

医药生物

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人: 余文心

S0960110080110

参与人: 余方升

S0960110030152

参与人: 江琦

S0960110110023

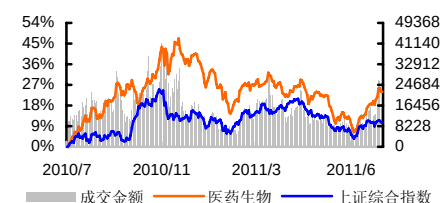
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	162
总市值(亿元)	13062
占A股比例(%)	2.01%
平均市盈率(倍)	35.2

行业表现

(%)	1M	3M	6M
医药生物	16.50	-4.02	3.65
上证综合指数	6.60	-7.08	4.35



相关报告

《进入品牌时代, 中药保健品迎来巨大发展机遇- 中药行业深度报告系列之二》
《从谋求争霸到谋求共赢——维生素行业研究》

医药生物行业

看好

资源为“王”，技术为“后”，需求为“疆”

——医药企业定价能力研究

半个月以来, 5000 块的阿胶、2000 块的榨菜成为媒体热炒的东西, 其实价格本身只是表象, 隐藏在价格背后的驱动因素才是真正值得我们研究的, 本篇报告就目的在于揭示医药产品提价背后的原因。

投资要点:

- **资源为“王”，技术为“后”，需求为“疆”。**医药企业中的原料资源和产品资源则颇类似“王”，先天获得，没有太多技术含量，却又是无价之宝；而研发型企业的产品则颇类似“后”，技术超群，所向无敌，能够给企业带来巨大收益，但却无法拥有“王”的先天优势；而产品的需求则是供“王”和“后”驰骋的疆土，决定了其发展空间。
- **资源型企业具有持续提价能力。**野生动植物是最稀缺的药品原料资源，而人工种植和养殖的产物也存在稀缺的可能。国家保密品种对中药的保护远超过专利的保护，使得中药的提价能力远超西药。综合资源稀缺性，产品资源特性，和需求情况，东阿阿胶是最具备持续提价能力的公司，其次是片仔癀和云南白药。
- **专利型制剂企业具有超强的抗降价能力。**对于药品而言，降价是长期趋势，然而有专利保护的药品可以实现长期的独家生产地位，并且有效抵抗降价，恒瑞、以岭等企业是具有专利保护，有强抗降价能力的企业；
- **技术型原料药企业具有阶段性提价能力。**维生素 E 和 A 由于其高壁垒，能够在相当长的时间维持高价位，生产商对价格控制能力超过一般原料药品种，我们认为新和成、浙江医药等企业是具备阶段性提价能力的。
- **建议重点投资以下几类公司：**提价持续性最强的公司——东阿阿胶，未来抗降价能力最强的公司——恒瑞医药，阶段性提价能力最强的企业——浙江医药。

风险提示：医药板块估值受市场情绪影响，可能大幅波动

股票代码	股票名称	10EPS	11EPS	12EPS	13EPS	10PE	11PE	12PE	13PE	投资评级
000423	东阿阿胶	0.89	1.38	2.16	2.91	50.44	32.43	20.80	15.46	强烈推荐
600436	片仔癀	1.39	1.72	2.06	2.58	49.56	39.95	33.29	26.63	推荐
000538	云南白药	1.33	1.79	2.37	3.10	45.69	34.02	25.68	19.64	强烈推荐
600276	恒瑞医药	0.64	0.80	1.01	1.27	51.55	41.51	32.88	26.15	强烈推荐
600079	人福医药	0.44	0.66	0.82	1.07	55.69	37.09	29.84	22.74	强烈推荐
002262	恩华药业	0.33	0.46	0.64	0.91	65.24	46.60	33.47	23.52	推荐
002001	新和成	1.52	1.86	1.99	2.24	19.65	16.00	14.94	13.31	推荐
600216	浙江医药	2.54	2.94	3.11	3.46	14.01	12.11	11.47	10.30	推荐

引子

做了七八年的化学实验，又埋头做了 9 年的化学药研究，其间也研究过中药企业，但大多是走马观花，研究的重点也还是放到了益佰、康缘这样的现代中药企业，虽然也看好白药产品线的延伸，但一直认为发明创造才是药企的王道；对于单纯依靠提价创造利润的企业虽然也推荐，其实以前在骨子里面是不太看得起的；

有一天，带 4 岁的小女去上国际象棋课，年青的老师在台上教小朋友怎么判断子力的大小：小兵值 1 个巧克力，象值 3 个，车值 5 个，王后值 10 个，国王呢？国王是无价之宝！顿时若有所悟，于是有了今年 6 月 28 日的东阿之行；

下过国际象棋的人都知道，“王”可以说是手无缚鸡之力，每次只能走一格，本事跟一个小兵相差无几，但一旦王被杀，子力再多也是输棋；而“后”是国际象棋中最厉害的棋子，可横走，可斜走，攻击力超群，但价值还是没有国王大。

医药企业中的原料资源和产品资源则颇类似“王”，先天获得，没有太多技术含量，却又是无价之宝；而研发型企业的产品则颇类似“后”，技术超群，所向无敌；而产品的需求则是供“王”和“后”驰骋的疆土。

半个月以来，5000 块的阿胶、2000 块的榨菜成为媒体热炒的东西，其实价格本身只是表象，隐藏在价格背后的驱动因素才是真正值得我们研究的，本篇报告就目的在于揭示医药产品提价背后的原因。

资源型医药企业，如果需求没有萎缩，提价的趋势是能持续的，这种提价是市场规律发生作用的结果，企业的提价只是代市场行使了提价的手续而已。明白了这一点，其实阿胶未来提到 5000 块，还是提到 10000 块都不是太重要了，更何况企业也还在开发新的需求，拓展新的疆土。

目录

目录	错误! 未定义书签。
一、医药保健产品提价的三种情形	4
1.1 阿胶的提价——天高任鸟飞	4
1.2 维生素 C 的提价（2003 年）——来也匆匆，去也匆匆	4
1.3 维生素 E——介稳状态的平衡	5
二、影响药品定价能力的因素分析	7
2.1 资源稀缺性决定价格趋势	8
2.2 技术（保护）壁垒决定产品定价能力	10
2.2.1 资源型企业有持续的提价能力	10
2.2.2 专利型制剂企业（包括中药西药）有超强的抗降价能力	12
2.2.3 技术型原料药企业具有阶段性提价能力	12
2.3 需求因素决定增长空间	13
三、重点公司投资价值分析	15
3.1 东阿阿胶——提价仍将持续	15
3.1.1 阿胶的提价能否持续？	15
3.1.2 阿胶的高端保健需求开发能否成功？	16
3.1.3 投资建议——持续的提价能力决定了投资价值	17
3.2 恒瑞医药——将成为抗降价能力最强的化药企业	17
3.2.1 仿制药时代的成长	17
3.2.2 专利药时代——专利期内无惧降价	19
3.2.3 投资建议——不必过于纠缠于估值	19
3.3 新和成&浙江医药——具备阶段性提价能力的品种	20
3.3.1 利润增长的持续性问题	20
3.3.2 估值的问题	20
3.3.3 投资建议——阶段性投资品种	22

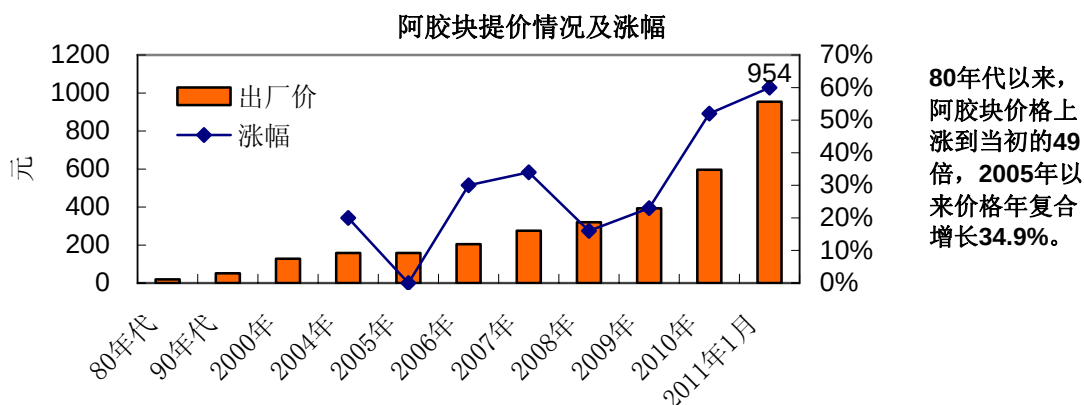
一、医药保健产品提价的三种情形

中药、生物制品、原料药似乎是风马牛不相及的事情，但在提价方面其实还是有一些共同的元素的。我们回顾了过去一些医药产品的提价历程，情形各不相同，典型的有以下几种情形：

1.1 阿胶的提价——一天高任鸟飞

阿胶从 80 年代以来，价格上涨了 49 倍，其中 2005 年以来价格年复合增长 34.9%。最近一次的提价是 1 月 6 日，阿胶公告出厂价格上调 60%，并且根据国家发展改革委关于调整《国家发展改革委定价药品目录》的通知，2011 年起阿胶不再纳入政府定价范围，理论上讲，阿胶的提价不会受到任何限制。

图 1： 阿胶提价历史



资料来源：公司资料，中投证券研究所

阿胶在年初提价 60% 之后出现了销量的下滑，但阿胶提价的大趋势没有变化，福胶等阿胶生产企业也几乎同步提高了价格，受驴皮资源制约，未来阿胶提价仍然具有很大空间，天花板效应几乎不会出现。

阿胶价格能够长期提升的原因可以归纳为三条：1、原料短缺——驴皮资源供不应求局面将长期维持；2、产品独特——东阿阿胶为国家保密品种；3、下游保健需求持续增长。其中资源特性是决定阿胶价格持续上涨的决定性因素。

1.2 维生素 C 的提价（2003 年）——来也匆匆，去也匆匆

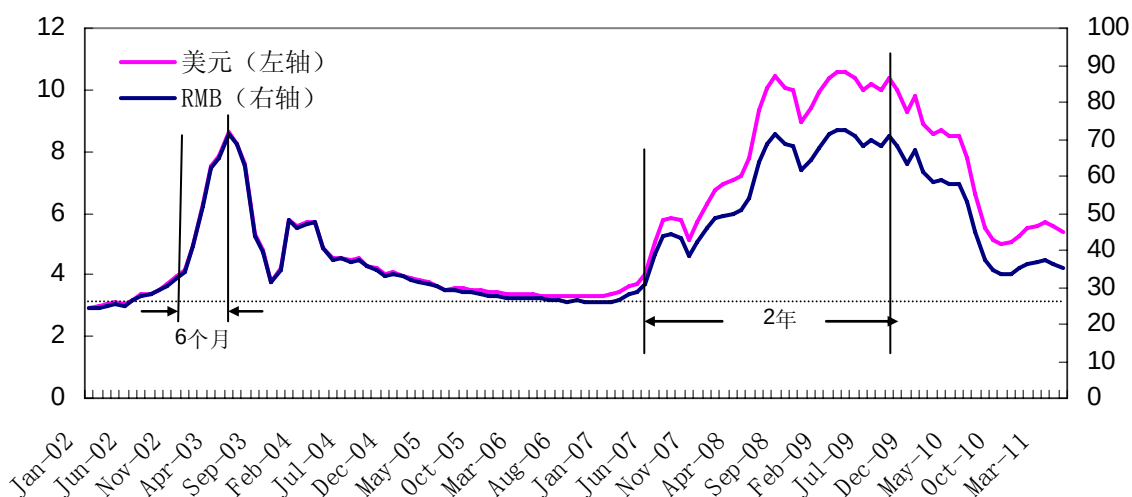
维生素 C 是最大的原料药品种之一，2003 年受罗氏剥离维生素业务，部分维生素 C 生产基地停产影响，VC 的价格曾经出现过大幅上涨，6 个月时间，海关出口价格从 3 美元/公斤上涨到 8 美元/公斤以上，市场报价一度接近 15 美

元/公斤。然而，价格的下跌比上涨来得更快，投资华北制药东北制药的投资者大部分在产品暴涨一轮之后，最终还是颗粒无收。

时隔四年，07 年 9 月，在国内原料成本上升、环保成本上升、维生素原料药整体上涨的因素刺激下，维生素 C 第二次出现上涨，但 09 年就进入了下跌，行业协会出台的出口配额制也没有能够阻挡产品价格下跌趋势，反而维生素 C 的出口量在 2010 年达到 11.47 万吨，较 09 年增长 46.9%。

维生素 C 价格的快速上涨和快速下跌原因也很简单：1、原料可以无限制供给，相对于玉米淀粉的巨大供给，用于 VC 生产的比例可以忽略；2、生产壁垒低，小厂家层出不穷，政府的限制政策实施缓慢；3、下游需求增长缓慢。

图 2： 维生素 C 的历史走势



资料来源：健康网，中投证券研究所

1.3 维生素 E——介稳状态的平衡

介稳状态是一个化学名词，指的是介于稳定和不稳定之间的一种化学状态，一旦有变化，这种状态就会被打破。如果说维生素 C 价格涨到高位是一个不稳定状态的话，维生素 E 则可以认为处于一个介稳状态。

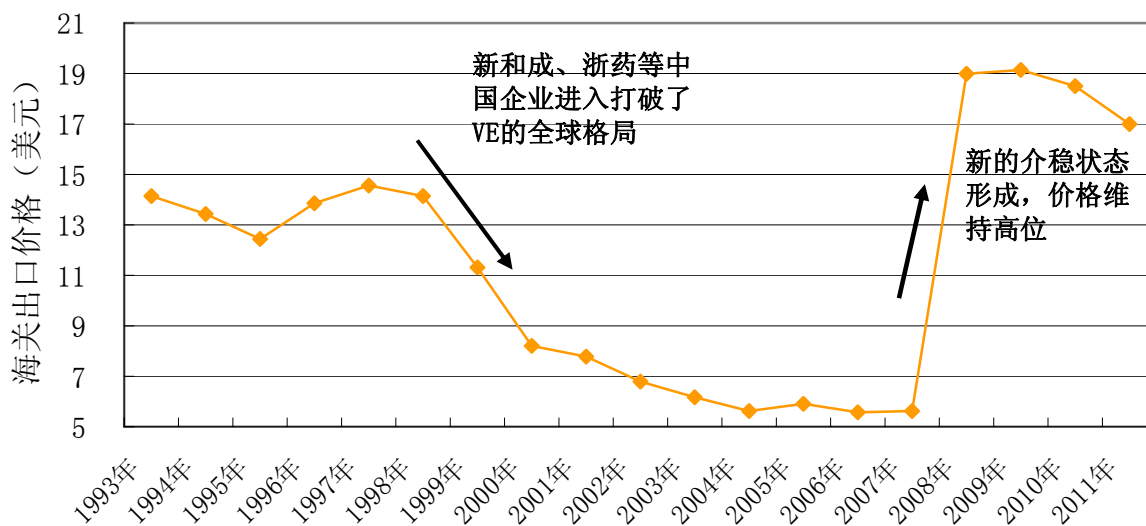
1998 年以前，VE 的价格在 14 美元左右处于相对稳定的状态，主要生产厂家是国外的罗氏、BASF、安迪苏等企业，浙江医药和新和成的进入导致了原来的介稳状态被打破，旧的平衡被打破了，逐步进入一个下跌周期；

到 2007 年以来，新和成和浙江医药从谋求争霸逐步转向谋求共赢，走向了共同提价的历程，新的平衡逐步形成，目前在高位已经维持 4 年之久，在没

有新的进入者打破这种平衡之前，高位的这种介稳状态将延续。

维生素 E 之所以能在高位形成平衡，跟维生素 C 最大的区别就是技术上的壁垒足够高，退出成本够高，竞争格局可以在数年中维持平衡。

图 3： 维生素 E 的两次大周期



资料来源：健康网，中投证券研究所

以上三种医药产品的涨价历史各异，结果也不相同，看起来似乎是风马牛不相及，实际其决定价格的因素有着其内在的联系，下一部分我们就将揭示价格上涨背后的原因。

二、影响药品定价能力的因素分析

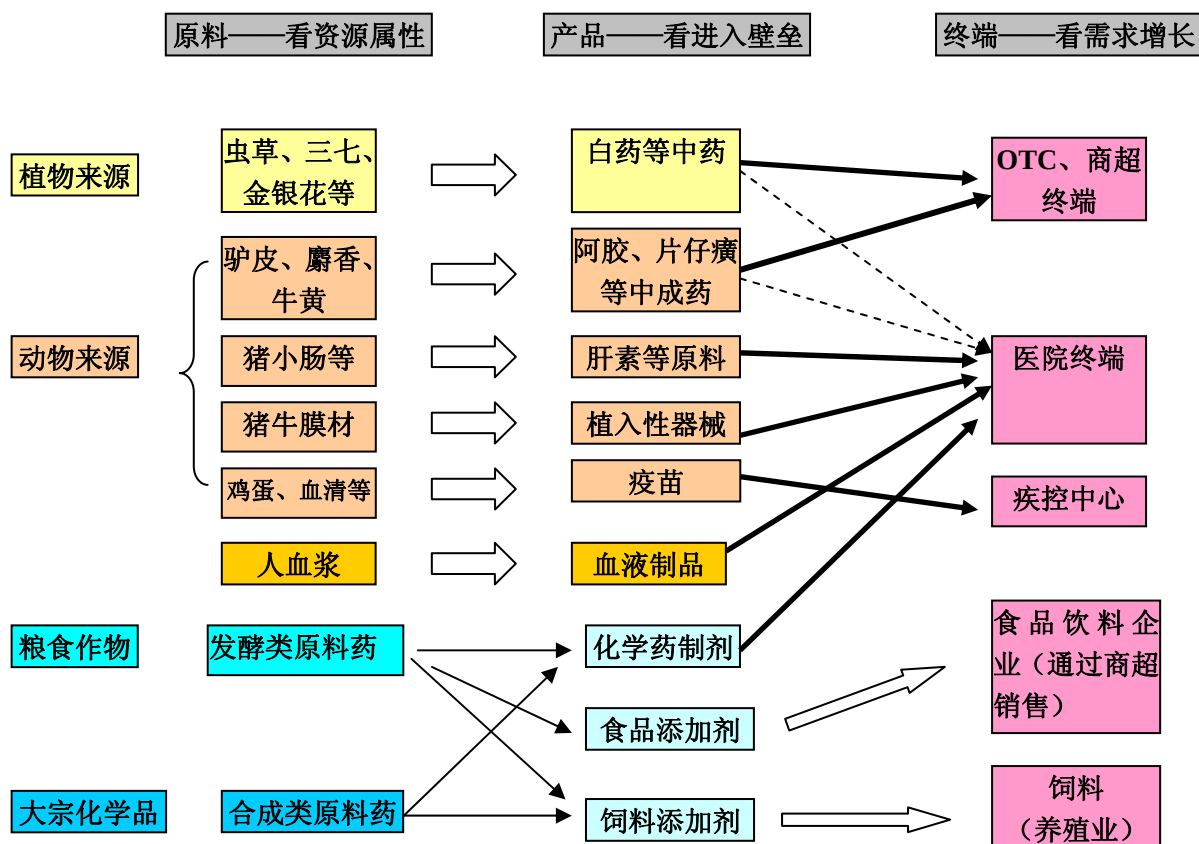
影响医药产品价格的因素处于医药行业的各个环节。而医药行业产品种类众多，上游原料种类也十分繁多，下游也有多个终端。

在产业链的上游（原料），有植物来源的虫草、三七等，动物来源的驴皮、麝香、猪小肠、鸡蛋等，也有大宗的粮食作物，如玉米淀粉、豆油等，也有各种石化产品，这里面有些是资源严重受限，供给短缺的，也有相对于医药产业可以无限供给的；

在产业链的中游（产品），各种产品的壁垒不同，中药中有些产品可以是终身独家生产，化学药的进入壁垒更多依靠自身的技术水平，壁垒的高低决定了盈利能力的的好坏；

在产业链的下游（终端），医药的终端有医院、OTC、商超（商场超市）、疾控中心，也有部分产品流向养殖业和食品饮料行业的。

图 4：医药产业链的构成



资料来源：中投证券研究所

在医药每个环节的决定性因素各不相同，我们总结了以往的经验可以归纳为：

上游看资源属性，中游看进入壁垒，下游看需求增长。

2.1 资源稀缺性决定价格趋势

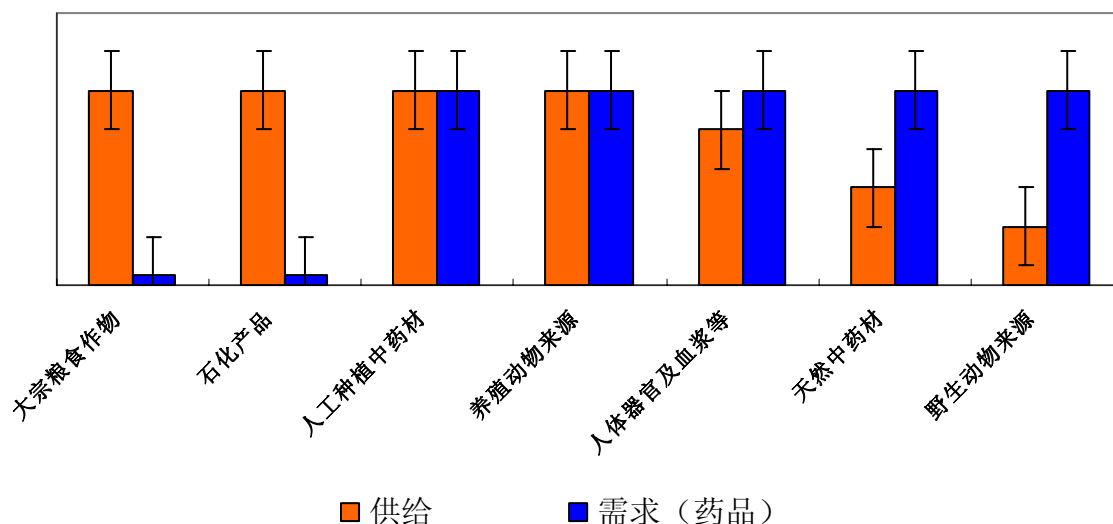
药品原料五花八门，从淀粉原料到来自青藏高原的天然虫草、从猪牛内脏到濒临灭绝的虎骨犀牛角、从人的排泄物——尿、体内流淌的血液到胎盘、种类十分繁多。

从资源的角度来看，“物以稀为贵”仍然是判断原料价格趋势的基本原则。但实际情况下仍需具体分析，有些原料虽然是不可再生的资源，比如石油，但其中能够用于作为医药原料的比例少之又少，作为药品原料，并非稀缺资源。

有些产品，对于其它行业毫无用处或者用处不大，但作为药品原料，却是需求量巨大，比如驴皮、猪小肠，反而造成了相对稀缺的局面。

根据医疗原料的供给和需求的相对因素我们比较了各个类别原料的稀缺性，其中野生动物来源和天然中药材来源的原料是最容易形成稀缺的品种，那么由于稀缺造成的价格上涨也就是必然的事情了。虫草、麝香，价格几乎涨到天价，无疑是稀缺造成的。

图 5： 医疗原料稀缺性比较



资料来源：中投证券研究所

通常情况下，原料稀缺——产品提价——生产厂家受益，是自然而然的事情，但如果原料稀缺到濒危的程度就又不一样，犀牛角、虎骨都曾经是医药原料，然后被列入濒危物种后，就被禁止药用了，企业无疑不得不去找代用品了，

从而就有了水牛角替代犀牛角，牛骨、猪骨替代虎骨的行为。

表 1: 药品原料的细分类别

产品种类	原料	医药原料	下游产品（用途）	涉及企业
大宗粮食作物	玉米淀粉、糖蜜、大米等	青霉素工业盐、头孢 C 盐	抗生素产品、头孢类抗生素	哈药、鲁抗医药、华北制药等
		他汀类原料药 发酵类维生素	辛伐他汀等制剂 食品饮料、饲料等	海正、丽珠等 东北制药、华北制药、广济药业等
石化产品	芳香烃、乙烯、丙酮等多种石化产品	头孢侧链、合成类维生素、大多数化学药品	头孢原料药、维生素 E、维生素 A、各种化学药制剂	金城医药、新和成、浙江医药、恒瑞等
人工种植类中药材	三七		血栓通、血塞通、复方血栓通胶囊等	中恒集团、昆明制药、众生药业等
	金银花		热毒宁、痰热清、VC 银翘、双黄连等	康缘药业、上海凯宝、贵州百灵、哈药
	丹参 银杏 板蓝根 太子参		复方丹参滴丸、丹参注射液 银杏达莫、银杏叶片 抗病毒口服液、板蓝根	天士力、哈药等 益佰制药、信邦等 香雪制药、白云山
人工养殖来源	黄姜 蒿草 红豆杉	皂素 青蒿素 紫杉醇	皮质激素 抗疟药 紫杉醇	天药股份、仙琚制药 昆明制药、复星医药 恒瑞医药、海南海药
	驴	驴皮	东阿阿胶、驴胶补血颗粒	东阿阿胶、九芝堂
	牛 鸡（牛） 熊 水蛭、全蝎、土鳖虫、蜈蚣、蝉蜕等昆虫 斑蝥 猪	牛黄 猪牛膜材 鸡蛋、小牛血清 熊胆粉 猪小肠	片仔癀、安宫牛黄丸等 脑膜修补片等 流感疫苗、疫苗 痰热清 通心络 艾迪注射液 肝素	片仔癀、同仁堂 冠昊生物 华兰生物、智飞生物、天坛生物 上海凯宝 以岭药业 益佰制药 海普瑞、千红制药、常山生化
人体来源	尿		乌司他丁、尿激酶等心血管药物及一些	上海医药（天普）、丽珠集团
	血浆		白蛋白、静丙等	华兰生物、上海莱士
天然中药材	冬虫夏草		复方鳖甲软肝片	福瑞股份
	重楼		云南白药	云南白药
	石斛		脉络宁注射液	金陵药业
野生动物来源	麝香		片仔癀	片仔癀

资料来源：中投证券研究所

人工种植和养殖动物来源的中药材，由于其具备再生性，时间拉长的话，

应该是供需平衡的，但信息不对称常常会造成相关产品的暴涨暴跌（参考我们即将发布的《医药生物－药材价格波动对中药企业的影响探析－中药行业深度报告系列之三》）。此外，受到种植成本上升等因素影响，人工种植的中药材价格有较大的波动性，但其底部也是逐步抬高的。

此外，有些人工种植或者养殖的原料来源受到供需因素的影响也可能造成长时间稀缺，而不是短期的波动，如驴皮、牛黄、猪小肠。

这里面比较典型的有：驴皮、牛黄、猪小肠，这几类产品占原料价值（即占驴、牛、猪的价值）的比重都很低，低于 10%，而市场对驴皮、牛黄和猪小肠需求的增速高于本身驴、牛、猪的本身增速，那么客观上就造成了稀缺。

另外来自人体的医疗资源也有些不同。

用于人体器官移植的器官来源属于极度稀缺的资源，短期无法缓解，但受政策影响，人体器官不能买卖，没有价格；

人的血浆来源理论是无限的，但受制于人的观念和制度影响，血浆来源长时间内不能满足国内需求的现状仍将在较长时间内存在；

人尿的供给在目前情况下则几乎是可以无限制获取的，属于供大于求的资源；

综合以上来看，药品原料里面稀缺性强的除了野生来源受限的虫草、麝香、等，重楼等，驴皮、牛黄、猪小肠也属于有稀缺性或者有可能形成稀缺性的药品原料来源；大部分人工种植的中药材产品长期受成本推动，价格整体提高趋势不变，但其中将受短期信息不对称影响出现大幅波动；

2.2 技术（保护）壁垒决定产品定价能力

产品的保护有些是先天获得的，如祖传秘方、历史品牌，有些是后天获得的，如专利保护、中药保护品种等；

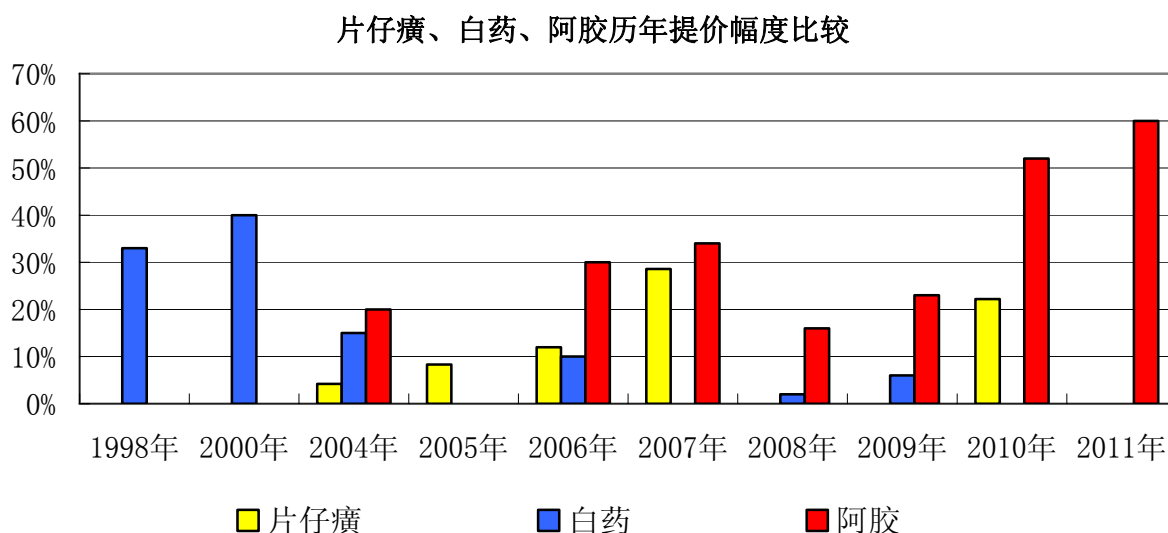
西药主要靠专利保护和公司自己的技术保密措施来保护，而中药可以应用的手段更多，除了专利之外，还有国家保密品种（国家保密局）、中药保护品种（SFDA）、传统品牌的保护等。

2.2.1 资源型企业有持续的提价能力

这里我们讲的资源型中药企业除了原料的资源稀缺性外，还有产品的资源属性，绝密级国家保密品种的中药产品很少，是一种非常稀缺的资源，目前处于绝密级保护的中药仅有片仔癀和云南白药，绝密级的保护是长期保护，可以说是无限期的专利。

有了排他的保护手段，中药就具备了提价的基础，但最终能否提价还要看终端产品是否自主定价。作为处方药管理的产品，零售价由国家发改委制定，企业的提价空间有限，但如果不属于处方药，那么理论上讲，公司可以无限提价。

图 6： 片仔癀、白药、阿胶的提价史



资料来源：相关公司历年资料 中投证券研究所

注：片仔癀 05、07 和 10 年都提价两次，这里合并计算了涨幅，白药以白药胶囊为代表计算，阿胶以出厂价计算

片仔癀、白药、阿胶的上游原料药都有稀缺性，产品本身都有一定的资源属性。比较片仔癀、白药、阿胶的历史提价行为可以发现：

早期白药提价幅度力度都很大，后期逐步减弱，原因是受到最高零售价限制，难以持续提价；

片仔癀作为非处方药，不受国家控制价格，但提价幅度较弱，原因在于片仔癀的需求人群有限，承受提价幅度有限；

阿胶并非国家保密品种，有同类竞争对手，但提价幅度近年逐步加大，原因在于一方面上游驴皮紧张，另一方面下游需求持续增长，具有高消费人群支撑。

因此可以看到，提价还受制于需求端的情况，这也是我们下一部分要探讨的——对于原料稀缺性不强的产品，生产环节和产品的技术壁垒则对未来产品的定价形成巨大影响。

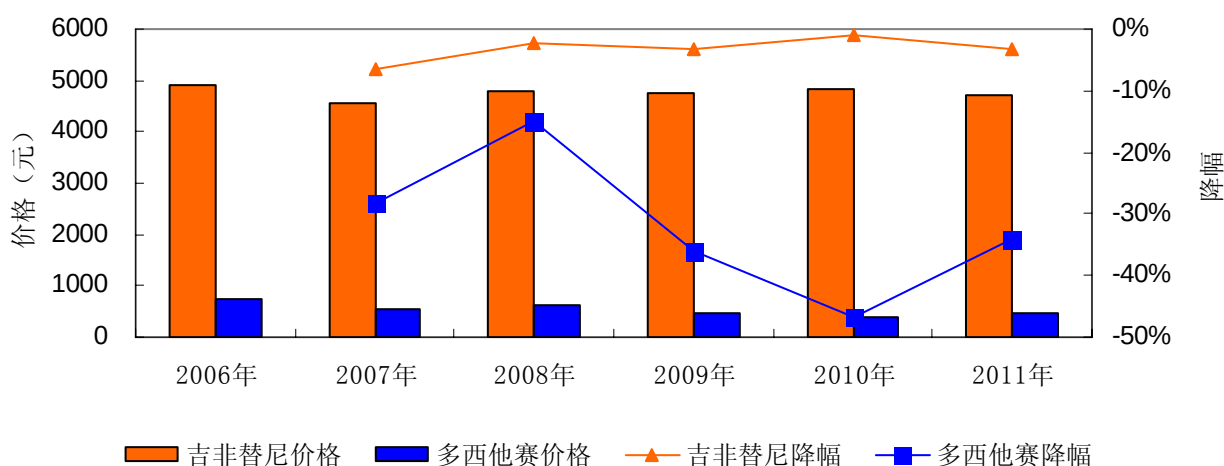
综合资源稀缺性，产品资源特性和需求情况，东阿阿胶是最具备持续提价能力的公司，其次是片仔癀和云南白药。

2.2.2 专利型制剂企业（包括中药西药）有超强的抗降价能力

创新型中药企业或者西药企业依靠专利维持自身的相对独家生产地位，在药品价格不断下降的大趋势下，能够有效抵抗降价。

在仿制药时代，即使是业内领先的医药企业恒瑞等也不得不面对价格不断下跌的风险，而专利药企业则没有这种风险，吉非替尼和多西他赛都是国内医院用药金额前十的肿瘤药物（参照我们深度报告《行业研究-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》）。但 5 年来的招标价格显示，多西他赛价格下降了 30%以上，而吉非替尼几乎没有下降。

图 7：多西他赛和吉非替尼的招标价格比较



资料来源：SFDA 南方医药经济研究所 中投证券研究所

近期招股的以岭药业的主打产品通心络以中药专利和中药保护维持了其独家地位，2006 年来的招标价格也没有什么大的变化，显示出其抗降价能力。

2.2.3 技术型原料药企业具有阶段性提价能力

在我们 2008 年的维生素原料药深度报告《从谋求争霸到谋求共赢——维生素行业研究》和《成熟期产品看周期，成长期产品看速度——化学原料药行业 2008 年投资策略报告》中我们曾对原料药的进入壁垒进行了分析。

原料药的价格大多呈现周期性波动，或者单边下跌走势，也有极少的可能在较长时间内呈现单边牛市，其中一类是资源类的，如肝素，另外一类就是技术壁垒较高的领域，如维生素 E 和维生素 A。

维生素 E 和 A 由于其高壁垒，能够在相当长的时间能维持高价位，生产商对价格控制能力超过一般原料药品种，我们认为新和成、浙江医药等企业是具

备阶段性提价能力的。

表 2: 对部分原料药进入壁垒的分析

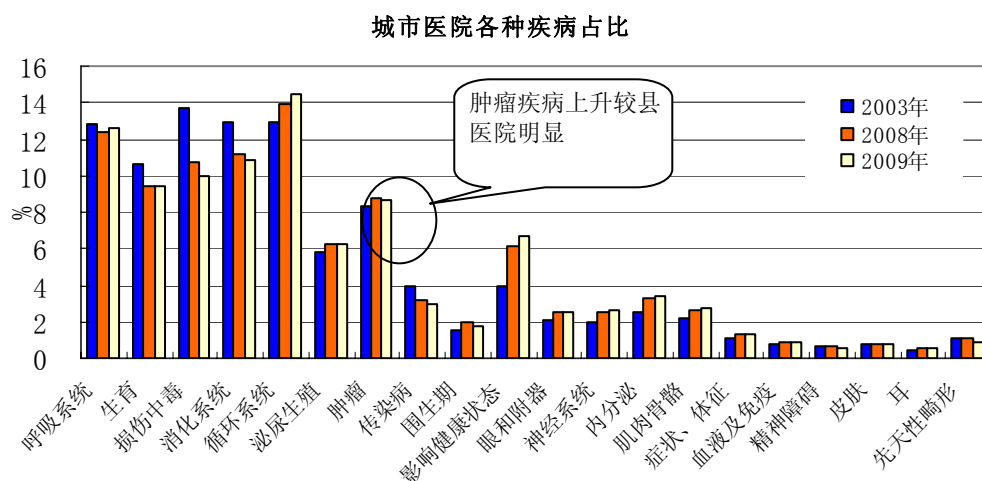
产品种类	典型产品	产品特性	现有寡头意愿		新进入者壁垒		
		可替代性	集中度	产能均衡度	规模壁垒	技术壁垒	政策壁垒
抗生素类	青霉素工业盐	强	很高	高	很高	低	高
	7-ACA	很强	高	一般	高	一般	一般
皮质激素类	地塞米松	弱	很高	一般	低	高	一般
	倍他米松	弱	高	一般	低	高	一般
维生素类	维生素 C	不可替代	很高	高	很高	一般	高
	维生素 E	不可替代	很高	很高	很高	很高	高
	维生素 A	不可替代	很高	一般	很高	很高	高
	维生素 H	不可替代	很高	高	低	很高	一般
	核黄素	不可替代	很高	一般	低	高	一般
	泛酸钙	不可替代	很高	一般	低	高	一般

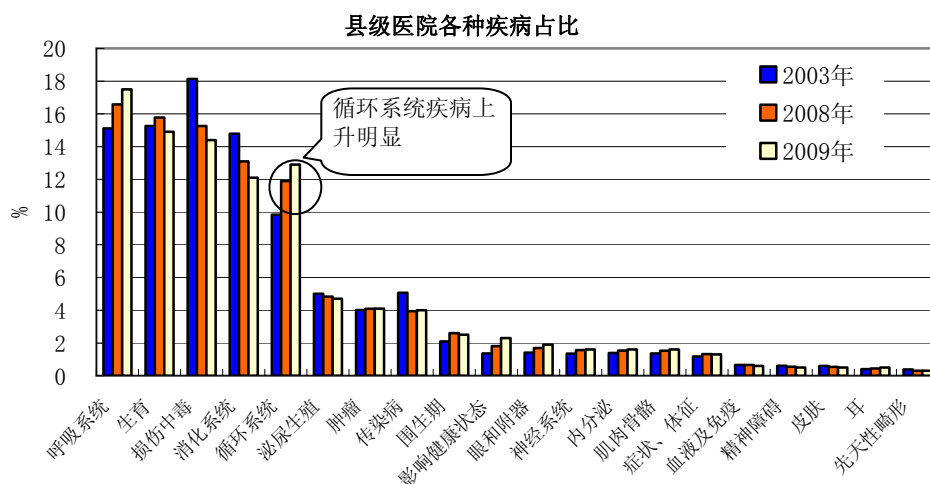
资料来源：中投证券研究所

2.3 需求因素决定增长空间

需求决定了产品的生命周期，阿司匹林问世已经百年有余，仍然是主流用药，如果没有需求的增长，产品的市场空间将逐步萎缩。从药品领域来看，目前患病率上升最快的还是肿瘤和心脑血管，相关领域产生大品种的概率较大。

图 8: 城市和县医院疾病谱的变化

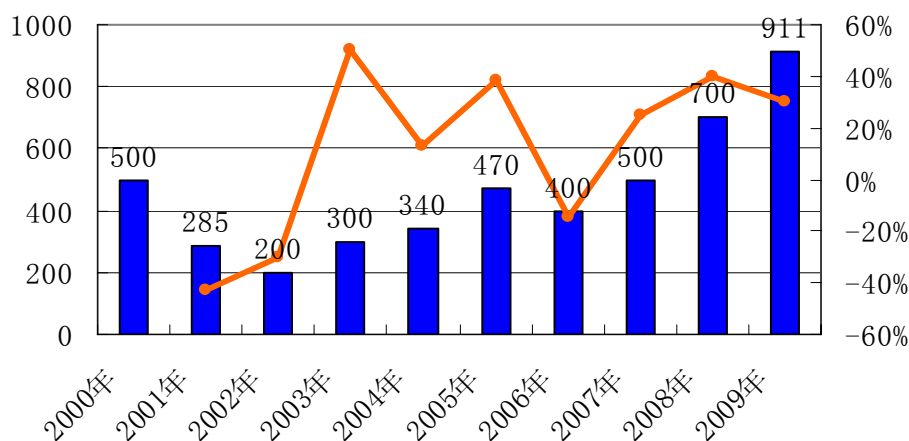




资料来源：SFDA 南方医药经济研究所 中投证券研究所

此外，居民的保健需求也在快速释放过程中。6 年以来，我国保健品行业年均复合增长率超过 30%，09 年产值已高达 911 亿，成为仅次于美国的全球第二大保健品市场，这给国内中药保健产品提供了巨大空间（详情可参照我们的深度报告《医药生物-进入品牌时代，中药保健品迎来巨大发展机遇-中药行业深度报告系列之二》）

图 9：2000 年以来我国保健品产值（单位：亿）



资料来源：保健品协会 中投证券研究所 注：此处数据为保健食品产值，不包括药妆等

三、重点公司投资价值分析

综合以上分析，我们认为提价持续性最强的公司——东阿阿胶，未来抗降价能力最强的公司——恒瑞医药，阶段性提价能力最强的企业——新和成。

3.1 东阿阿胶——提价仍将持续

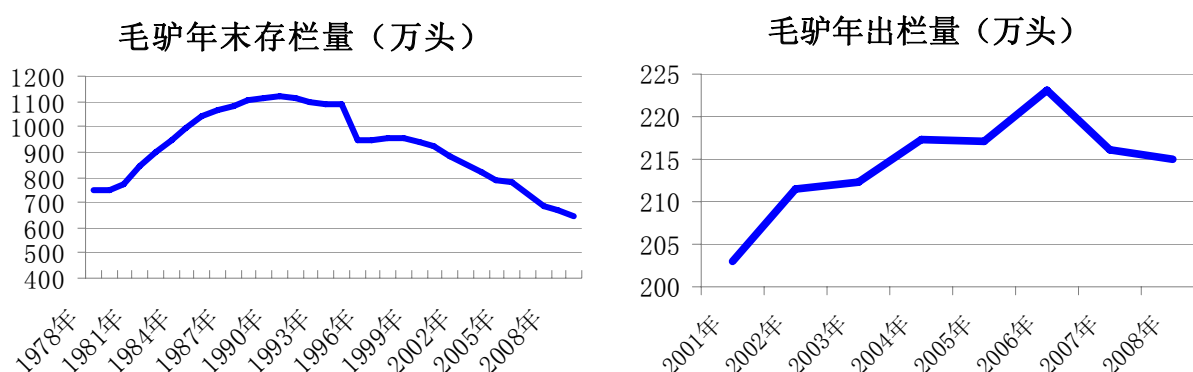
东阿阿胶的投资价值实际上就取决于两点：1、阿胶的提价能否持续？2、阿胶在高端保健领域的拓展是否成功？实际上如果阿胶能够持续提价，量的萎缩在可控幅度内，公司维持 40%左右的利润增长是没有问题的，公司也就具备了可以持续的投资价值。

3.1.1 阿胶的提价能否持续？

阿胶提价的持续性决定于供需，实际上在前面我们已经有所论述，一方面驴皮资源持续缩减，另外一方面阿胶的产量仍然在逐年扩大。

驴皮资源方面，驴的存栏量 90 年代就开始往下走，出栏量的数据较少，06 年之前出栏量还处于上升状态，06 年以后就开始下降。由于驴存栏量的持续缩减，未来出栏量向下的趋势也不可能有改变，驴皮资源的萎缩趋势不可逆转。

图 10：毛驴年存栏量和出栏量



资料来源：中国农业年鉴 中投证券研究所

阿胶的产量仍然在逐年扩大，08 年阿胶市场需求 3000-3500 吨，东阿阿胶 2000 吨，2010 年全国需求 5000 吨，阿胶的产量不到 2000 吨。一张整驴皮通常为 3.5-4 公斤，熬制一公斤阿胶需要两公斤的驴皮，按 5000 吨阿胶估算，需要的驴皮数量要 250-285 万张，而目前国内毛驴年出栏量在 210 万头左右，

同时还有下降趋势，驴皮供不应求的状况十分明显。因此我们认为，从较长的时间来看，阿胶的提价是长期趋势，是能够持续的。

东阿阿胶非常重视驴皮资源，在驴皮原料方面未雨绸缪。

通过（驴皮）收购基地结网——掌控资源，通过建立养殖基地——涵养资源，到十二五末将建立 20 个养驴基地。

同时持续开发国外驴资源，已经开发和即将开发的市场有：埃及（200 万头），秘鲁（100 万头），墨西哥（300 万头）、澳大利亚（200 万头）、巴基斯坦（300 万头），埃塞俄比亚（500 万头），博茨瓦纳（50 万头），这将弥补部分公司需求。

因而在驴皮资源稀缺的背景下，东阿阿胶的产量应该不会受到大的影响。

3.1.2 阿胶的高端保健需求开发能否成功？

传统阿胶处于补血领域，阿胶块仍然是公司的主要收入来源，但东阿阿胶早已经不满足于卖阿胶块，公司未来在于以阿胶为原料的衍生产品的销售。

阿胶在需求端的动作一条主线是在做终端渠道商的延伸，另外一条是做从中低端产品向高端产品的延伸。

图 11：阿胶产品发展示意图



资料来源：东阿阿胶网站 中投证券研究所

目前东阿阿胶的销售 80%是 OTC 通路销售，未来公司目标是要变成 532 结构，即 50%OTC，30%是商超，20%医院销售。医院方面以复方阿胶浆为主导，商超方面跟华润万家及五丰行合作。桃花姬、水晶枣、软胶囊等产品都是能够适应商超渠道的。

在产品系列方面，阿胶从原来最初的老包装阿胶块，到铁盒包装、阿胶原粉，小分子阿胶，九朝贡胶，从低端延伸到高端，高端滋补市场是公司计划重点打造的。

我们认为东阿阿胶开发高端的需求的大战略是没有问题的，但在具体产品的适用人群方面还需要精耕细作，给系列产品定好位，避免成为没有实际需求支撑的礼品，这方面还需要继续观察。

3.1.3 投资建议——持续的提价能力决定了投资价值

我们认为阿胶的长期价格向上趋势确定，阿胶具有持续提价能力，这本身已经决定了公司的投资价值，短期来看，阿胶块销量的恢复没有问题，衍生产品的销售大战略清晰，具体市场的运作情况带来弹性空间，我们维持对东阿阿胶的强烈推荐评级。

表 3: 东阿阿胶主要财务预测数据

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2464	3257	4154	5116
同比(%)	18%	32%	28%	23%
归属母公司净利润	582	904	1412	1905
同比(%)	49%	55%	56%	35%
毛利率(%)	55.0%	61.6%	65.9%	68.3%
ROE(%)	21.2%	24.8%	29.4%	30.3%
每股收益(元)	0.89	1.38	2.16	2.91
P/E	50.12	32.28	20.67	15.32
P/B	10.64	8.00	6.09	4.64
EV/EBITDA	38	24	16	12

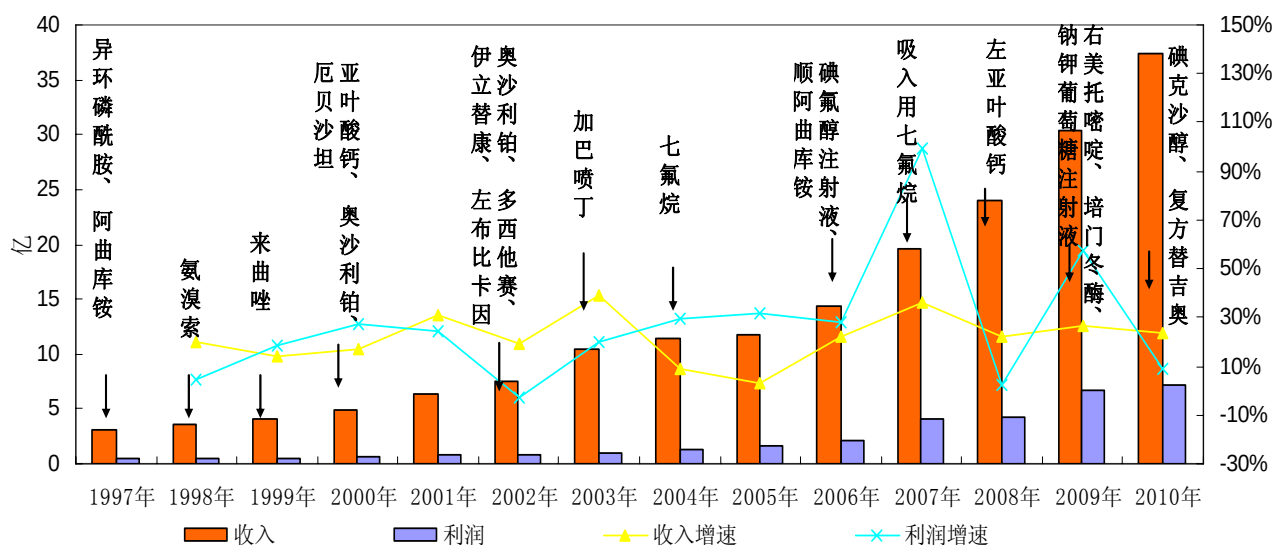
资料来源：中投证券研究所

3.2 恒瑞医药——将成为抗降价能力最强的化药企业

3.2.1 仿制药时代的增长

恒瑞依靠仿制药梯队走出了十年的高速增长，目前恒瑞最大的品种是 2000-2002 年上市的品种奥沙利铂和多西他赛，

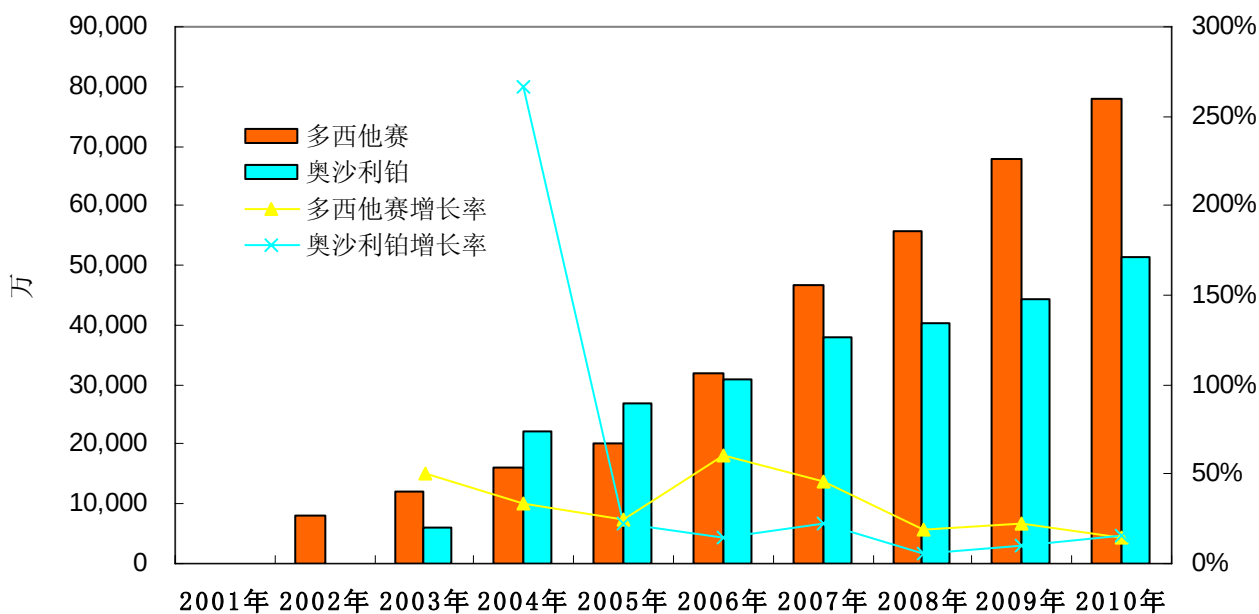
图 12: 恒瑞医药过去的仿制药梯队



资料来源：恒瑞历年公告 中投证券研究所

在过去的增长历程中，恒瑞依靠仿制药实现了十年十倍，这是在产品不断降价的过程中实现的。从2003到2010年，多西他赛（20ml规格）的招标价格从1000元以上下降到529元，奥沙利铂（0.05g）的招标价格从800元下降到297元，在降价过程恒瑞仍然能实现这样的增长难能可贵。

图 13: 恒瑞两大主导仿制药产品过去的增长



资料来源：恒瑞历年公告 中投证券研究所

3.2.2 专利药时代——专利期内不惧降价

专利药肯定是独家产品，在专利期内不会面临竞争对手造成招标价格下降，在国家定价方面，也会给专利药足够的利润空间，因而对于专利药企业，可以说是不惧怕降价风险的。

目前恒瑞期望最高的抗肿瘤专利药，阿帕替尼专利期 2003 年至 2023 年，将在 10 年以上时间内维持高利润率。

图 13：恒瑞医药目前的创新药梯队

药品	类别	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年及以后
艾瑞昔布	COX-2抑制剂	上市				
卡屈沙星	喹诺酮类	上市				
阿帕替尼	VEGFR抑制剂	临床II期	有条件上市		新适应症获批	
厄贝沙坦氨氯地平	复方降压药	临床中	上市			
厄多司坦氨溴索	复方祛痰药	临床中	上市			
法米替尼	酪氨酸激酶抑制剂	进入临床II期		有条件上市		
瑞格列汀	DPP-IV抑制剂	进入临床II期	中国III期	上市		
非洛他赛	紫杉醇衍生物	进入临床II期		上市		
氯吡格雷	COX-2抑制剂	临床中		上市		
右氯胺酮	静脉麻醉	临床中		上市		
海那替尼	小分子靶向	临床I期			上市	
PEG-G-CSF	G-CSF贫血粒细胞减少	临床I期			上市	
海曲泊帕乙醇胺	血小板生成受体激动剂	临床前				上市
碳酸盐平衡液	体液补给液	临床前				上市
SHR1258		临床前				上市

资料来源：恒瑞历年公告 中投证券研究所

3.2.3 投资建议——不必过于纠缠于估值

目前的困扰恒瑞的投资者的主要是低增长和高 PE 之间的矛盾，我们认为恒瑞的低增长是暂时的，随着新药上市和股权激励费用摊销的完成，未来增长速度存在逐步加快的可能。豪森未来的注入也为恒瑞提供弹性空间（豪森同样拥有大量靶向抗肿瘤在研药物）。

表 4：恒瑞医药主要财务预测数据

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3744	4611	5779	7175
同比(%)	23.6%	23.1%	25.3%	24.2%
归属母公司净利润	755	904	1132	1432
同比(%)	8.8%	24.8%	25.2%	26.5%
毛利率(%)	83.8%	84.4%	84.8%	84.9%
ROE(%)	21.4%	21.4%	21.5%	21.8%
每股收益(元)	0.64	0.80	1.01	1.27
P/E	51.07	40.91	32.68	25.84

P/B	10.92	8.77	7.04	5.63
EV/EBITDA	39.81	31.64	25.04	19.89

资料来源：中投证券研究所

3.3 新和成&浙江医药——具备阶段性提价能力的品种

新和成和浙江医药面对的是巨额的利润和极低的估值之间的关系。

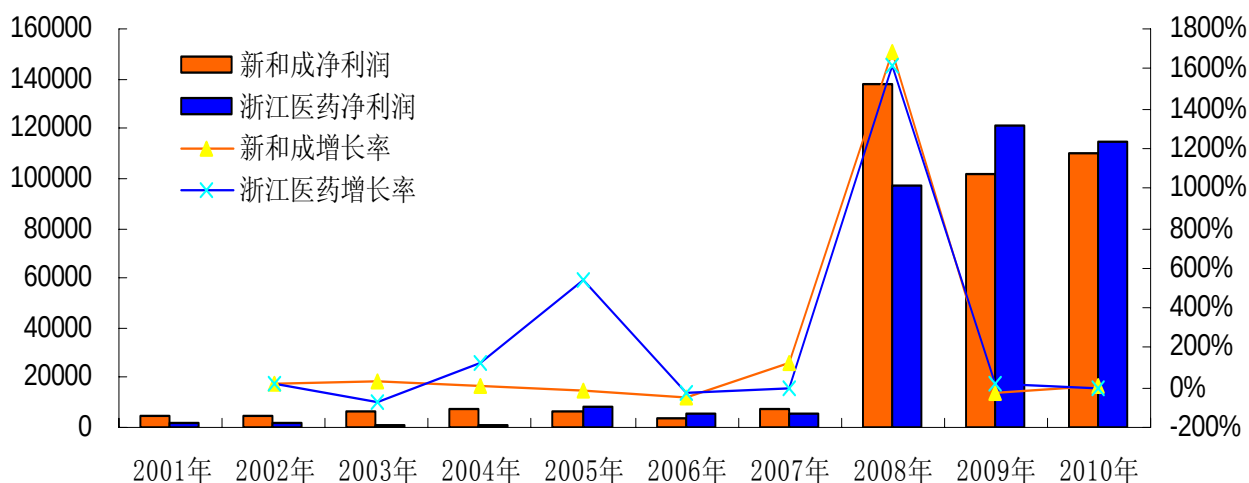
在投资新和成和浙江医药必须要考虑短期投资还是长期投资的问题。短期的投资需要考虑的是价格变动，以及供需的影响；市场情绪、公司态度对估值的影响；长期的投资就要考虑高利润持续的时间，公司新业务改变利润结构的速度。

3.3.1 利润增长的持续性问题

回过头看过去十年新和成和浙江医药的利润增长就会发现，2008年两家公司的利润增长百倍之多，然而估值只能给到5倍，（当时市场上对新和成和浙江医药的分歧很大，只有我们谨慎的提示了新和成和浙江医药的机会，大部分主流卖方都采取了回避态度）。

2009年以来，两家公司利润增长是微乎其微的，震荡是常态，增长是短暂的，两家公司的利润增长的持续性都不强。从08-10年的情况来看，新和成和浙江医药肯定不是成长性企业，只能定位于价值型或者是周期性的企业。

图 14：新和成和浙江医药历年利润增长情况



资料来源：WIND 中投证券研究所

3.3.2 估值的问题

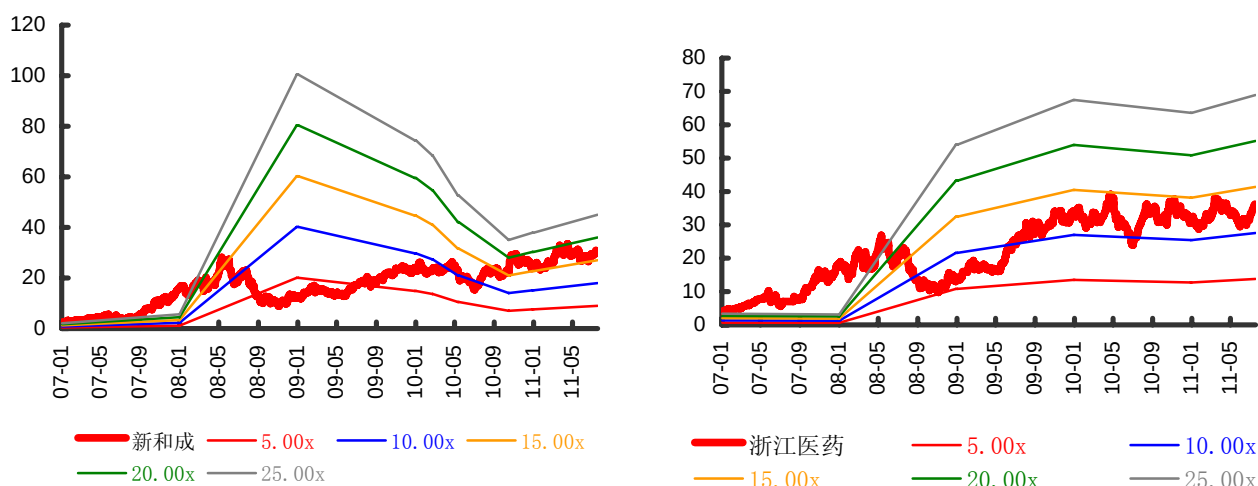
新和成和浙江医药的估值对投资者而言是一个难题，其PE有过5倍PE的时候，也有过15倍PE的时候，相差3倍，08年以来，两个公司利润的波动幅

度都不大，但估值却从 5 倍提升到了 15 倍，新和成在最近一年在 15-20 倍之间波动，浙江医药在 10-15 倍之间波动。

新和成的估值高些，这受益于较好的治理结构、新材料业务带来的预期等因素；浙江医药一直维持较低估值，然而近期有了转变，浙江医药大规模投向制剂出口，使得市场有了新的预期，估值有逐步赶上新和成的迹象。

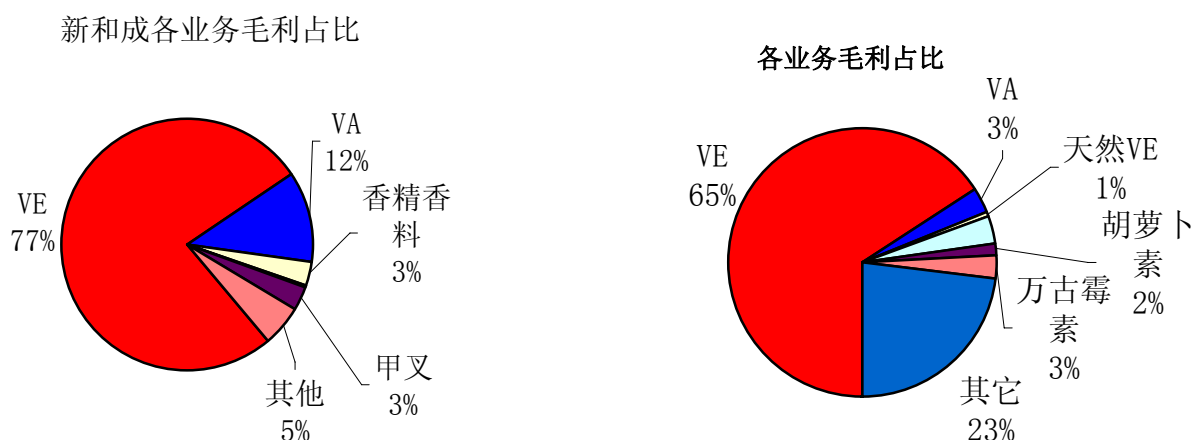
从目前两家公司的毛利结构来看，新和成的维生素 E 和 A 对公司毛利的贡献超过 90%，浙江医药也达到 70%，如果考虑净利润贡献比例，将大大高于这一比重，两个公司净利润目前都已经超过 10 亿，依靠新业务改变目前的利润结构，还需要很长时间。因而两个公司的估值波动，更多的是依赖于市场情绪影响，而非业务本身贡献的利润变化。

图 15: 新和成和浙江医药的估值



资料来源: WIND 中投证券研究所

图 16: 新和成和浙江医药的毛利结构



资料来源: 新和成、浙药年报 中投证券研究所

3.3.3 投资建议——阶段性投资品种

由于 VE 和 VA 的高进入壁垒,两个产品的高利润率情况有可能继续维持 2-3 年,两家公司也有能力通过阶段性提价实现利润的阶段性增长,但在业务结构发生根本性转变之前,两家公司仍然无法摆脱周期性的宿命,就目前而言,是难以作为长期品种投资的,我们建议仍然作为阶段性投资品种:短期来看,市场氛围和公司基本面更有利于浙江医药提升估值。

表 5:新和成主要财务预测数据

单位:百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3445	3983	4384	4908
同比(%)	19%	16%	10%	12%
归属母公司净利润	1158	1402	1495	1647
同比(%)	8%	21%	7%	11%
毛利率(%)	51.8%	53.2%	51.2%	49.9%
ROE(%)	22.7%	23.0%	20.9%	19.8%
每股收益(元)	1.52	1.84	1.97	2.18
P/E	19.7	16.2	15.1	13.7
P/B	4.5	3.7	3.2	2.7
EV/EBITDA	12.7	10.6	9.9	9.1

资料来源:中投证券研究所

表 6:浙江医药主要财务预测数据

单位:百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4558	5280	5886	6591
同比(%)	9.0%	15.8%	11.5%	12.0%
归属母公司净利润	1144	1323	1397	1557
同比(%)	-5.7%	15.6%	5.6%	11.4%
毛利率(%)	41.4%	39.6%	37.8%	37.2%
ROE(%)	29.7%	27.2%	23.8%	22.2%
每股收益(元)	2.54	2.94	3.11	3.46
P/E	13.43	11.61	10.99	9.87
P/B	3.99	3.16	2.62	2.19
EV/EBITDA	8.75	7.95	7.49	6.81

资料来源:中投证券研究所

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，2 年证券行业从业经验，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。

免责条款

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