

医药生物

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人: 江琦

S0960110110023

0755-82026817

jiangqi@cjis.cn

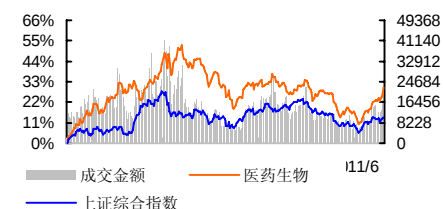
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	162
总市值(亿元)	13225
占 A 股比例(%)	2.01%
平均市盈率(倍)	100.41

行业表现

(%)	1M	3M	6M
医药生物	11.98	-0.42	-0.32
上证综合指数	4.24	-7.55	1.03



相关报告

《翰宇药业-11 年中业绩预增 50%-65%，未来新品种看点多》2011-7-15

《医药生物-医药终端数据研究(西药)-神经系统用药、靶向肿瘤制剂高成长值得期待》

《医药生物-医药终端数据研究——神经系统用药、靶向肿瘤制剂高成长值得期待》

医药生物行业

看好

血液制品行业血浆原料将更稀缺，有可能带来

11-13 年行业小景气周期

贵州省卫生厅发布《贵州省采供血机构设置规划 2011-2014》，仅保留开阳、独山、普定、黄平 4 个浆站。本次规划将关停华兰、上海所、贵州黔峰等共 14 家浆站，行业采浆量将减少约 20%，血浆原料更稀缺。

投资要点:

■ 血液制品行业是资源稀缺型行业，关停浆站将人为扩大供需缺口，有可能使行业迎来 11-13 年的一波小景气周期:

全行业 10 年投浆量约 3500 吨，关停贵州 14 个浆站投浆量将减少 20%;

血浆原料增长慢: 全国血液制品企业 33 家，浆站约 127 个(关前)，没有新增的血液制品企业，新开浆站速度很慢，原料血浆增长空间有限;

白蛋白的短暂平衡将重新被打破，静丙、八因子等血液制品将更加紧缺: 目前行业白蛋白(10g)均价约 320-330 元，最高限价 360 元，静丙(2.5g)均价约 520 元，最高限价 600 元，八因子离最高限价还有空间，供需缺口的扩大有可能造成产品的进一步提价。

■ 血液制品少有替代品，是关系国计民生治病救人的大事，供给一直紧张，关停浆站是个省行为，非卫生部希望，蔓延到其他省可能性不大。

■ 浆站是稀缺资源，拥有大批浆站的企业将受益于此次事件，行业的更加景气有望带来此类公司的业绩弹性，首推天坛和莱士: 天坛生物(含蓉生)共 16 个浆站; 上海莱士 12 个浆站; 华兰生物关停后剩 13 个浆站，此三家仍将为前 4 大的血液制品企业之中，天坛、莱士不受此次事件影响，将明显受益，华兰待事件影响稳定后，也将受益于行业景气。

■ 投资建议: 建议重点关注此次事件不受影响，拥有浆站多的血液制品龙头——上海莱士和天坛生物; 关注在其他省份有浆站和血液制品企业的人福医药和紫光古汉。

■ 风险提示: 关停浆站事宜各部门还在协调当中，或许有变。

股票代码	股票名称	10EPS	11EPS	12EPS	13EPS	10PE	11PE	12PE	13PE	投资评级
002252	上海莱士	0.68	0.88	1.10	1.32	41.35	31.96	25.57	21.43	推荐
600161	天坛生物	0.34	0.41	0.47	0.56	56.02	46.00	40.83	33.79	推荐
002007	华兰生物	1.06	1.06	1.36	1.64	31.57	31.54	24.69	20.50	推荐
600079	人福医药	0.44	0.66	0.82	1.07	56.53	37.65	30.29	23.09	强烈推荐
000590	紫光古汉	0.23	N/A	N/A	N/A	57	N/A	N/A	N/A	N/A

一、我国血液制品行业的景气——监管带来的行业景气周期

1.1 浆站的管理带来了 07-10 年的血液制品行业景气大周期，贵州的规划有可能带来 11-13 的一轮小周期

我国血液制品的规范管理主要从 2006 年开始，06 年的《单采血浆站转制工作方案》使得行业采浆规范，

表 1: 血液制品行业政策汇总表

时间	政策	影响
1985 年、2002 年	我国在 1985 年禁止除白蛋白以外的血液制品进口，在 2002 年禁止从疯牛病疫区国家进口人血白蛋白。	控制了血液制品的进口量，控制了供给的量
2001 年 5 月 21 日	《国务院办公厅关于印发中国遏制与防治艾滋病行动计划（2001—2005 年）的通知》从 2001 年起，国家将不再审批新的血液制品生产企业	血液制品企业执照成为稀缺资源，至目前约 33 家企业
2006 年 3 月	国家卫生部等九部委联合发布《关于单采血浆站转制的工作方案》 1、浆站由县卫生部设置改为血液制品企业设置：要求按照“管办分离”、“政事分开”的原则，卫生部门与单采血浆站脱钩，县级卫生行政部门不再设置单采血浆站，原由县级卫生行政部门设置的单采血浆站转制为由血液制品企业设置。 2、血液制品企业控股浆站：投资比例不少于 80%。 3、不得跨区采浆，在一个采血浆区域内，只能设置一个单采血浆站，严禁单采血浆站采集非划定区域内供血浆者血浆 4、浆站只能向单一企业供浆：单采血浆站只能向一个与其签订质量责任书的血液制品生产单位供应原料血浆，严禁向其他任何单位供应原料血浆	此次单采血浆站改制对血液制品行业产生重要影响： 1、浆站管理规范，企业投入大成本改造，(一个约 600 万达到 GMP 标准)； 2、浆站投浆量一开始将大幅减少，后回升速度较慢：因不得跨区采浆，献浆员数量增长较慢； 3、行业投浆量速度增长慢，企业获得新浆站较难：目前全国约 127 家浆站，新设较难
2006 年	国务院制订了《中国遏制与防治艾滋病行动计划（2006-2010 年）》（国办发[2006]13 号） 1、新开设的浆站必须符合 GMP 标准 2、血液制品企业建立 90 天“检疫期”制度：血液制品生产企业必须在 2008 年 6 月底以前建立原料血浆检疫期制度，即将采集后经检验合格的原料血浆，在规定的低温条件下放置 90 天，经对供浆员的血浆样本再次进行病毒筛查并检验合格后，方可将原料血浆投入生产；	血液制品安全性更高，企业投浆量比采浆量增长要慢
2007 年	2007 年 9 月 28 日，国家发改委发布《国家发展改革委关于公布人血白蛋白临时最高零售价格的通知》，将人血白蛋白（10 克/瓶）最高限价由 259 元/	随血液制品供不应求，部分产品涨价

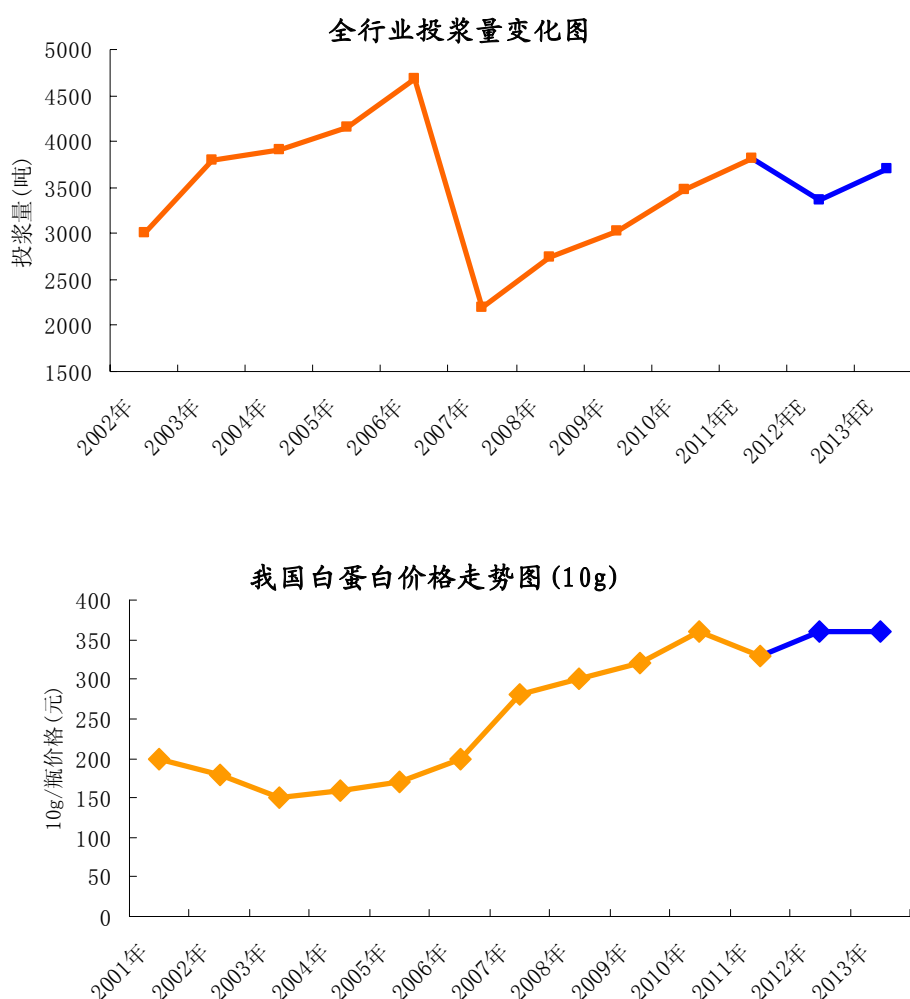
	瓶提升至 360 元/瓶。 (静丙由各省发改委备案确定, 2010 年最高限价为 2.5g600 元/瓶。)	
--	---	--

资料来源: 国务院、卫生部等网站, 中投证券研究所

06 年的严格管理带来的投浆量的急速下降, 07-10 年的景气大周期到来:
严格的管理使得行业投浆量从 4687 吨(也有数据显示是 4960 吨)的最高点急速下降至 2007 年的约 2200 吨。投浆量的急速下降带来了产品的紧缺和价格的上调, 2007 年国家发改委上调白蛋白 10g 每瓶的最高限价至 360 元/瓶, 2010 年部分省上调静丙最高限价 600 元/瓶。

贵州规划使行业投浆量减少 20%, 2011-2013 年有可能出现景气小周期:
贵州规划将关停 14 个浆站, 影响全行业投浆量的 20%, 我们预计 2011 年行业投浆量不受影响保持约 10% 的增长, 2012 年行业投浆量将下降约 12%, 2013 年回升至 11 年的水平, 原材料稀缺的紧张局面更加, 有可能带来一波血液制品的景气小周期。

图 1: 国内血液制品全行业投浆量预测, 白蛋白价格走势



资料来源: 上海莱士招股书, 批签发数据按每吨血浆产 2400 瓶白蛋白计算, 价格为调研数据, 2011-2013 年为预测值, 中投证券研究所

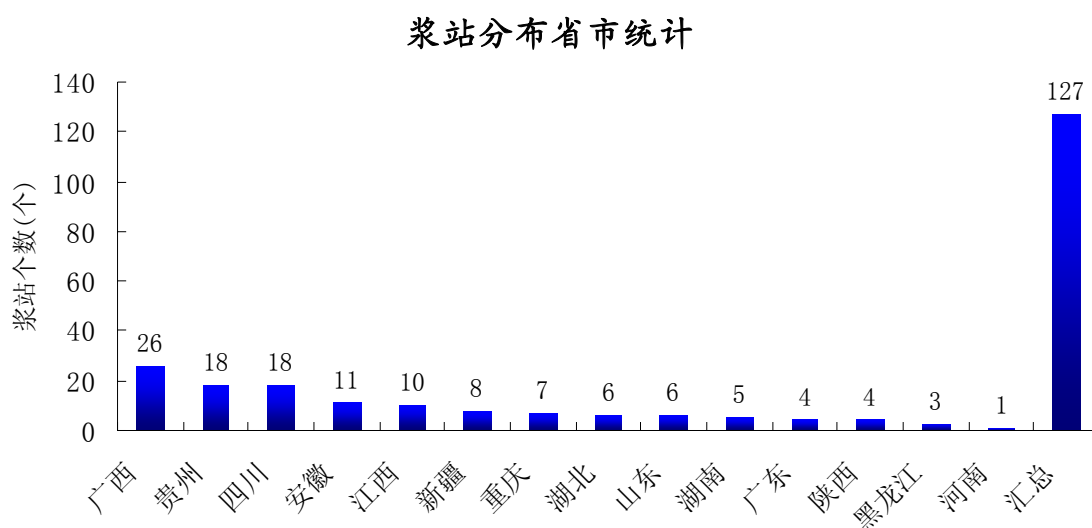
二、浆站、血液制品企业均为有限资源，龙头企业将受益行业景气

2.1 血液制品企业执照和浆站都是稀缺资源

血液制品企业不会再有新的进入者：2001 年国家不再批准血液制品企业后，目前现存血液制品企业据不完全统计约 33 家，以后也将不会再有新的进入者；

新设浆站较难，目前全国约 127 家浆站，投浆量增长受限：浆站设立大省为广西、贵州、四川，其中广西和贵州两省的采浆量约占全行业的 40%-50%，对我国血液制品行业起了很大的贡献作用。由于为了保证临床用血，设有中心血站的地方不能同时设立浆站，因此浆站设立的地区有限，新批浆站难度很大，行业增长缓慢。

图 2：浆站分布省市统计



资料来源：各省卫生厅网站，中投证券研究所整理，实际数据可能和统计数据稍有差别

因此，我们认为拥有浆站资源的龙头企业，有可能在下一个小景气周期中受益，选择标的首选拥有浆站数量多，业绩弹性大，同时关注有浆站和血液制品企业的上市公司，也会受益。

2.2 浆站资源为王，关注拥有浆站数量多的血液制品龙头

血液制品行业是一个资源高度稀缺型行业，上游资源有限，下游需求不减，且少有或几乎没有完全替代的产品。因此在血浆资源处于紧张的时期，行业永远处于景气的状态。因此我们认为有竞争力、在行业景气时候最受益的企业依然是拥有浆站数量多得的龙头企业。

2006 年我国血液制品前 6 大企业为华兰生物、成都蓉生、上海莱士、四川蜀阳、上海生物制品所、贵州黔峰，2006 年 6 大企业占全国投浆量的约 50%。

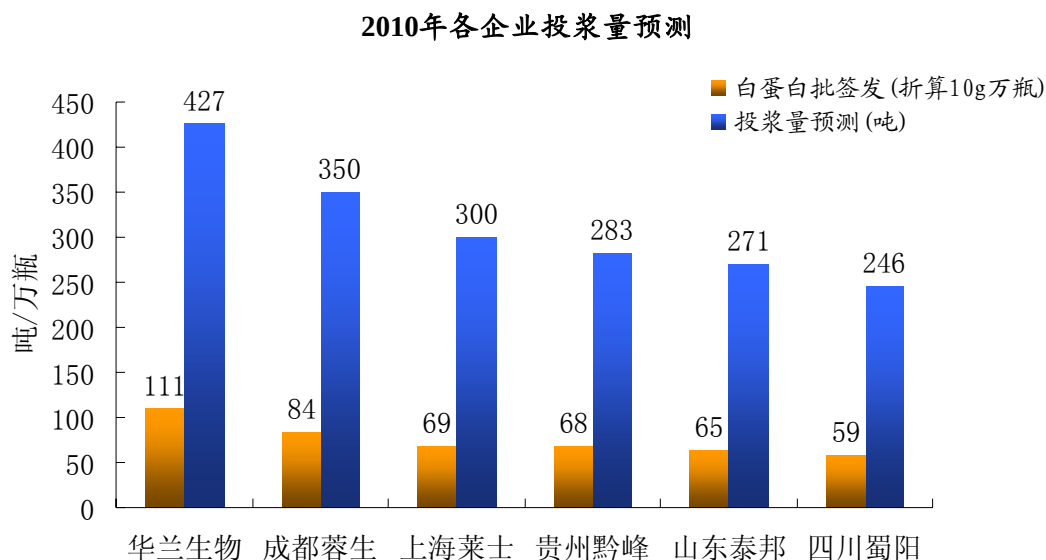
表 2: 2006 年，前 6 大血液制品企业投浆量汇总

名称	华兰生物	成都蓉生	上海莱士	四川蜀阳	上生所	贵州黔峰	合计
投 浆 量 (吨)	530	400	390	350	320	300	2290
占全国投 浆量的比	11.31%	8.53%	8.32%	7.47%	6.83%	6.4%	48.86%

资料来源：天坛生物《发行股份购买资产暨关联交易报告书》，中投证券研究所

按照中检所 2010 年白蛋白批签发数据，我们测算了 2010 年前 6 大血液制品企业的投浆量如下，(各实际投浆量和测算数据有差别)：其中华兰生物、成都蓉生、上海莱士投浆量应该为前 3 名，其次是贵州黔峰、山东泰邦、四川蜀阳差别均不大。

图 3: 2010 年各企业投浆量预测图



资料来源：中检所批签发数据，中投证券研究所；按照每吨浆产 2300-2500 瓶 10g 白蛋白计算，和实际投浆量有差别

根据上市公司的公开资料，我们整理了华兰、天坛(含成都蓉生)、上海莱士的浆站分布——浆站数量和质量决定了这三家企业未来还将是血液制品的龙头企业：

1)、天坛生物共 16 个单采血浆站，其中天坛 4 个，成都蓉生 12 个(11 个建成，1 个在建)。四川 12 个，山西 3 个，山东 1 个。

表 3: 天坛生物、成都蓉生单采血浆站一览表

序号	浆站名称	所在地	获得批文时间
1	金堂蓉生单采血浆有限公司	四川	建成
2	什邡蓉生单采血浆有限公司	四川	建成
3	中江蓉生单采血浆有限公司	四川	建成
4	仁寿蓉生单采血浆有限公司	四川	建成
5	简阳蓉生单采血浆有限公司	四川	建成
6	都江堰蓉生单采血浆有限公司	四川	建成
7	南江蓉生单采血浆有限公司	四川	建成
8	通江蓉生单采血浆有限公司	四川	建成
9	罗江蓉生单采血浆有限公司	四川	建成
10	高县蓉生单采血浆有限公司	四川	建成
11	渠县蓉生单采血浆有限公司	四川	建成
12	安岳蓉生单采血浆有限公司	四川	在建
15	忻州天坛生物单采血浆有限公司	山西	建成
16	山阴天坛生物单采血浆有限公司	山西	建成
17	聊城天坛生物单采血浆有限公司	山东	建成
18	浑源天坛生物单采血浆有限公司	山西	建成

资料来源：公司年报及公告，中投证券研究所

2)、上海莱士共 12 个，其中广西 6 个，湖南 1 个、陕西 1 个、安徽 1 个、海南 3 个。

表 4: 上海莱士单采血浆站一览表

序号	浆站名称	所在地	获得批文时间
1	全州莱士单采血浆有限公司	广西	建成
2	灵璧莱士单采血浆有限公司	安徽	建成
3	武鸣莱士单采血浆有限公司	广西	建成
4	大化莱士单采血浆有限公司	广西	建成
5	马山莱士单采血浆有限公司	广西	建成
6	大新莱士单采血浆有限公司	广西	建成
7	石门莱士单采血浆有限公司	湖南	建成
8	巴马莱士单采血浆有限公司	广西	建成
9	兴平莱士单采血浆有限公司	陕西	建成
10	琼中莱士单采血浆有限公司	海南	在建
11	白沙莱士单采血浆有限公司	海南	在建
12	保亭莱士单采血浆有限公司	海南	在建

资料来源：公司年报及公告，中投证券研究所

3)、华兰生物关停前共 18 家浆站, 其中贵州 6 家, 广西 4 家, 重庆 7 家, 河南 1 家; 关停后共 13 家浆站, 贵州 1 家, 广西 4 家, 重庆 7 家, 河南 1 家。

表 5: 华兰生物浆站一览表

序号	浆站名称	所在地	状态
1	华兰生物(独山)单采血浆有限公司	贵州独山	建成(保留)
2	华兰生物(龙里)单采血浆有限公司	贵州龙里	建成(可能关停)
3	华兰生物(罗甸)单采血浆有限公司	贵州罗甸	建成(可能关停)
4	华兰生物(惠水)单采血浆有限公司	贵州惠水	建成(可能关停)
5	华兰生物(瓮安)单采血浆有限公司	贵州瓮安	建成(可能关停)
6	华兰生物(长顺)单采血浆有限公司	贵州长顺	建成(可能关停)
7	都安华兰单采血浆有限公司	广西都安	建成
8	陆川华兰单采血浆有限公司	广西陆川	建成
9	贺州华兰单采血浆有限公司	广西贺州	建成
10	华兰生物博白单采血浆有限公司	广西博白	建成
11	华兰生物(武隆)单采血浆有限公司	重庆武隆	建成
12	华兰生物开县单采血浆有限公司	重庆开县	建成
13	华兰生物忠县单采血浆有限公司	重庆忠县	建成
14	华兰生物潼南单采血浆有限公司	重庆潼南	建成
15	华兰生物巫溪单采血浆有限公司	重庆巫溪	建成
16	华兰生物巴南单采血浆有限公司	重庆巴南(或改址)	在建
17	华兰生物彭水单采血浆有限公司	重庆彭水	建成
18	华兰生物(封丘)单采血浆有限公司	河南封丘	建成

资料来源: 公司年报及公告, 中投证券研究所

2.3 投资建议

我们建议重点关注上海莱士、天坛生物, 关注华兰生物股价若下跌后的投资价值, 其次可关注拥有血液制品企业和浆站的人福医药和紫光古汉。

天坛生物——浆站数量将可能最多, 产品价格弹性大: 我们预计 11-13 年 EPS 分别为 0.4、0.46、0.54 元, 对应目前 PE 为 48、42、35 倍, 公司有中生集团资产整合预期。业绩弹性: 若平均价格提高 10%, 影响业绩将提高 16%, 12 年 EPS 增厚 0.06 元。

上海莱士——血液制品业务纯粹, 业绩弹性大: 我们预计 11-13 年 EPS 分别为 0.85、1.06、1.3 元, 对应目前 PE 为 33、27、22 倍。业绩弹性: 若平均价格提高 10%, 影响业绩将提高 15%, 12 年 EPS 增厚 0.13 元。

华兰生物——关停 5 个后仍有 13 个优质浆站, 我们认为公司将会加快重庆浆站开发速度, 更加积极的申请河南新浆站, 股价若大幅调整后, 可考虑其长期投资价值: 我们预计关停 5 个浆站后 11-13 年 EPS 分别为 1.06、1.07、1.34 元, 对应目前 PE 分别为 32、32、25 倍。业绩弹性: 若平均价格提高 10%, 影响业绩将提高 13%, 12 年 EPS 增厚 0.11 元。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉：2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围；“2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第 2 名，2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名；2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名；2010 年财经风云榜最佳证券分析师（医药行业唯一一个）。

中投医药团队成员：

周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；
余方升，医药行业研究助理，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，负责中药行业研究；
余文心，医药行业研究助理，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；
江琦，医药行业研究助理，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药行业及医药流通研究；
王威，医药行业研究助理，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究；

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434