0亿元。股权激励计划的推行有利于公司的快速发展。预计2010年、2011年的EPS分别为0.48元、0.63元，给予推荐评级。

红日药业（300026）

1. 公司主要从事中成药以及西药的研发、生产和销售，公司产品品种主要有3种，治疗脓毒症药物的中药注射剂—血必净注射液，治疗脑血管病用药的西药注射剂—盐酸法舒地尔注射液、血液系统药物中的抗血栓药—低分子量肝素钙注射液。血必净注射液和盐酸法舒地尔注射液，均是国内独家品种，疗效显著，在细分市场具有垄断地位。市场需求量大，近几年销量增速快，毛利率高，发展前景广阔。

2. 公司2010年4月收购康仁堂，康仁堂拥有中药配方颗粒的全部核心资产，主要业务集中在中药配方颗粒生产，与大型中医药科研院所合作，提出中药配方颗粒“全成分”概念，创新使用中药指纹图谱标准技术，并对常用中药配方颗粒400余种“全成分”工艺进行研究，满足了工业化生产的要求，并且符合中医处方辨证论治的特点，方便广大医患者临床应用的需要，发展前景看好，而且扩大了公司的产品线，解决了产品相对单一的问题。

3. 公司将血必净注射液的产能扩大，预计将产能从目前的1000万支/年扩大到2600万支/年，我们预计新产能2012年初可以投入使用，产能扩大后将解决血必净注射液的产能瓶颈，为2012年业绩带来爆发式增长。

4. 公司近几年营业收入、净利润均保持快速增长，营业收入从2006年的5622万元增长到2010年的38396万元，归属于母公司的净利润从2006年的736万元增长到2010年的9975万元。毛利率维持在较高水平，2006年为69.72%，2009年为78.99%，2010年前3季度为65.68%，预计2011年、2012年EPS分别为1.19元、1.81元。给予推荐评级。

上海医药（601607）

1. 公司是吸收合并了上实医药、中西医药，现为上海发展生物医药产业的龙头企业，主要从事医药研发与制造、分销与零售。公司分销规模位列华东和上海最大、全国名列前茅，分销渠道遍布中国几十个省市。

2. 上海医药收购母公司上药集团的抗生素业务资产，将大大增强公司医药工业实力。公司积极启

动赴港上市，融资规模达 110 多亿，手握巨资后将加大并购力度。

3. 收购 CHS 股权，以拓展以北京为中心的华北医药销售市场，增强公司的竞争力，公司是医药商业的龙头公司，将受益于未来医药商业的产业整合。

4. 公司合并上实医药、中西医药后，内部资源整合将使得医药生产和销售渠道发挥协同效应。预计公司 2011 年 EPS 为 0.98 元，给予推荐评级。

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐:预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内,个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内,个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势:预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势:预期未来6个月内,行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格,本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任,爱建证券不作任何担保。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,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考,并不构成所述证券的买卖出价或征价,爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下,我公司及其所属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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有,未经书面许可,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“爱建证券有限责任公司”,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。