

# 把握确定增长，精选个股

## 2011年四季度医药投资策略报告

**医疗保健 领先大市-A**

上次评级

领先大市-A

### 报告关键点：

- 📖 **关键点一：**近两个月医药股显著跑赢大盘，当前位置板块估值合理。
- 📖 **关键点二：**医药行业进入稳健成长期，企业加速分化
- 📖 **关键点三：**四季度投资策略：精选个股

### 报告摘要：

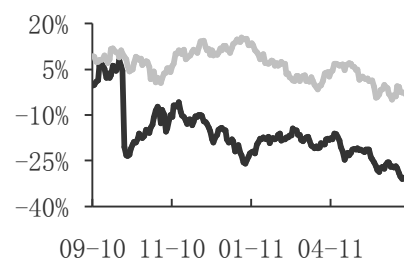
- **上半年医药行业整体收入增长依然强劲，利润率下半年有望回升。**2011年1-7月医药行业整体增速依然十分强劲，销售收入同比增长29.99%，利润总额同比增长20.67%，显示成本压力依然较大。利润率下降的原因还包括去年底以来药品两轮降价和抗生素分类管理办法引发抗生素药品的渠道去库存。子行业中中药饮片、医疗器械和中成药相对受政策影响较小，中药饮片在行业整合和消费升级的推动下销售收入同比增长了53.15%，利润同比增长了56.49%；中成药销售收入同比增长34.62%，利润总额同比增长28.42%；医疗器械稳定增长，销售收入同比增长28.33%，利润总额同比增长21.08%。展望下半年，原材料价格上升的趋缓，降价政策暂时告一段落，利润率有望于下半年有所回升。
- **医药行业进入稳健成长期，企业加速分化。**驱动我国医药行业增长的因素不变，包括人口老年化、经济发展、发病率的攀升和医疗改革对支付能力和就医可及性的提升等。我们不改对医药行业未来黄金十年的判断。从政策角度来看，医药行业进入新一轮降价期；国家对医疗卫生的财政投入在经历了2007-2009年的高增长后增速恢复到20%左右；药品招标政策向纵深推进；新版GMP抬高企业的成本。我们认为，医药行业正在进入后医改时代的稳健增长期，预计今年行业收入增长约30%，利润增长约20%，明年收入与利润增速在20-25%区间。同时，行业正在快步走向规范，医药企业的分化将会加快，有研发、质量、管理优势的企业将脱颖而出。
- **近两个月医药股显著跑赢大盘，当前位置板块估值合理。**目前医药股PE(TTM，整体法，2011-08-26)为38.39倍，相对沪深300溢价率水平为2.10，高于1997年来的溢价历史均值1.31，属于偏高的水平；如果剔除目前估值水平较低，权重较大的金融服务行业的话，医药股相对沪深300的溢价率水平为1.27，与历史均值持平；如果进一步对比全部A股剔除金融服务行业的话，则溢价率为0.70，同样略高于历史平均水平的0.57。因此，我们认为，板块目前整体估值处在合理水平上。
- **四季度投资策略：精选个股。**目前医药板块整体估值处于合理区域，行业处于稳健成长期，板块相对估值溢价较难有大幅度提升。因此，我们目前对板块的投资建议是：持有以把握行业确定性增长，投资者可以从个股角度进行超额收益的挖掘。建议投资者关注：1) 特色原料药国际生产转移带来的机遇，推荐公司：海正药业。2) 中药材产业链整合者，推荐康美药业；3) 标准提升，创新药企业价值凸显，推荐公司：天士力、双鹭药业和恒瑞医药；4) 健康消费，看好有资源优势、营销能力强的品牌中药企业，推荐云南白药。5) 制药装备：新版GMP实施，行业景气度高，推荐冻干设备龙头企业东富龙；6) 国家从治已病向治未病的思路转变，推荐公司：沃森生物、天坛生物。
- **风险提示：**药品降价、原材料和人力成本上升导致盈利不达预期的风险；新药研发风险；医改政策执行层面不确定性风险。

报告日期

2011-09-08

| 首选股票        | 目标价  | 评级   |
|-------------|------|------|
| 600267 海正药业 | 50.0 | 增持-A |
| 600518 康美药业 | 24.0 | 增持-A |
| 600535 天士力  | 50.0 | 增持-A |
| 002038 双鹭药业 | 45.3 | 增持-A |
| 600276 恒瑞医药 | 36.5 | 增持-A |
| 000538 云南白药 | 73.0 | 买入-A |
| 300171 东富龙  | 52.8 | 增持-A |
| 300142 沃森生物 | 81.0 | 买入-A |
| 600161 天坛生物 | 22.8 | 增持-A |

### 12个月行业表现



— 医疗保健 — 沪深300

**邹敏**

 021-68766073  
 执业证书编号

**首席行业分析师**

 zoumin@essence.com.cn  
 S1450511080003

### 报告联系人

**吴永强**

 010-66581629  
 wuyq@essence.com.cn

**陈宁浦**

 021-68765361  
 chennp2@essence.com.cn

### 前期研究成果

**医疗保健：标本兼治，深化医改**

2011-03-09

**医药行业：笔歌墨舞，万象更新**

2010-12-17

**医药：群英竞放，各具风流**

2010-10-10

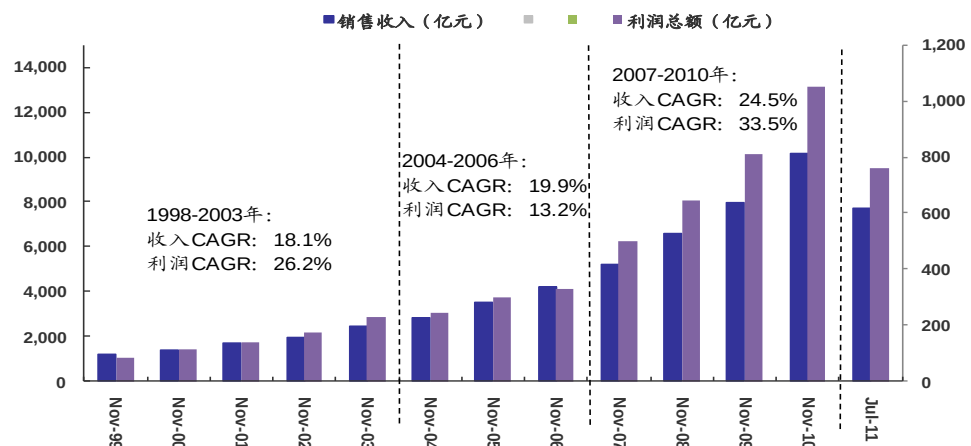
## 1. 医药行业正在进入平稳增长阶段

### 1.1. 医药行业正在进入平稳增长阶段

回顾我国医药行业 1998 年以来的发展历史,在经历了 1998-2003 年的低基数下的快速增长期、2004-2006 年的盈利低谷期、2007-2010 年医疗改革带来的快速增长期之后,我们认为,医药行业正在进入后医改时代的平稳增长期。

- 1998-2003, 销售收入复合增长率 18.1%, 利润复合增长率 26.2%。1998 年的亚洲金融危机后, 国民经济恢复快速发展, 医药行业也迎来了收入和利润增长双高期, 行业的盈利能力逐渐提升。2001 年中国加入 WTO, 2003 年的 SARS 疫情都对行业产生了积极的正面推动作用。
- 2004-2006, 销售收入复合增长率 19.9%, 利润复合增长率 13.2%。这段期间, 医药行业出现了明显的增收不增利的局面, 行业盈利能力降至近十多年的谷底。这与医药行业在此期间受到的国家政策的密集调控有关: 在此期间的药品被频繁降价; 2004 年开始药品的集中招标采购向全国推进, 对药企的出厂价造成直接压力; 2005 年底, 国家开始整治医疗卫生领域的商业贿赂行为, 对行业产生巨大影响; 同时 2005 年是 GMP 认证的最后期限, 在此之前, 药品生产企业的资本性开支也较大。
- 2007-2010, 销售收入复合增长率 24.5%, 利润复合增长率 33.5%。在新的医疗改革的推动下, 医药行业迎来了黄金发展期, 在此期间, 行业收入增速加快, 盈利能力显著提升。国家自 2006 年启动新一轮医疗改革, 虽然具体方案直到 2009 年才公布, 但国家投入已经早在 2007 年就显著增加, 新增投入一方面用于到医疗保险覆盖人群范围的扩大, 提高支付能力; 另一方面用于补贴基层的医疗机构, 提高医疗服务的可及性。两方面作用下, 民众的医疗就诊率显著提高, 药品消费也相应快速提高。2006 至 2009 年间, 中央政府医疗卫生年度预算的增速分别为 65%、127%、166%和 42%。
- 2011 年以来, 在医疗投入加大的效应下, 行业收入增速依然强劲, 但利润增速开始放慢, 显示出成本上升的压力, 同时也反应出行业政策方面的细微变化。2010 年底开始, 国家启动了针对 2009 年版医疗保险药品目录的新一轮药品降价; 药品招标采购随着医疗改革的推进, 各地均在探索新的模式, 对药价也产生进一步的压力; 国家投入随着基数的提高, 增速渐缓; 新版 GMP 对药品生产企业的生产成本带来一定的压力。结合以上种种, 我们认为, 中国医药行业巨大未被满足的潜在需求不变, 但从发展阶段上来看, 医药行业正在进入平稳增长期, 未来五年, 我们预计行业的收入和利润增速将在 20-25%的区间内。

图 1 1998 至 2010 年医药行业收入和利润



数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心

总结影响医药行业增长的因素，由于行业的特殊属性，需求和政策是观察医药行业增长动力的两大方面。

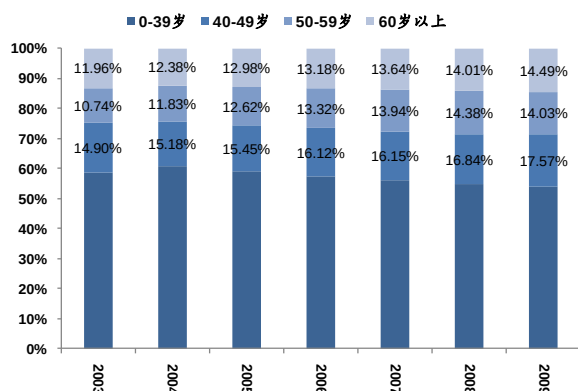
从需求角度来看，中国处于老年化进程中的庞大人口、城镇化、疾病谱的变化和经济的增长以及自 2007 年以来启动的新一轮医疗改革将持续释放对医疗服务、医药产品的需求，推动医药行业在未来十年时间里持续快速增长。

不同于其它行业的是，国家政策在医药行业的发展中发挥着举足轻重的作用。国家政策涉及到医药产业链的方方面面，包括药品价格、医疗机构药品采购行为、药品生产企业的 GMP 认证，药品流通企业的 GSP 认证、新药注册、国家财政对医疗卫生的投入、医保政策等。从当前的政策情况来看，我们认为，医药行业正在进入稳健增长期。

### ■ 医药行业的长期增长驱动力强劲

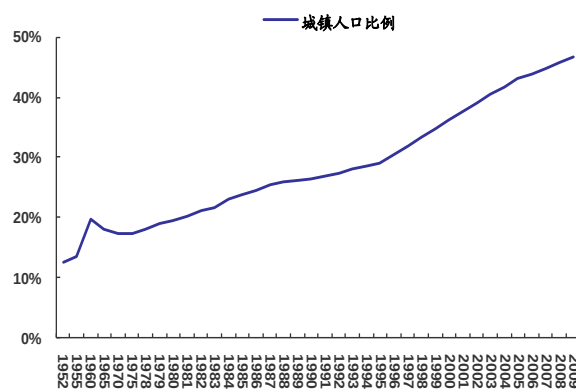
中长期来看，人口老龄化及城镇化、经济水平提高带动医药消费升级，疾病谱变化等是医药行业持续快速增长的根本驱动力，而医改则通过医保水平提高和就医环境改善以杠杆作用撬动医药消费需求快速释放。目前来看，医药行业发展的驱动因素没有发生变化。

图 2 我国人口老龄化现象将日趋严重



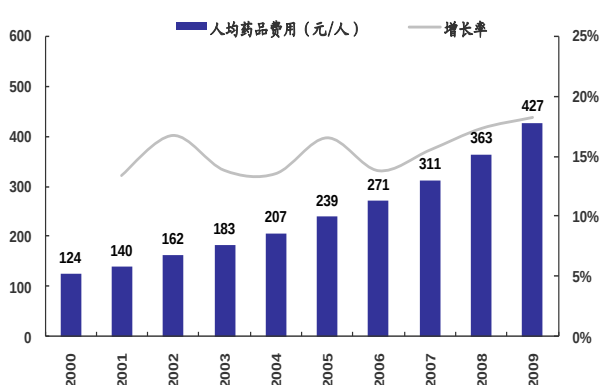
数据来源：Wind 资讯、安信证券研究中心

图 3 我国城镇化水平不断提高



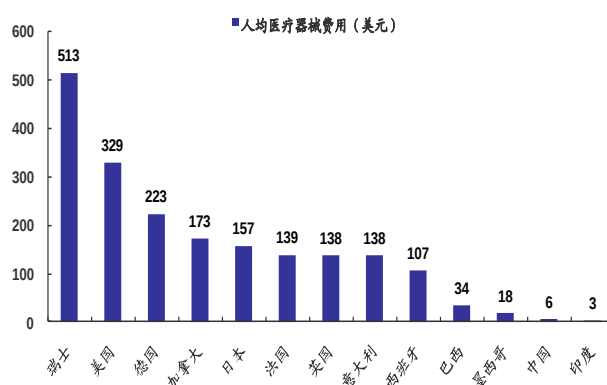
数据来源：卫生部统计年鉴、安信证券研究中心

图 4 我国人均药品费用不断提高



数据来源：南方所、安信证券研究中心

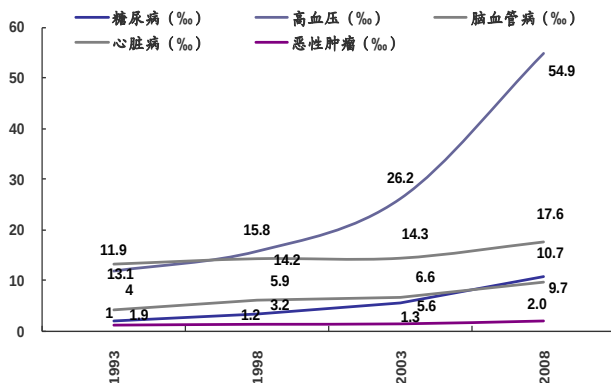
图 5 人均医疗器械费用国际对比



数据来源：Espicom 等、安信证券研究中心

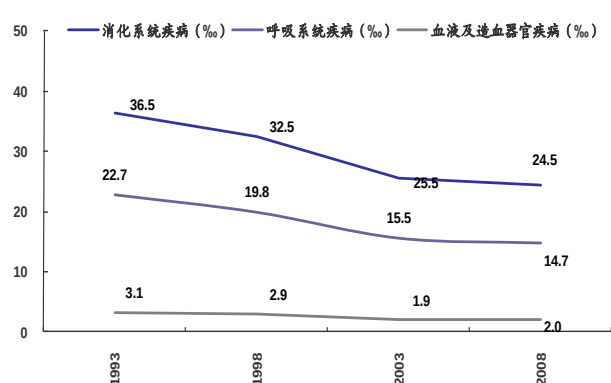
注：由于数据来源不同，图中数据与南方所数据有差异

图 6 我国部分疾病患病率 1



数据来源：卫生部统计年鉴、安信证券研究中心

图 7 我国部分疾病患病率 2



数据来源：卫生部统计年鉴、安信证券研究中心

表 1 我国新农合覆盖范围和保障力度逐年扩大

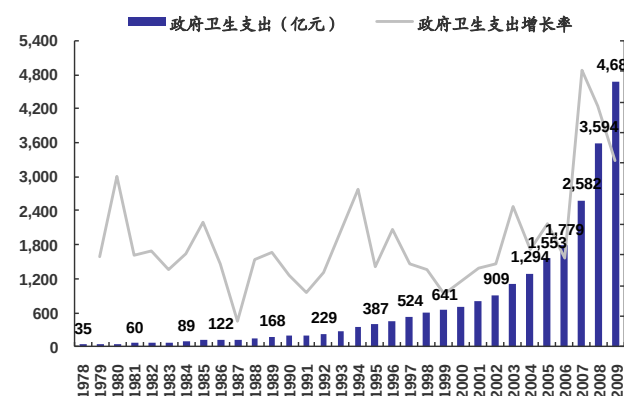
| 年份   | 开展新农合县(市、区)(个) | 参加新农合人数(亿人) | 参合率(%) | 人均筹资(元) | 当年基金支出(亿元) | 各级政府补助标准(元) | 补偿受益人次(亿人次) |
|------|----------------|-------------|--------|---------|------------|-------------|-------------|
| 2005 | 678            | 1.79        | 75.66  | 42.10   | 61.75      | 不低于 20 元    | 1.22        |
| 2006 | 1451           | 4.10        | 80.66  | 52.10   | 155.81     | 不低于 40 元    | 2.72        |
| 2007 | 2451           | 7.26        | 86.20  | 58.90   | 346.63     | 不低于 40 元    | 4.53        |
| 2008 | 2729           | 8.15        | 91.53  | 96.30   | 662.31     | 不低于 80 元    | 5.85        |
| 2009 | 2716           | 8.33        | 94.19  | 113.36  | 922.92     | 不低于 80 元    | 7.59        |
| 2010 | 2678           | 8.36        | 96.00  | 156.60  | 1187.80    | 不低于 120 元   | 10.87       |
| 2011 |                |             |        |         |            | 不低于 200 元   |             |

数据来源：卫生部统计年鉴、安信证券研究中心

### ■ 政府投入不减，但增速趋缓，如何引导社会资本的投入将是未来重点

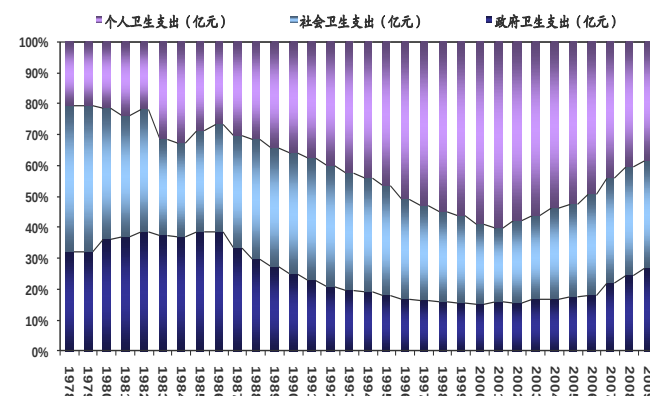
在新医改的设计下，政府医疗卫生支出大幅增加。新医改历程从 2007 年启动，政府医疗卫生支出也出现跳跃式增长。2007 年，政府医疗卫生支出金额达到 2,582 亿元，同比大幅增长 45.1%。2008、2009 年，政府医疗卫生支出分别达到 3,594 亿元和 4,686 亿元，同比分别增长 39.2%和 30.4%。在政府高投入的背景下，个人卫生支出占比持续下降，从 2006 年的 49.3%下降到 2009 年的 38.2%，大大减轻了个人医疗卫生负担。

图 8 政府医疗卫生支出大幅增加



数据来源：卫生部统计年鉴、安信证券研究中心

图 9 个人卫生支出占比出现下降

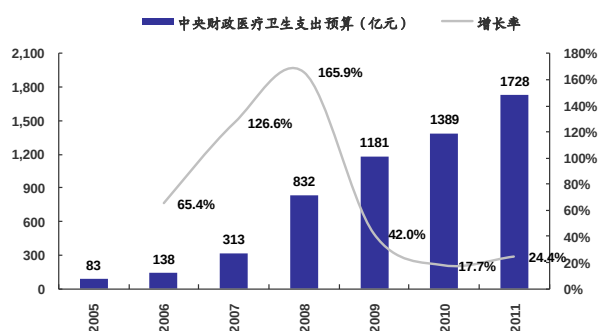


数据来源：卫生部统计年鉴、安信证券研究中心



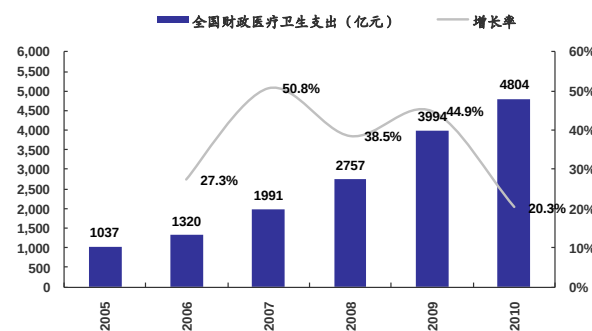
2011 年中央财政医疗卫生支出预算达到 1,728 亿元，同比增长 24.4%，高于 2010 年预算增速 17.7%。我们推测 2011 年全年政府医疗卫生支出仍将维持在一个相对较高的水平，有望继续带动医药行业快速发展。基于国家对民生的高度重视，我们预计未来政府医疗卫生支出不减，但增速在高基数下将趋缓。我们认为，为了持续推进医疗改革的进展，政府除了加大财政投入外，更需要解决如何引导社会资本进入医疗产业的问题。如发展商业医疗保险等。

图 10 近年来中央财政医疗卫生支出预算及其增速



数据来源：国家财政部、安信证券研究中心

图 11 全国财政医疗卫生支出及其增速



数据来源：国家财政部、安信证券研究中心

### ■ 进入新一轮降价周期，但降价政策制定更趋合理

从历史来看，药品降价具有一定的周期性，政府往往是在医疗保险药品目录的修订之后开始分批分次地对目录中的药品进行降价。

从中长期来看，为了控制医疗卫生费用，药品降价将是常态。对医药企业的影响与降价的幅度和频度有关，也与政府同时采用何种配套的组合拳有关。如 2006 年降价措施与反商业贿赂一起，致使行业利润率达到十年来的低点。单一的降价措施对医药行业的影响并不巨大，一是由于企业可以通过研发新品种和产品结构调整，消化降价压力；另一方面，有些企业的药品在终端的零售价大幅低于国家制定的最高零售价。

短期来看，目前正进入新一轮的降价周期，分批分次对 2009 年版的医保目录产品实施降价将不可避免。但我们留意到，目前降价政策正逐渐趋于理性。本轮降价起自 2010 年 10 月，这次降价体现了一些过往不曾有的特点，例如外资药品单独定价逐步取消，外企企业“超国民待遇”地位面临威胁；药价不再只是单纯的降价，出现有升有降的局面；降价着力点放到日均费用较高的药品，而非仅仅是药品绝对价格高的品种。因此，我们认为，未来降价对板块的心理影响大于实质影响。

发改委降低部分内分泌类和神经系统类药物最高零售价，“降价靴子”落地，国家发改委 8 月初发布消息，从 9 月 1 日起降低部分激素、调节内分泌类和神经系统类等药品的最高零售价格，共涉及 82 个品种、459 个剂型规格，平均降价幅度为 14%。这是继 3 月 28 日降低部分抗生素和循环系统类药品最高零售价格后，国家发改委今年内第二次为药品降价。市场对此降价预期也较为充分，且预计年内不会再有降价政策出台，故此次降价在短期内颇有“靴子落地”的意味。

表 2 1997 年以来 28 次药品降价概况

| 序号 | 时间      | 降价范围              | 降价总额(亿元) | 平均降幅 |
|----|---------|-------------------|----------|------|
| 1  | 1997/10 | 15 种抗生素和 32 种生物制品 | 20       | 15%  |
| 2  | 1998/4  | 解热镇痛类等 38 种药品     | 15       | 10%  |
| 3  | 1999/4  | 21 种头孢类中管药品       | 20       | 20%  |
| 4  | 1999/6  | 西力欣等 150 种进口药品    | 8        | 5%   |

|    |         |                                                            |     |     |
|----|---------|------------------------------------------------------------|-----|-----|
| 5  | 1999/8  | 降纤酶等 2 种生化药品                                               | 1.2 | 15% |
| 6  | 2000/1  | 人血白蛋白等 12 种中管生物制品                                          | 3.4 | 10% |
| 7  | 2000/6  | 头孢拉定等 9 种药品                                                | 12  | 15% |
| 8  | 2000/10 | 氯苄青霉素等 21 种抗感染药品                                           | 18  | 20% |
| 9  | 2001/4  | 医保目录 69 种抗感染药品                                             | 20  | 20% |
| 10 | 2001/7  | 医保目录 49 种中成药                                               | 4   | 15% |
| 11 | 2001/12 | 抗肿瘤、循环系统用药、神经系统用药以及治疗精神障碍用药等医保目录 383 种化学药                  | 30  | 20% |
| 12 | 2002/12 | 消化道、血液系统及诊断用药等医保目录 199 种化学药                                | 20  | 20% |
| 13 | 2003/3  | 公布医保目录种 267 种中成药的最高零售价, 其中甲类 67 种, 乙类 200 种                | 15  | 14% |
| 14 | 2004/5  | 调整枸橼酸芬太尼等 3 种特殊药品价格                                        |     |     |
| 15 | 2004/6  | 大幅调低 24 种抗感染类药物价格                                          | 35  | 30% |
| 16 | 2004/7  | 18 种药品单独定价方案                                               |     |     |
| 17 | 2005/10 | 下调抗生素、生物制品、维生素等 22 种药品价格                                   | 40  | 40% |
| 18 | 2006/3  | 300 多个剂型规格的抗生素抗肿瘤药物                                        | 23  | 23% |
| 19 | 2006/8  | 99 种抗微生物药品, 涉及 400 多个规格                                    | 43  | 30% |
| 20 | 2006/11 | 32 种中成药肿瘤用药的 100 多个剂型规格的零售价格进行调整, 平均降价幅度 14.5%, 最大降幅 33.4% | 13  | 15% |
| 21 | 2007/1  | 调整心脑血管等 10 类 354 种药品的最高零售价格, 平均降价幅度 20%, 最大降幅 85%          | 70  | 20% |
| 22 | 2007/2  | 278 种中成药内科用药                                               | 50  | 15% |
| 23 | 2007/4  | 188 种中成药专科用药                                               |     | 16% |
| 24 | 2007/5  | 260 种西药最高零售价格                                              | 50  | 19% |
| 25 | 2009/10 | 296 种基本药物零售指导价格                                            |     | 12% |
| 26 | 2010/11 | 174 种单独定价最高限价调低; 16 种取消单独定价                                | 20  | 19% |
| 27 | 2011/3  | 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    | 100 | 21% |
| 28 | 2011/8  | 降低部分激素、调节内分泌类和神经系统类等药品的最高零售价格, 共涉及 82 个品种、459 个剂型规格        |     | 14% |

数据来源: 发改委、安信证券研究中心

## ■ 药品招标采购更趋规范, 基本药物招标采购方法面临修正

我国药品集中采购招标采购起源于 90 年代, 2001 年国家提出集中采购的试点工作, 2004 年向全国推进, 2005 年是标志性的一年, 自此, 药品集中采购由政府主导全面推进, 由地方政府执行。2006 至 2009 年间, 部分地区(如北京)的招标采购工作暂停, 以等待新的医疗改革方案出台, 其间药品采购延续上一年度的招标结果进行采购。各药品生产企业的新药品在此期间无法进入医院。2009 年底开始恢复。2010 年国家出台新的规范性文件, 以规范基本药物和非基本药物的采购。至此, 药品招标采购法规框架建立, 但具体的做法仍在不断摸索中。由于药品招标采购决定了药企的出厂价, 因此, 对药企的影响甚或大过国家对最高零售价的相关政策。

我国药品集中采购的发展阶段:

- 1993 年-1999 年, 当时药品采购是各医院与药品生产企业一对一分别采购。在纠正医药购销中的不正之风, 整顿药品流通市场秩序政策的推动下, 地方开始自发探索集中采购的方式。
- 2001 年, 国务院提出药品采购方式要改革, 提出来了集中采购试点工作, 并陆续在 4 个城市海南、河南、辽宁、厦门进行了试点。2001 年 11 月, 在试点总结的基础上, 发布了 308 号文件之后, 各地以公开招标为主要方式, 以地(市)为单位, 全面开展集中采购。集中招标采购开始向全国推行。
- 2004 年, 在医药企业强烈反映下, 针对前期药品集中采购中存在的重点问题, 发布了 320 号文件, 要求加强对采购行为的监督, 将更多的药品纳入集中招标采购范围, 鼓励将组织单位提高到省级层次。2004 年, 四川省在全国首先实现了全

省统一集中采购。

- 2005 年至今，各地不断探索新的集中采购方式。各地陆续将集中采购组织单位提高到省级层次，并积极利用互联网技术，探索新的集中采购方式，出现了各种做法。四川省从 2005 年开始推行新的集中采购方式——挂网限价采购。
- 湖北、河南、宁夏、广东等分别从 2006-2007 年开始实现以省为单位的药品网上集中招标采购，具体制度设计各有特色。河南以有标底的招标而著名，宁夏以“三统一”（统一招标、统一价格、统一配送）为特点，广东以限价、竞价相结合为特点。
- 2010 年，国家发布 2010 年 64 号文和 56 号文，分别规范非基药的采购和基本药物的采购。

表 3 我国药品招标采购的相关政策

| 时间      | 政策文件                            |                  |
|---------|---------------------------------|------------------|
| 2000/7  | 《医疗机构药品集中招标采购试点工作若干规定》          | 卫规财发〔2000〕232 号  |
| 2000/7  | 《药品招标代理机构资格认定及监督管理办法》           | 国药管市〔2000〕306 号  |
| 2001/7  | 《关于进一步做好医疗机构药品集中招标采购工作的通知》      | 卫规财发〔2001〕208 号  |
| 2001/11 | 《医疗机构药品集中招标采购工作规范（试行）》          | 卫规财发〔2001〕308 号  |
| 2004/9  | 《关于进一步规范医疗机构药品集中招标采购的若干规定的通知》   | 卫规财发〔2004〕320 号  |
| 2004/9  | 《集中采购药品价格及收费管理暂行规定》             | 发改价格〔2004〕2122 号 |
| 2009/1  | 《进一步规范医疗机构药品集中采购工作的意见》          | 卫规财发〔2009〕7 号    |
| 2010/7  | 《药品集中采购监督管理办法》                  | 国纠办发〔2010〕6 号    |
| 2010/10 | 《医疗机构药品集中采购工作规范》                | 卫规财发〔2010〕64 号   |
| 2010/12 | 《建立和规范政府办基层医疗卫生机构基本药物采购机制的指导意见》 | 国办发〔2010〕56 号    |

数据来源：发改委、卫生部、安信证券研究中心

“蜀中事件”凸显目前基药市场存在“劣币驱逐良币”的不良现象；同时，上游成本尤其是中药材价格的剧烈上涨导致制药企业利润空间进一步压缩，企业生存压力增大。综合以上种种因素，安徽的基本药物招标模式面临反思。

近期，国家相继颁布基药电子监管、现场检查以及统一定价等政策，都将基药产品质量作为政策着力点。以基药统一定价为例，国家发改委首批将对 41 种基本药物试行统一定价；对多次招标、供应充足、价格稳定的基药品种，将由国家统一制定销售价格、确定统一定价，未来招标将主要看中药品质量和服务。招标唯低价是取的做法面临修正。

#### ■ 新药审评加快，创新药企产业化有望加快

在 2011 年全国食品药品监督管理工作会议上，SFDA 副局长吴浚表示，2010 年药品注册工作改革取得了一些成绩，但业界对审评速度和进度的可预见性仍不够满意，SFDA 将 2011 年进一步深化审评审批改革，在确保审评质量的前提下，提高审评效率。

SFDA 官员日前披露，目前 IND 的审评速度大大提高，比法规规定的时间提前了大约 20 天，排除问题也基本解决。2011 年上半年新申请 3359 个（按受理号计），同比增长 10%。同时，申报新药的质量也得到提高。在新申报项目中，新药含创新药占 38% 左右，仿制药占比约 52%，改剂型占 10%。药审的加速和新药审评的严格化为研发管道线上产品丰富的创新型企业带来利好。

表 4 2008-2010 年药品批文情况

| 类别   | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 | 2010 年<br>(剔除更换批文) |
|------|--------|--------|--------|--------------------|
| 化学药品 | 2463   | 1598   | 996    | 858                |
| 中药   | 1167   | 1709   | 149    | 79                 |
| 生物制品 | 130    | 68     | 24     | 16                 |
| 合计   | 3760   | 3376   | 1169   | 953                |

数据来源: SFDA、南方所、安信证券研究中心

#### ■ 短期内政策面逐渐回暖

回顾今年以来的政策,新版药典/新版 GMP 的执行,《2011 年公立医院改革试点工作安排》、药品降价及《全国药品流通行业发展规划纲要(2011 年-2015 年)》等行业政策相继颁布,部分行业政策短期内对医药行业发展形成负面影响。

下半年以来,行业政策面逐渐回暖。抗生素分级使用的正式稿即将推出,但目前颁布的征求意见稿对抗生素的限制力度较前期颁布版本已有所缓解,且市场对此预期充分;生物制药十二五规划有望颁布,也将提振行业的发展信心。

**新版《抗菌药物临床应用管理办法》:** 新版《抗菌药物临床应用管理办法》征求意见稿于 2011 年 8 月公布,定稿预计将于 9 月份公布。该稿较前期版本以及相关传闻有明显缓解:没有提到最初传闻中的总量控制;抗菌药物分级管理目录制定权限从卫生部下放到各省级卫生行政部门。当然,目前征求意见稿同样没有对各级医院采购品种数量进行限定,但我们认为“三级医院购进品种不得超过 50 种,二级医院购进品种不得超过 35 种”仍然会是核心控制指标。

**生物医药十二五规划:** 据悉规划将重点放在了“转型”和“升级”上。规划中包含了对药物制剂产业、现代中药、创新药的具体支持政策,还明确了许多支撑计划及项目以完成“十二五”产业目标。同时国家将拿出 100 多亿元来支持重大新药创制,平均每个新药持获得 500-1000 万元的项目资金。

表 5 近期颁布的重大行业政策

| 政策类别                            | 发布时间                              | 执行时间                                | 主要内容                                                                                                                                     | 影响                                                       |
|---------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|
| 2010 版药典                        | 2010/6/17                         | 2010/10/1                           | 扩大收载范围,共收载品种 4598 个,新增 1462 个,基本形成了中药材、中药饮片、中成药、化学药、药用辅料、生物制品等门类齐全的药品标准体系                                                                | 短期将加大企业研发生产投入,长期来看则具备统领国家药品标准的功能作用,是中国药品标准体系走向成熟、成型的标志   |
| 新版 GMP                          | 2011/2/12                         | 2011/3/1                            | 硬件上对无菌制剂的要求有很大提高,更加强调生产过程的无菌、净化;软件上对人员的管理、偏差的处理、质量回顾等也更趋严格                                                                               | 短期将加大企业软硬件投入,长期则将提升药品质量标准,推动医药产业升级                       |
| 药品降价                            | 2010/12/1<br>2011/3/7<br>2011/8/3 | 2010/12/12<br>2011/3/28<br>2011/9/1 | 174 种单独定价最高限价调低,16 种取消单独定价/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/调节内分泌类和神经系统类等药品的最高零售价格,共涉及 82 个品种、459 个剂型规格,平均降价幅度为 14% | 短期能在一定程度上控制医药费用支出,减轻患者药费负担,长期并未触及“药价虚高”的根本所在             |
| 《2011 年公立医院改革试点工作安排》            | 2011/3/7                          | N/A                                 | 进一步明确改革“以药养医”,在体制机制,医院服务体系建设等众多方面进行详细阐述                                                                                                  | 公立医院的深入改革将使医药工业、医药流通、医疗服务价值链布局更加合理有序,这将有利于整个制药行业更加健康快速发展 |
| 《全国药品流通行业发展规划纲要(2011 年-2015 年)》 | 2011/5/5                          | N/A                                 | 2015 年前,全国要“形成 1~3 家年销售额过千亿元的全国性大型医药商业集团,20 家年销售额过百亿元的区域性药品流通企业                                                                          | 提高行业准入标准,建立退出机制,市场集中度和流通效率将有效提升                          |

数据来源: 国家发改委、商务部、卫生部、SFDA、安信证券研究中心



## 1.2. 医药行业上半年增收强劲，利润承压，利润率下半年有望触底回升

2011 年 1-7 月医药行业整体增速依然十分强劲，销售收入同比增长 29.99%，利润总额同比增长 20.67%，环比略有下滑。中药饮片和中成药无疑是行业亮点，中药饮片在行业整合和消费升级的推动下销售收入同比增长了 53.15%，利润同比增长了 56.49%；中成药销售收入同比增长 34.62%，利润总额同比增长 28.42%。医疗器械稳定增长，销售收入同比增长 28.33%，利润总额同比增长 21.08%。

医药行业整体及各子行业销售收入增速都在 20%以上，已然超越或与去年 1-11 月增速接近。但行业利润增速较去年 1-11 月增速出现明显下滑，其主要原因为各子行业（医疗器械行业除外）毛利率均出现不同程度的下滑。目前行业毛利率和利润率分别为 28.83%和 9.83%，较去年 1-11 月分别下滑 1.40 和 0.50 个百分点；毛利率的下滑一方面是由于原材料成本上升，另一方面则是由于药品招标降价和行政性药品降价所致。

月度环比来看，医药行业和各子行业的销售收入近几个月以来总体呈现加速增长的趋势，增速大都达到今年以来的高点；利润增速尽管不是非常乐观，但较年初已经出现改观，其中尤以生物制药和化学原料药增速提升较快。值得注意的是，医药行业及各子行业（中药饮片除外）毛利率呈现进一步下滑的趋势，显示行业成本与价格压力依然没有化解。

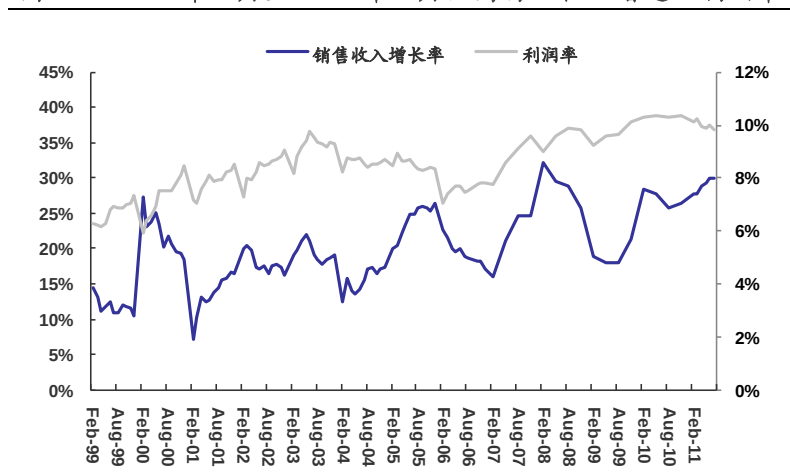
展望下半年，原材料成本上升的压力减趋缓和，降价政策暂时告一段落，利润率有望于下半年有所回升。

表 6 2011 年 1-7 月医药行业及各子行业主要经济效益指标

| 子行业   | 2011 年 1-7 月收入 (亿元) | 同比增长   | 2011 年 1-7 月利润总额 (亿元) | 同比增长   | 毛利率 2011 年 1-7 月 | 毛利率 2010 年 1-11 月 | 利润率 2011 年 1-7 月 | 利润率 2010 年 1-11 月 |
|-------|---------------------|--------|-----------------------|--------|------------------|-------------------|------------------|-------------------|
| 医药行业  | 7722                | 29.99% | 759                   | 20.67% | 28.83%           | 30.23%            | 9.83%            | 10.33%            |
| 化学原料药 | 1702                | 24.23% | 130                   | 9.90%  | 20.77%           | 21.61%            | 7.61%            | 8.07%             |
| 化学制剂  | 2219                | 24.48% | 246                   | 16.09% | 38.23%           | 38.69%            | 11.11%           | 11.50%            |
| 中药饮片  | 416                 | 53.15% | 32                    | 56.49% | 18.83%           | 20.49%            | 7.62%            | 7.53%             |
| 中成药   | 1729                | 34.62% | 170                   | 28.42% | 31.01%           | 34.45%            | 9.81%            | 10.40%            |
| 生物制药  | 810                 | 29.90% | 104                   | 11.94% | 27.53%           | 29.47%            | 12.79%           | 14.49%            |
| 医疗器械  | 711                 | 28.33% | 73                    | 21.08% | 23.41%           | 23.34%            | 10.33%           | 10.54%            |

数据来源：Wind 资讯、安信证券研究中心

图 12 1999 年 2 月至 2011 年 7 月医药行业收入增速及利润率水平



数据来源：Wind 资讯、安信证券研究中心

### 1.3. 医药类上市公司上半年经营承压，下半年盈利能力有望回升

2011 年上半年，医药行业上市公司实现营业收入 1,936 亿元，同比增长为 21%，实现净利润 191 亿元，同比增长 19.87%，扣除非经常性损益后，医药行业上市公司净利润增速为 11.06%，可见上半年在抗生素分类使用管理办法征求意见稿、药品招标的动向、药品降价等一系列偏负面的法规政策的影响下，医药上市公司经营压力巨大。

表 7 2011 年 1-6 月医药行业经济运行数据与上市公司经营数据对比

| 子行业   | 上市公司<br>营业收入<br>(亿元) | 同比增<br>长 | 行业整体营<br>业收入(亿<br>元) | 同比增<br>长 | 上市公司<br>收入占比 | 上市公司<br>净利润<br>(亿元) | 同比增<br>长 | 行业整体利润<br>总额(亿元) | 同比增<br>长 | 上市公<br>司利润<br>占比 |
|-------|----------------------|----------|----------------------|----------|--------------|---------------------|----------|------------------|----------|------------------|
| 医药行业  | 1936.4               | 21.0%    | 6563                 | 30.0%    | 29.5%        | 191.3               | 19.87%   | 657              | 21.67%   | 29.1%            |
| 化学原料药 | 283.1                | 24.8%    | 1458                 | 24.6%    | 19.4%        | 21.43               | -5.99%   | 114              | 11.48%   | 18.8%            |
| 化学制剂  | 351.4                | 17.3%    | 1904                 | 25.7%    | 18.5%        | 45.44               | 22.54%   | 216              | 17.07%   | 21.0%            |
| 中成药   | 442                  | 23.7%    | 1470                 | 33.8%    | 30.1%        | 58.67               | 31.73%   | 149              | 31.85%   | 39.4%            |
| 生物制药  | 185.2                | 9.8%     | 676                  | 30.4%    | 27.4%        | 35.95               | 8.82%    | 85               | 10.71%   | 42.3%            |
| 医疗器械  | 43.1                 | 33.3%    | 596                  | 27.6%    | 7.2%         | 7.78                | 26.86%   | 63               | 23.49%   | 12.3%            |

数据来源：Wind 资讯、安信证券研究中心

上市公司医药行业数据包括医疗服务企业，故与分行业加总数据不一致；

从与行业水平对比来看，

- **化学制剂行业受行业政策影响最大。**化学制剂行业上市公司实现营业收入 351.4 亿元，同比增长 17.29%，实现净利润 45.44 亿元，同比增长 22.54%，扣除非经常性损益后同比增长仅为 10.01%。除去招标等行业因素外，《抗菌药物临床应用管理办法》无疑对化学制剂上市公司造成巨大打击，部分以抗生素为主营业务的企业销售收入和净利润增长缓慢甚至同比出现下滑，如福安药业、千源制药、亚太药业等。但如果关注专科药企业如恩华药业、人福药业、华东医药、信立泰（剔除抗生素业务）、翰宇药业，则其收入和净利润均保持了相对较高的增速，凸显了专科药的刚性需求。
- **VE、VC 厂家主导化学原料药行业表现。**化学原料药行业上市公司实现营业收入 283.1 亿元，同比增长 24.78%，实现净利润 21.43 亿元，同比下滑 5.99%，扣除非经常性损益后同比下滑 4.12%。两大 VE 厂家浙江医药和新和成分别实现净利润 5.95 和 6.34 亿元，占据化学原料药行业净利润的半壁江山，但同比增长分别只有 2.27% 和 10.19%，是行业增速不快的重要原因。两大 VC 厂家华北制药、东北制药分别实现净利润 2,329 万元和 379 万元，而去年同期则分别实现净利润 2.08 亿元和 1.76 亿元，是拖累化学原料药行业表现的主要原因。此外，《抗菌药物临床应用管理办法》也对抗生素原料药企业如金城医药等产生显著的负面影响。华海药业受益于沙坦类原料药爆发，业绩大幅增长。海正药业则受益于国际产业转移，维持近几年以来的高速增长，引领中国特色原料药往正确的方向前进。
- **克服中药材价格上涨等不利因素，中成药行业表现优异。**中成药行业上市公司实现营业收入 442 亿元，同比增长 23.66%，实现净利润 58.67 亿元，同比增长 31.73%，扣除非经常性损益后同比增长 25.83%。自去年以来，中药材价格一路飙涨，给中成药上市公司带来巨大的成本压力（行业毛利率同比下滑 1.64 个百分点），导致个别公司如华润三九、江中药业业绩增长缓慢甚至出现同比下滑。尽管如此，多数中成药企业克服了中药材价格上涨带来的成本压力，行业总体表现优异。
- **受个别企业及事件影响，生物制药行业表现不佳。**生物制药行业上市公司实现营业收入 185 亿元，同比增长 9.79%，实现净利润 35.9 亿元，同比增长 8.82%，扣除非经常性损益后同比下滑 10.04%。由于甲流事件影响，华兰生物和天坛生物 2010 年甲流疫苗业务规模较大，导致两者净利润分别同比增长 37.15% 和 0.16%。受制于肝素钠行业景气度向下，海普瑞收入和净利润分别同比下滑 13.00% 和 39.66%。上述三家公司收入和净利润规模较大，大大影响了生物制药行业的表现。

此外，2011 年上半年，疫苗批签发进度较为缓慢，在一定程度上也影响了疫苗企业的业绩表现。

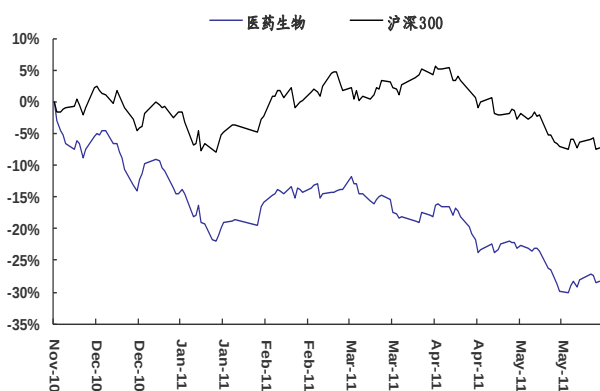
- **医疗器械行业收入和利润增速均高于全行业数据。**医疗器械行业上市公司实现营业收入 43 亿元，同比增长 33.26%，实现净利润 7.78 亿元，同比增长 26.86%，扣除非经常性损益后同比增长 26.96%，收入和利润增速均高于全行业数据。我国医疗器械行业目前集中度不高，上市公司营业收入占全行业的比重仅为 7.2%。上市公司相对行业内企业有着显著的资本、管理等方面的优势，其收入与利润增速也较行业水平更高。同时，上市公司收入占行业比重低，说明行业内大企业数量不多，行业整合的机会较大。

## 2. 医药股近期表现优于大盘，目前板块估值水平相对合理

2010 年以来医药股的走势跌宕起伏：

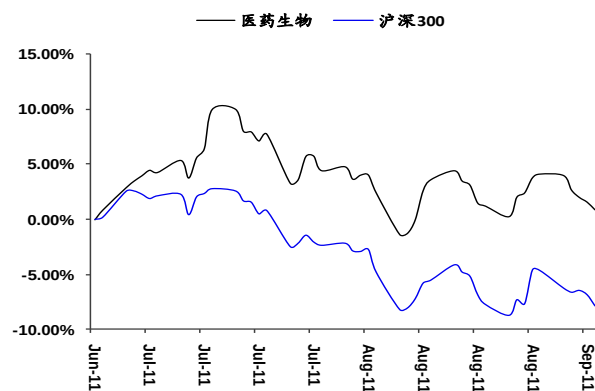
- 2010 年医药股大幅跑赢大盘。尽管 2010 年医药股走势呈现一波三折的局面，但仍然走出了一波牛市行情，大幅跑赢沪深 300 指数。
- 2011 年上半年医药股显著跑输大盘。2010 年末，由于通胀持续高企，货币政策收紧的预期对高估值股票形成打压，医药股由此展开一轮调整。2010 年 11 月 29 日至 2011 年 6 月 10 日，医药股累计跌幅达到 28.36%，而同期沪深 300 指数跌幅仅为 7.15%，医药股大幅跑输大盘。我们认为高估值和上半年偏负面行业政策是医药股上半年跑输大盘的主要原因，而部分上市公司业绩不达预期对医药股走势形成进一步压制。
- 医药股近两月走势明显强于大盘。在行业政策面转暖、上市公司中期业绩释放和上半年股价跌幅较深，行业估值溢价得以修复的基础上，于 6 月底开始了一轮反弹。

图 13 2010 年底以来医药股跑输大盘



数据来源：Wind 资讯、安信证券研究中心

图 14 近两月医药股走势明显强于大盘



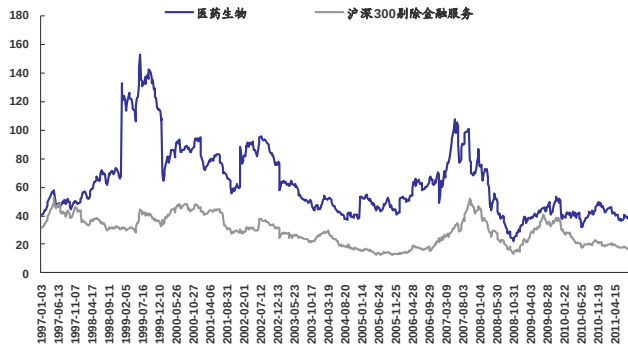
数据来源：Wind 资讯、安信证券研究中心

目前来看，医药股 PE(TTM，整体法，2011-08-26)为 38.39 倍，相对沪深 300 溢价率水平为 2.10，高于 97 年来的溢价历史均值 1.31，属于偏高的水平；如果剔除目前估值水较低，权重较大的金融服务行业的话，医药股相对沪深 300 的溢价率水平为 1.27，几乎与历史均值持平；如果进一步对比全部 A 股剔除金融服务行业的话，则溢价率为 0.70，同样略高于历史平均水平的 0.57。

因此，我们认为，板块目前整体估值处在合理水平上。相对指数的估值溢价反映了医药行业的弱周期性和高成长性。在外围经济不确定性较强的背景下，周期性行业盈利能力及增速也存在较大不确定性。而医药股在新医改的背景下，无论是短期还是长期都有着较高的增长确定性。市场给予医药股一定的估值溢价，更多地体现了医药股的

防御价值。当然，如果未来流通性持续紧缩的话，我们并不排除当前估值水平略高的医药股出现下跌的可能性。

图 15 医药股与沪深 300（剔除金融服务）PE 比较



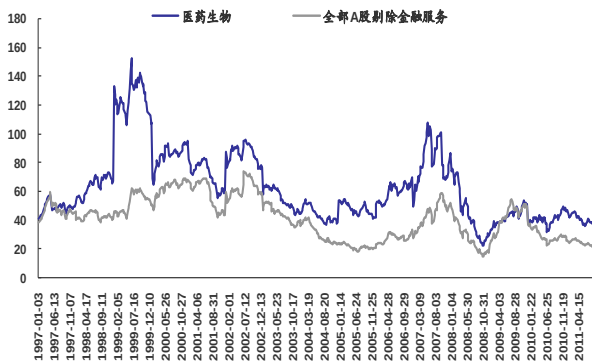
数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心

图 16 医药股相对沪深 300（剔除金融服务）溢价水平



数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心

图 17 医药股与全部 A 股（剔除金融服务）PE 比较



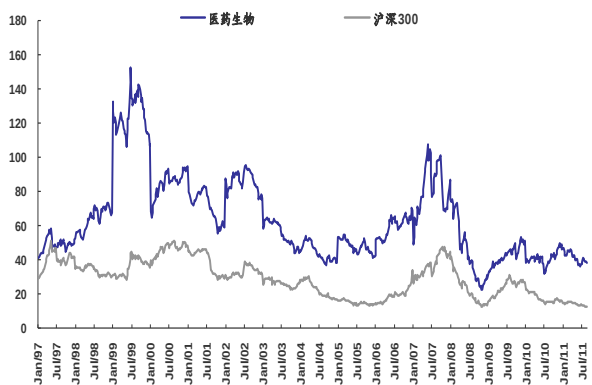
数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心

图 18 医药股相对全部 A 股（剔除金融服务）溢价水平



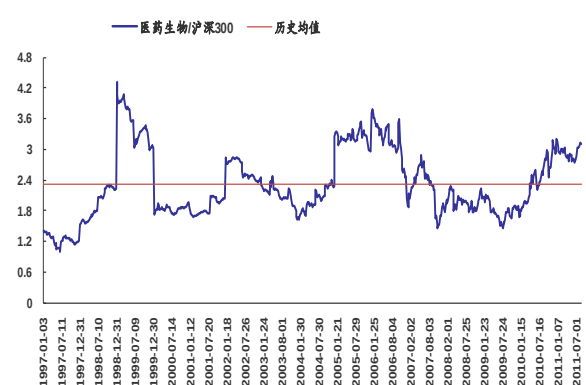
数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心

图 19 医药股与沪深 300PE 比较



数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心

图 20 医药股相对沪深 300 溢价水平



数据来源: Wind 资讯、安信证券研究中心



### 3. 四季度医药投资策略：精选个股

目前医药板块整体估值处于合理区域，向上向下的空间均不大。同时，如上文分析，我们预计今年行业利润增速在 20% 左右，明年行业收入和利润增速在 20-25% 左右，属于稳健增长态势，板块相对估值溢价较难有大幅度提升。因此，我们目前对板块的投资建议是：持有以把握确定性行业增长，投资者可以从个股角度进行超额收益的挖掘。

同时，我们维持“医药行业的未来黄金十年，将是大浪淘沙、择强汰弱的十年”的观点，机遇的天平将向优质企业倾斜，成长与分化将是医药行业未来十年共存的两个主旋律。

建议投资者关注：

- 特色原料药国际生产转移带来的机遇，推荐公司：海正药业。
- 中药材产业链整合者，推荐公司：康美药业。
- 标准提升，创新药企业价值凸显，推荐公司：天士力、恒瑞医药、双鹭药业。
- 新版 GMP 实施带来的制药装备企业的投资机遇，推荐公司：东富龙。
- 有资源优势、营销能力强的品牌中药企业，推荐公司：云南白药。
- 国家从治已病向治未病的思路转变，推荐公司：沃森生物、智飞生物。

## 4. 重点公司

### 4.1. 海正药业

- **业绩实现高增长，符合预期。**2011 年 1-6 月公司实现主营业务收入 24.4 亿元，同比增长 15.4%；实现净利润 2.3 亿元，同比增长 52.6%，实现 EPS0.45 元，业绩符合预期。海正自产药品实现销售收入 12.2 亿元，同比增长 18.1%。其中成品药实现销售收入 4.0 亿元，同比增长 14.7%；原料药实现销售收入 8.2 亿元，同比增长 19.8%。整体毛利率小幅下滑 0.32 个百分点至 27.8%，但净利率自去年同期 7.0% 提升至 9.1%，主要归功于三项费用率的下降。经营活动产生的每股现金流为 0.26 元，低于每股收益，预计部分归因于公司财务方面的调整，另外绩效奖金计提方式的改变也对现金流产生负面影响。
- **产品结构进一步调整。**分产品销售收入来看，抗肿瘤药和抗寄生虫药收入增速较快，分别同比增长 30% 和 29%；内分泌药物稳定增长 15%；抗感染药物受国内抗生素降价和分类管理办法影响，同比小幅下滑 1.8%。从毛利率来看，抗寄生虫药毛利率大幅上升 10.4% 至 41.1%；心血管用药的价格下降趋势不改，毛利率下降了 11.8% 至 7.4%；抗感染药物因为高端制剂占比较高，毛利率小幅上升；抗肿瘤、内分泌和其他类药物毛利率都出现程度不等的下滑。公司中期对部分原属于管理费用的项目重新归类进入生产成本，造成毛利率的下降，预计剔除这一因素，公司工业毛利率略有上升。
- **合同订制业务将提升下半年的收入增速。**海正上半年公告新增的国际合同订制业务定单约 4500-5500 万美金，共涉及四个品种。预计自 5 月份开始有 1-2 个品种开始供货，下半年四个品种将全部实现供货，必然将拉动下半年的收入增速，并提升毛利率。目前海正在谈的合同定制项目较多，随着海正高标准建设的富阳基地原料药产能年底释放，制剂产能明年底释放，海正合同订制业务将实现快速发展。
- **维持“增持-A”的投资评级，12 个月目标价 50 元。**我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.99 元，1.38 元和 1.85 元。公司长期发展战略清晰，由原料药向仿制药再向创新药的产业升级稳步推进，短期受益于跨国药企的生产转移，业绩增长较为确定。与辉瑞合资一事的细节预计近期会有进展。按照 2012 年的业绩给予约 35 倍的 PE，得出目标价为 50 元。
- **风险提示：**海外市场订单的不确定性、与辉瑞可能的合资项目的文化冲突风险。

#### 4.2. 康美药业

- **中药材贸易业务推动公司收入大幅增长。**2011年上半年,公司实现总收入27.92亿元,同比增长89.58%;实现归属母公司股东净利润4.35亿元,同比增长40.92%,EPS 0.21元/股。医药业务实现收入26.75亿元,同比大幅增长86.75%,其中中药收入21.20亿元,同比增长92.24%,西药收入增长68.38%。中药业务的大幅增长主要是药材贸易业务发展较快,上半年公司逐步加快药材贸易的周转,故毛利较低的大宗药材快批业务比重上升,导致医药业务上半年毛利率同比下降6.27个百分点。公司未来将借助现有中药材贸易市场的信息优势,把握中药材价格波动带来的机会,大力开展中药材贸易业务,从而实现中药材贸易的持续稳定增长。
- **产能瓶颈即将解除,中药饮片业务有望恢复高增长。**由于受到产能瓶颈的限制,公司中药饮片2010年实现销售收入10.0亿元,同比增长14.99%。2011年上半年北京隆盛堂经过改造后,饮片产能扩大到3500吨左右,能满足北京部分市场需求。成都6000吨新增产能预计7月份实现投产。北京大兴8000吨新增产能预计今年年底实现投产。随着新产能投产,制约公司中药饮片业务发展的瓶颈有望逐步解除。
- **主营业务将呈现多点开花局面,产业链一体化优势逐步体现。**公司上市以来相继介入中药饮片、中药材及中药材贸易和下游消费品业务,目前已经打造了“中药材、中药材贸易-中药饮片-医院、OTC、消费品”的产业链一体化模式。2011年公司目标是加快推动中药全产业链发展:上游整合药材资源,强化药材产地竞争力;中游链接产地加工,推进饮片布局;打造现代中药材贸易和物流平台一体化增值服务提供商;应用市场综合信息优势,稳定增长中药材贸易业务;下游借道零售药店、中医院和药食同源保健食品,涉足消费终端,实现中医药和医疗服务的产业链一体化。
- **维持“增持-A”的投资评级,维持12个月目标价24元。**我们预计公司2011年、2012年业绩分别EPS0.57元、0.64元,维持12个月目标价24元及“增持-A”的投资评级。
- **风险提示:**关注公司对外扩张速度过快,战略和管理贯彻不到位的风险

#### 4.3. 天士力

- **研发投入结硕果,心脑血管领域强势地位树立。**作为国内销售量最大的心血管类口服中药,复方丹参滴丸树立了公司在心血管领域的强势品牌中药形象。近年来,在极其严格的新药审批制度下,公司陆续获得益气复脉粉针、注射用丹参多酚酸(粉针)和注射用重组人尿激酶原的生产批文,并完成芪参益气滴丸的循证医学研究、益气复脉的IV期临床,进一步增强公司在心血管领域的强势地位,并将影响力延伸至脑血管领域。心脑血管领域巨大的市场容量为公司的中长期发展打开空间。新产品从进展上看,丹参多酚酸预计8-9月开始销售,重组人尿激酶原6月下旬已提交GMP认证申请,亚单位流感疫苗正在进行成品原液的制备,这些新品未来半年内将陆续上市。
- **上半年工业商业均强劲增长,业绩超预期。**今年1-6月公司实现营收29.93亿,同比增长39.36%;净利润3.60亿,同比增长84.28%。扣除出售天津商汇股权约6270万税后净收益的影响,净利润同比增长约52%。医药工业1-6月营收增长34.75%达到11.06亿,毛利保持稳定。复方丹参滴丸预计增速约20-25%,FDAIII期临床试验准备工作正在开展中;二线品种养血清脑颗粒、水林佳等预计实现35-40%的快速增长。医药商业同比收入增速超过40%,毛利率略有降低。
- **进入新一轮快速成长期。**在复方丹参滴丸增速加快,二线品种水林佳、养血清脑保持快速增长,中药粉针、生物制药潜力新品种的加入的推动下,天士力将进入新一轮的快速成长期。我们预测2011-2013年的EPS分别为1.32元、1.58元和1.98元。

- **维持“增持-A”的投资评级，12个月内目标价50元。**公司是现代化中药的领军企业，复方丹参滴丸FDA认证提升公司价值。当前的业务结构盈利点多样，产品品类丰富。我们按照公司2011年扣除非经常性损益后的业绩(1.2元)给予40-45倍PE估值，目标价50元。
- **风险提示：**新品推广的速度低于预期的风险

#### 4.4. 云南白药

- **业绩快速增长，符合预期。**2011年1-6月公司实现营业收入50.74亿元，同比增长12.7%；实现归属于上市公司股东的净利润5.64亿元，同比增长30.8%，实现EPS0.81元，业绩基本符合预期。医药工业收入同比增长16.63%，医药商业收入同比增长10.68%。经营活动产生的现金流净额为-1.61亿元，现金流量大幅低于净利润的主要原因是应收票据和应收账款的大幅增长，反映出子公司省医药商业公司作为医药流通企业对运营资金的需求较强。同时，公司为了应对中药材的价格上涨，战略性增加了原材料库存是另一个主要原因。本期内，公司还计提了约1500万元的资产减值准备，保持了较高的资产质量。
- **夯实内部管理，盈利能力稳步提升。**上半年公司强化内部管理，盈利能力得到提升。整体毛利率上升了1.95%，医药工业和医药商业的毛利率分别同比上升了2.61%和0.26%。整体管理费用率为2.73%，同比上升了0.41个百分点，销售费用率为15.96%，同比上升了0.22个百分点，考虑到公司工业收入增速大于商业收入增速，我们认为公司费用控制较为合理。公司整体净利率提升了1.54%。7月9号，公司公告将透皮事业部将与药品事业部合并，统称为药品事业部，我们认为这一组织架构的调整有利于公司对外整合资源、开拓市场，对内优化组织结构、提高经营效率。
- **呈贡整体搬迁在即，产能瓶颈将得解除。**上半年整体搬迁主体工程基本完成，新厂区经过设备调试、试生产、已初步具备生产条件，公司正积极协调内外部资源，申请GMP认证，预计新厂区下半年将投入正式生产。新建厂区将成为国内领先、国际一流的生物医药产业基地，其产能设计超过100亿元，整体搬迁完成后将带来产能释放。
- **维持“买入-A”的投资评级，6个月目标价73元。**2011年公司即将完成整体搬迁，突破产能瓶颈，在此基础上，公司将构建“新白药、大健康”新的产业格局和新的品牌内涵，我们看好公司在大健康领域复制白药牙膏的成功模式、向洗护领域、药妆领域的发展前景，预期公司会继续保持健康快速的发展。我们预测公司2011年、2012年的每股收益分别为1.82元及2.51元。维持“买入-A”的投资评级和6个月目标价73元。
- **风险提示：**日化领域的竞争风险、中药材等原材料成本上升的风险

#### 4.5. 东富龙

- **业绩维持高增长，略超预期。**2011年1-6月公司实现营业收入3.35亿元，同比增长39.75%；实现归属于上市公司股东的净利润9,579万元，同比增长38.24%，实现EPS0.62元；扣除税收影响（公司高新技术企业认定正在申请中，目前税收按25%计提）后净利润约为1.08亿元，同比增长约56%，实现EPS0.68元，业绩略超预期。公司业绩实现大幅增长的主要原因是冻干系统销售收入超预期以及募集资金所带来利息收入1,926万元。经营活动产生的每股现金流为0.26元，同比下滑30.88%，主要原因是应收账款和存货增幅较大，预收帐款增幅相对温和。
- **受益于新版GMP，公司冻干系统销售收入超预期。**2011年1-6月公司冻干系统销售收入为15,095万元，同比增长338.27%，远超我们此前的预期。在新版GMP的背景下，自动化与隔离化将是无菌制剂的发展趋势。而东富龙作为唯一能够提



供冻干系统（主要包括冻干机、自动进出料系统及无菌隔离装置）的企业，无疑是本轮 GMP 改造中最为受益的企业，预期未来公司冻干系统业务仍将维持高速增长，成为公司业绩增长的主要驱动力。

- **市场短期观望情绪较浓，不改长期快速增长趋势。**作为一个订单制生产企业，公司预收帐款能够在一定程度上反映公司的订单状况。2011 年 1-6 月，公司预收账款为 4.12 亿元，较 2010 年底下滑 10.83%。预收帐款下滑显示公司上半年订单增长不快，其主要原因是目前制药厂家对于新版 GMP 认证的观望情绪较浓，希望根据已通过 GMP 检查企业的经验来采购相应标准的冻干设备。我们认为市场的观望情绪只是暂时的，公司冻干设备的订单会在下半年恢复高速增长。
- **计划与 AIREX 成立合资公司，围绕冻干产业链布局。**公司同时公告拟与日本株式会社 AIREX 成立合资公司，其中公司以自有资金 105 万美元出资，占 70% 股权；AIREX 以 45 万美元出资，占 30% 股权。AIREX 是日本隔离器顶级研发、设计、制造企业，占有日本 70% 的市场份额，在国际市场上具有一定的影响力。合资公司将建设年产 100 套无菌隔离系统的项目，计划在合资开始后三年内达产，由 AIREX 向合资公司提供相关技术指导。此次合资有利于快速提升冻干系统产品的整体技术水平，增强产品的集成能力和核心竞争力。结合公司此前达成对上海德惠的收购意向，我们认为公司目前正坚定地围绕冻干产业链进行布局，为公司带来业绩增长点的同时也将打开公司的成长空间，预期未来公司仍有可能利用超募资金进行相关收购。
- **维持“增持-A”的投资评级，6 个月目标价为 52.8 元。**我们对公司 2011、2012 年业绩预测分别为 EPS1.32 元和 1.73 元，6 个月目标价 52.8 元，维持“增持-A”的投资评级。
- **风险提示：**产业链布局不力的风险；国际市场开拓不达预期的风险。

#### 4.6. 沃森生物

- **研发导向型二类疫苗生产商。**公司是主营二类疫苗、研发导向的民营企业，优势也在于细菌类疫苗领域，主要产品包括 b 型流感嗜血杆菌结合疫苗（Hib）和冻干 A+C 脑膜炎球菌多糖结合疫苗，其中 Hib 疫苗有预灌封包装的创新产品，使用较方便，定位中高端。
- **公司亮点**包括：其一，公司具有较强的研发能力，在研产品储备丰富，预计 2012 年有 A+C 多糖疫苗、ACYW135 多糖疫苗、无细胞百白破疫苗 3 个产品上市，其余在研产品如流感、乙肝、肺炎都要到 2014 年后上市。其二，公司在玉溪的生产基地建设标准较高，对于新产品完成新版 GMP 认证障碍较小，新产品上市进程预计比较顺利；其三，产品质量安全可靠，不良反应发生率较低，这对于疫苗企业非常重要。
- **维持“买入-A”的投资评级，12 个月目标价 81 元。**我们预计公司 2011-2013 年，EPS 1.51、2.03 与 2.50 元，考虑到公司良好的成长性及疫苗行业较快的增速，按照 2012 年 40 倍的 PE，12 个月的目标价为 81 元，维持公司买入-A 的投资评级。
- **风险提示：**疫苗不良反应事件对公司经营带来不确定性；产品销售不达预期的风险。

#### 4.7. 天坛生物

- **公司简介。**天坛生物是中国生物技术集团公司旗下唯一的 A 股上市公司，其利润贡献主要来自于公司本部的疫苗类预防制品、成都蓉生药业的血制品以及长春新键生物的水痘疫苗、狂犬疫苗产品。疫苗产品多为 I 类疫苗品种，如口服脊髓灰质炎疫苗、重组酵母乙肝疫苗、麻风二联疫苗、麻风腮三联疫苗等，II 类疫苗主要为水痘疫苗、流感疫苗、狂犬疫苗及成人乙肝疫苗等。



- **血液制品业务快速增长**，特别是贵州省浆站重新规划后，血浆资源的紧张，将带动血液制品将进入新一轮的景气周期。预计未来几年天坛生物旗下的蓉生药业将保持 25-30% 的增长。
- **疫苗生产恢复正常**，完全解决了原来生产线芽孢菌污染的问题，正处于恢复性增长阶段，预计未来几年能够保持 10% 左右的稳定增长，待 2013 年搬迁亦庄基地完成后，将开启新的增长周期。公司与盖兹基金会密切合作，未来将由盖兹基金会采购 OPV 疫苗，出口至其他发展中国家，这将是公司未来潜在增长点之一。
- **中生集团 A 股唯一的上市公司**。我们看好公司作为中生集团 A 股唯一的上市公司，不论中生集团资产整合如何进行，对于天坛生物来讲，都是一个长期看点。中生集团占据国内 I 类疫苗 80% 的市场，旗下其它五个疫苗企业都是比较优质的资产，中生集团承诺五年内解决同业竞争的问题。
- **维持“增持-A”的投资评级，12 个月目标价 22.8 元**。我们预计公司 2011-13 年，EPS 0.57、0.65 和 0.81 元，考虑到公司的资产注入预期，按照 2012 年 35 倍的 PE，12 个月目标价 22.8 元，维持公司增持-A 的投资评级。
- **风险提示**：疫苗不良反应事件，给公司正常经营带来不确定性；公司整体搬迁过程中，可能会对产品正常生产带来不确定性；中生集团资产整合中，带来的诸多不确定性。

表 8 推荐公司估值表

| 分类     | 证券代码   | 公司名称 | 现价(元) | 每股收益(元) |       |       | 市盈率(X) |       |       | 目标价(元) | 投资评级 |
|--------|--------|------|-------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|------|
|        |        |      |       | 2010    | 2011E | 2012E | 2010   | 2011E | 2012E |        |      |
| 特色原料药  | 600267 | 海正药业 | 37.5  | 0.76    | 0.99  | 1.38  | 54     | 38    | 27    | 50.0   | 增持-A |
| 中药饮片   | 600518 | 康美药业 | 14.9  | 0.42    | 0.57  | 0.64  | 46     | 26    | 23    | 24.0   | 增持-A |
| 高端专科用药 | 600535 | 天士力  | 41.7  | 0.92    | 1.32  | 1.58  | 48     | 32    | 26    | 50.0   | 增持-A |
| 高端专科用药 | 002038 | 双鹭药业 | 35.7  | 1.08    | 1.20  | 1.64  | 50     | 30    | 22    | 45.3   | 增持-A |
| 高端专科用药 | 600276 | 恒瑞医药 | 30.1  | 0.97    | 0.83  | 1.10  | 47     | 36    | 27    | 36.5   | 增持-A |
| 传统中药   | 000538 | 云南白药 | 60.6  | 1.33    | 1.82  | 2.51  | 45     | 33    | 24    | 73.0   | 买入-A |
| 制药装备   | 300171 | 东富龙  | 45.4  | 2.38    | 1.32  | 1.73  | 51     | 34    | 26    | 52.8   | 增持-A |
| 生物制药   | 300142 | 沃森生物 | 61.0  | 2.00    | 1.51  | 2.03  | 59     | 40    | 30    | 81.0   | 增持-A |
| 生物制药   | 600161 | 天坛生物 | 17.1  | 0.34    | 0.57  | 0.65  | 50     | 30    | 26    | 22.8   | 买入-A |

数据来源：Wind 资讯、安信证券研究中心

注：股价日期更新至 2011/9/5

## 分析师简介

邹敏，首席行业分析师。毕业于南京大学生物工程系，上海交通大学 MBA。4 年医药行业工作经历和 6 年证券研究经历。2011 年 6 月加盟安信证券研究中心。

## 分析师声明

邹敏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

|               |                         |               |                         |
|---------------|-------------------------|---------------|-------------------------|
| 凌洁            | 上海联系人                   | 朱贤            | 上海联系人                   |
| 021-68765237  | lingjie@essence.com.cn  | 021-68765293  | zhuxian@essence.com.cn  |
| 黄方禅           | 上海联系人                   | 张勤            | 上海联系人                   |
| 021-68765913  | huangfc@essence.com.cn  | 021-68763879  | zhangqin@essence.com.cn |
| 梁涛            | 上海联系人                   | 潘冬亮           | 北京联系人                   |
| 021-68766067  | liangtao@essence.com.cn | 010-59113590  | pandl@essence.com.cn    |
| 李昕            | 北京联系人                   | 马正南           | 北京联系人                   |
| 010-59113565  | lixin@essence.com.cn    | 010-59113593  | mazn@essence.com.cn     |
| 周蓉            | 北京联系人                   | 胡珍            | 深圳联系人                   |
| 010-59113563  | zhourong@essence.com.cn | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn   |
| 李国瑞           | 深圳联系人                   |               |                         |
| 0755-82558084 | ligr@essence.com.cn     |               |                         |

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200123

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034