

医药行业专题分析报告

医药生物行业

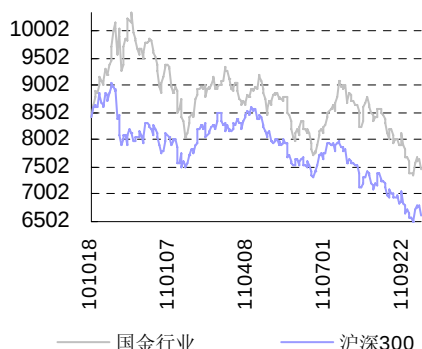
专题报告

长期竞争力评级：高于行业均值

日本研究（下篇）降价背景医药投资思路；

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	62.54
市场优化平均市盈率	22.26
国金医药生物指数	7645.03
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19
深证成指	11568.17
中小板指数	5769.80



相关报告

1. 《医药行业专题报告之二：日本研究（上篇）降价背景药企生存之路；》，2011.9.20
2. 《医药行业专题报告之一：投资核心要素》，2011.9.13
3. 《2011 年中报业绩总结；》，2011.9.1

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号：S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

李龙俊 分析师 SAC 执业编号：S1130511030032
(8621)61038315
lilj@gjzq.com.cn

基本结论

- 上一篇专题报告《日本研究（上篇）降价背景药企生存之路》中，我们侧重日本医药行业基本面研究，探求降价背景下日本药企的生存道路。我们发现日本的创新药企业通过推出新药提升利润率，通过国际化寻找增量市场；普药企业在降价到位后迎来政策红包，实现量利齐升。本篇我们会侧重日本二级市场研究，寻找降价背景下强势个股的共性，寻找降价背景下医药投资思路。
- **日本降价背景下医药仍有投资价值：**日本市场在药价持续下降的 20 多年中，医药板块表现明显好于大盘，有绝对和相对收益。具体而言，医药板块的投资属性在于长期的成长性，而不是防御性。并且与医药行业基本面的走势一致，投资出现明显的分化现象。不同的时期买不同的细分行业，同一细分行业下也要精选个股。
- **日本创新药投资核心要素：新药、专利、国际化。**创新药个股凭借稳定的利润增长，成为日本医药行业过去 20 年成长性投资的典型代表，不少个股涨幅都超过 5 倍。通过对强势个股共性的研究，我们总结了投资创新药的关键性指标：
 - 要有持续不断的新药储备：从武田制药、三菱田边和中外制药的股价表现可以看出，创新药的上市和预期是股价最大的催化剂。实际也能带来收入和利润的持续增长。反之，专利的到期是投资最大的风险。
 - 要及时的开拓海外市场：日本国际化的医药股的强势生命周期要长于仅仅立足于本土化的企业。国际化可以为创新药带来增量市场，更重要的是可以缓解本土降价的冲击。
 - 日本创新药股票估值：历史区间在 20-40 倍。
- **日本普药投资核心要素：政策、政策、还是政策。**普药个股受降价政策影响非常大，但也弹性十足。受益于鼓励普药使用政策，日本普药个股经历了 10 年的放量推动的上涨，强势个股涨幅超过 10 倍。通过对强势个股共性的研究，我们总结了投资普药药的关键性指标：
 - 买普药关键要看政策：日本普药救市政策出来之前，普药股一路下跌；但鼓励政策一出，全部应声上涨。在业绩兑现之前是普涨，随后开始出现明显分化。
 - 对政策把握度高的普药个股是长牛：企业是否具有齐全的品种、规模优势、适应普药销售的渠道网络，这决定了企业能抓住政策的红利。准备充分的个股，能够获得最大的投资弹性。
 - 日本普药股票估值：历史区间在 15-30 倍。
- **案例分析：**最后我们选取了日本两个牛股代表，一个是日本研发创新和国际化制药企业的典范——武田制药，另一个是受益于仿制药激励政策的白马股——沢井制药，他们 10 年涨幅都近 10 倍，可以参考。
- **最后声明：**我们不擅长二级市场分析，不妥之处欢迎讨论。

内容目录

日本降价背景下医药板块仍具有长期投资价值	4
降价不改医药股长期投资价值	4
医药股价值不在防御而在成长	5
指数优秀的背后伴随投资分化	6
日本创新药投资核心要素：新药、专利、国际化	7
创新药是医药成长性投资的典型代表	7
稳定的利润增长是创新药企业表现优异的关键	7
创新药投资核心要素 1：持续的新药	9
创新药投资核心要素 2：及时的国际化	11
附表：创新药企业不同阶段估值表	12
日本普药投资核心要素：政策、政策、还是政策	13
不要低估普药个股的机会	13
普药投资的核心要素 1：政策推动	13
普药投资的核心要素 2：企业准备是否充分	14
附表：普药企业不同阶段估值表	16
日本医药牛股案例分析	16
案例分析：武田制药——研发创新和国际化制药企业的典范	16
案例分析：沢井制药——受益于仿制药激励政策的白马股	20
对于我国医药股未来投资策略的启示	22

图表目录

图表 1：日本医药板块相对大盘涨跌幅统计（1983 年为基数）	4
图表 2：日本医药板块相对大盘涨跌幅（每年数据）	5
图表 3：日本医药板块与东证指数涨跌幅统计	5
图表 4：日本创新药上市公司股价走势与医药指数走势比较	6
图表 5：日本普药行业上市公司股价走势与医药指数走势比较	6
图表 6：日本创新药上市公司指数走势（以 1995 年为基数）	7
图表 7：日本主要创新药上市公司历史股价图	8
图表 8：日本主要创新药上市公司营业利润增速复合增长率	8
图表 9：日本创新药企业净利润率统计	9
图表 10：日本主要创新药上市公司历史股价与重点新药上市	10
图表 11：2001- 2010 年国内销售收入与复合增长率统计	10
图表 12：四大创新药企业专利到期与新药上市时间表（2007 年预测）	11
图表 13：国际化创新药企业历史股价图	11

图表 14: 非国际化创新药企业历史股价图	11
图表 15: 13 家创新药企业海外销售占比 (2010 年)	12
图表 16: 2001- 2010 年海外销售收入复合增长率	12
图表 17: 国际化创新药企业药品 2010 年降价对股价冲击较小	12
图表 18: 日本创新药企业估值表	13
图表 19: 日本普药上市公司指数走势 (以 1995 年为基数)	13
图表 20: 日本仿制药激励政策统计	14
图表 21: 日本主要普药上市公司历史股价图	14
图表 22: 日本医院参加 DPC 支付制度的床位数统计	15
图表 23: 日本普药企业营业利润增速	15
图表 24: 日本普药上市公司营业利润 (百万日元)	15
图表 25: 三大普药企业销售收入按渠道划分	16
图表 26: 日本五大普药企业估值表	16
图表 27: 武田制药相对医药板块走势统计 (以 1990 年为基数)	17
图表 28: 武田制药历年销售收入 (百万日元)	17
图表 29: 武田制药历年营业利润 (百万日元)	17
图表 30: 武田制药主要产品销售收入 (十亿日元)	18
图表 31: 武田制药 2009 年销售收入按地区分类	18
图表 32: 2008 年世界医药研发投入前十的企业 (百万美元)	18
图表 33: 武田制药 PE BAND	19
图表 34: 武田制药新药研发进程与专利到期时间表	19
图表 35: 武田制药收购与投资项目时间表	20
图表 36: 沢井相对医药板块走势 (以 2002 年为基数)	20
图表 37: 沢井历年销售收入及增长率	21
图表 38: 沢井历年营业利润及增长率	21
图表 39: 沢井制药 PE BAND	21

上一篇专题报告《日本研究（上篇）降价背景药企生存之路》中，我们侧重日本医药行业基本面研究，探求降价背景下日本药企的生存道路。我们发现日本的创新药企业通过推出新药提升利润率，通过国际化寻找增量市场；普药企业在降价到位后迎来政策红包，实现量利齐升。本篇我们会侧重日本二级市场研究，寻找降价背景下强势个股的共性，寻找降价背景下医药投资思路。

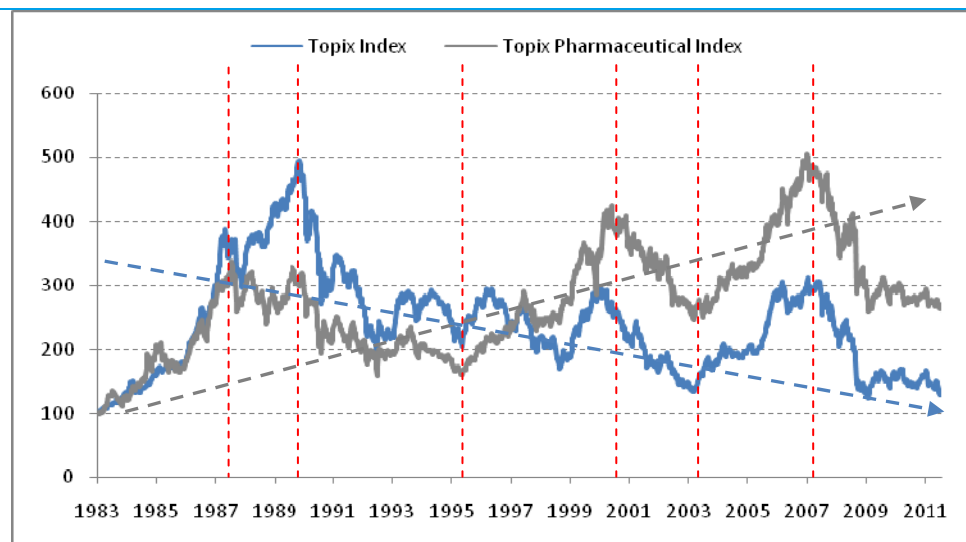
声明：二级市场研究不是我们的优势，本文仅用于抛砖引玉，不妥之处欢迎讨论。

日本降价背景下医药板块仍具有长期投资价值

降价不改医药股长期投资价值

- 即便日本在过去的 20 多年间对全部医保药物实施了严格的药价管制，相关药企业也倍受降价的煎熬，但是与整个市场相比，日本医药板块仍然跑赢了大盘（以 1983 年为基数）。

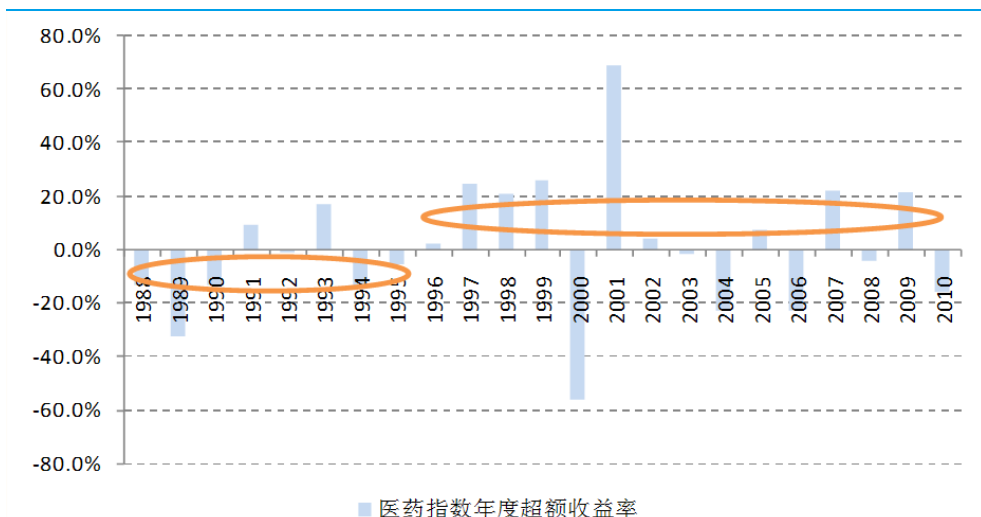
图表1：日本医药板块相对大盘涨跌幅统计（1983 年为基数）



来源：Bloomberg、国金证券研究所

- 如果从每年的相对收益看，日本的医药指数多数年份是有超额收益的，尤其在 1995 年以后的 15 年表现的尤为明显。

图表2：日本医药板块相对大盘涨跌幅（每年数据）

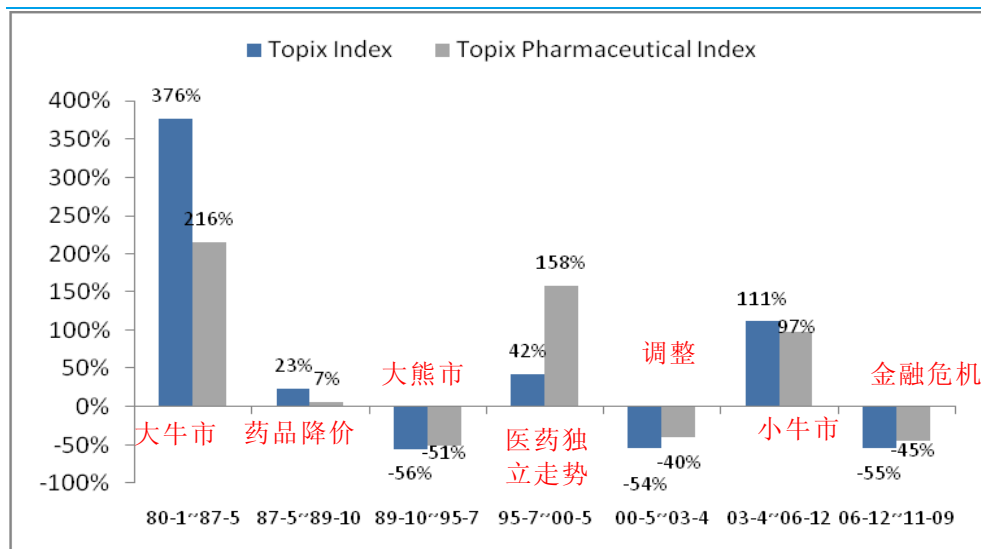


来源：Bloomberg、国金证券研究所

医药股价值不在防御而在成长

- 如果我们把日本医药指数相对大盘的走势按阶段划分，发现医药股在典型的牛熊市场里面并没有走出明显独立走势。在极端市场里面，医药跟涨也跟跌，只不过波动幅度略小。
- 如果非要找医药所谓的防御性，我们发现是短暂的，往往是在大盘指数调整的头一年内比较明显，例如 2000-2001 年、2006-2007 年。但是一旦大盘向下趋势确立，医药股一样调整不误。
- 但是在日本经济停滞不前的 20 年当中，日本大盘指数的重心是在不断下移，而医药板块重心整体上移，体现了医药成长股属性。
- 投资医药股也有最佳时机，日本是在 1995-2000 年期间医药走出了明显独立走势（原因是创新药优异表现的拉动）。

图表3：日本医药板块与东证指数涨跌幅统计

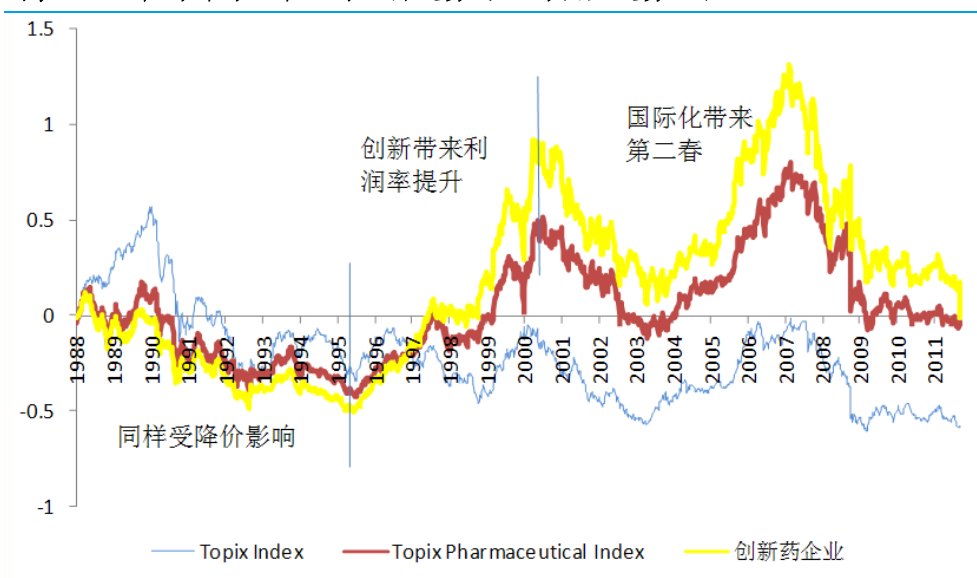


来源：Bloomberg、国金证券研究所

指数优秀的背后伴随投资分化

- 成长性使得医药股成为日本漫漫熊市的投资瑰宝。然而，日本医药板块虽然整体向好，但分化明显。这一点我们在上一篇报告中已经略有表露。
- 因为降价导致了不同时间对不同类型企业的影响也不同，例如 90 年代创新药企业过的好，近几年普药企业过的好。这种行业基本面的发展特色，势必在二级市场上也会有表现，这就体现为行业投资的分化。
- 这种分化对投资的影响，我们举几个例子：如果 1995-2000 年投资了普药而不是创新药，结果会如何？如果 2000-2005 年投资了普药而不是创新药，结果会如何？请看一下如下两张图：
- 日本创新药行业指数：

图表4：日本创新药上市公司股价走势与医药指数走势比较



来源：Bloomberg、国金证券研究所

- 日本普药行业指数：

图表5：日本普药行业上市公司股价走势与医药指数走势比较



来源：Bloomberg、国金证券研究所

- 为了能够更好的理解投资的分化，我们本篇报告将研究细化到个股层面，希望通过日本医药不同板块个股的走势分析，筛选决定投资的核心要素，为投资者提供在中国医药板块选股的灵感。

日本创新药投资核心要素：新药、专利、国际化

创新药是医药成长性投资的典型代表

- 我们在上篇报告当中描述了日本创新药企业的生存之路：通过新药提升利润率，通过国际化寻找增量市场。
- 我们前面也提到了 1995-2000 年是日本医药股走出明显独立走势的一段时间，如果仔细分析的话，靠的主要是创新药（可以比较上面两张图）。

图表6：日本创新药上市公司指数走势（以 1995 年为基数）

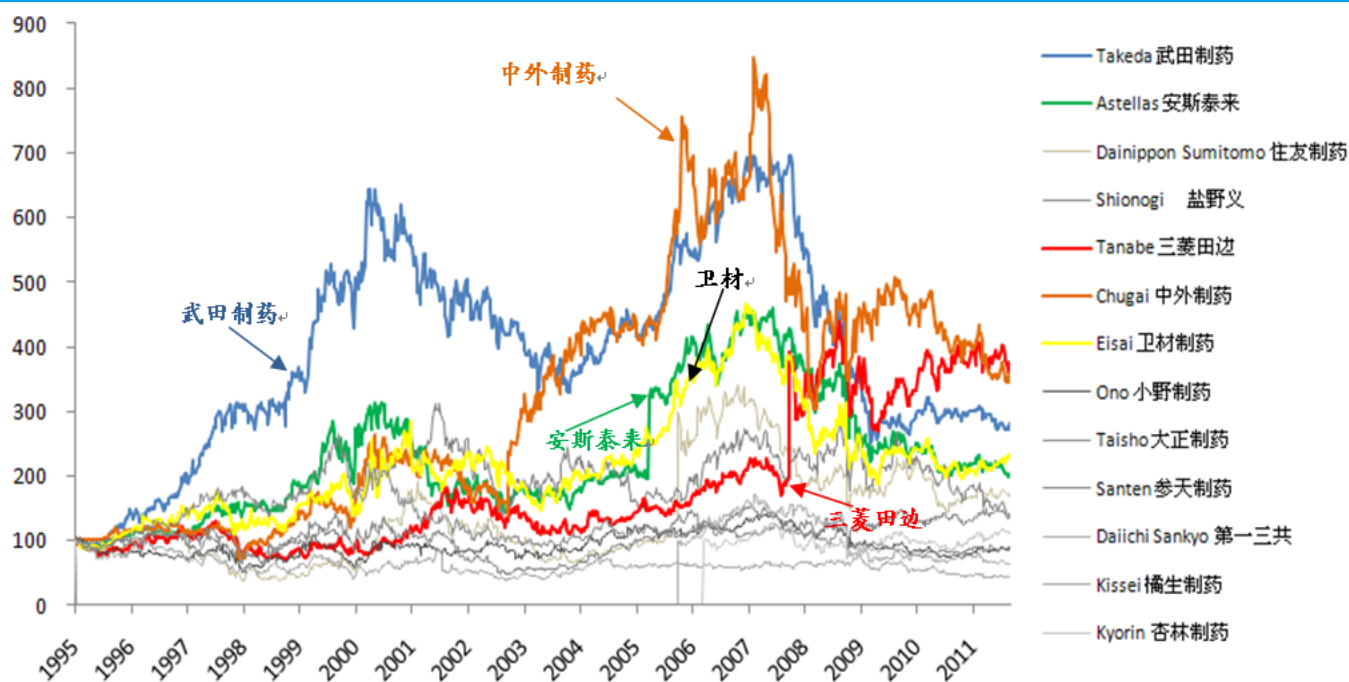


来源： Bloomberg、国金证券研究所

稳定的利润增长是创新药企业表现优异的关键

- 虽然创新药整体优异，但不同新药企业之间由于发展战略和基本面的差异，股价走势差别很大。从过去 15 年医药股的走势当中可以看出，武田制药、安斯泰来、卫材制药、三菱田边和中外制药股价表现亮眼。

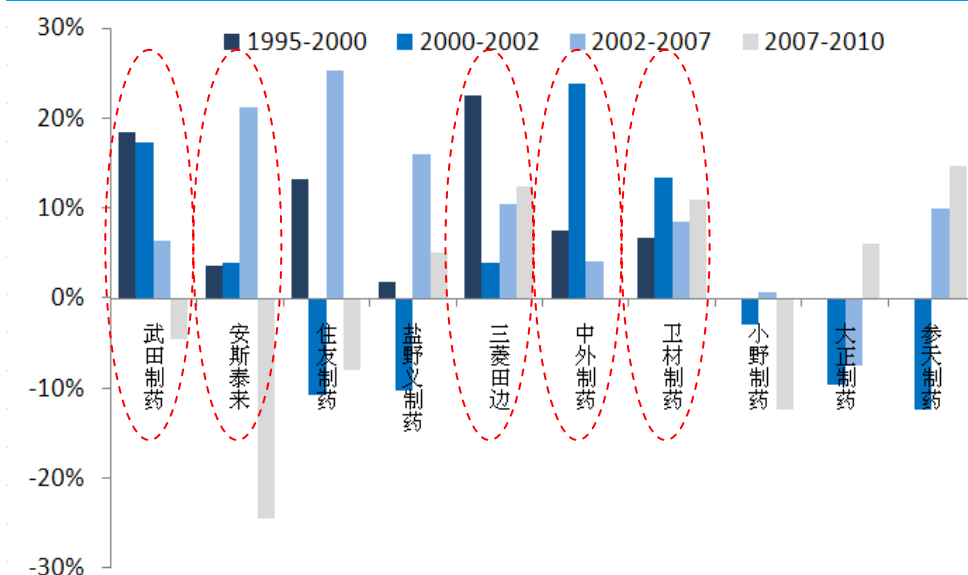
图表7：日本主要创新药上市公司历史股价图



来源：Bloomberg、国金证券研究所

- 医药股作为成长股，其盈利的稳健成长性投资决策的核心。从这些制药企业不同阶段的营业利润复合增长率对比中，可以看到这些股价表现亮眼的企业，都具有比其他标的更加稳健的利润成长性。这解释了其受到市场厚爱的直接原因。

图表8：日本主要创新药上市公司营业利润增速复合增长率



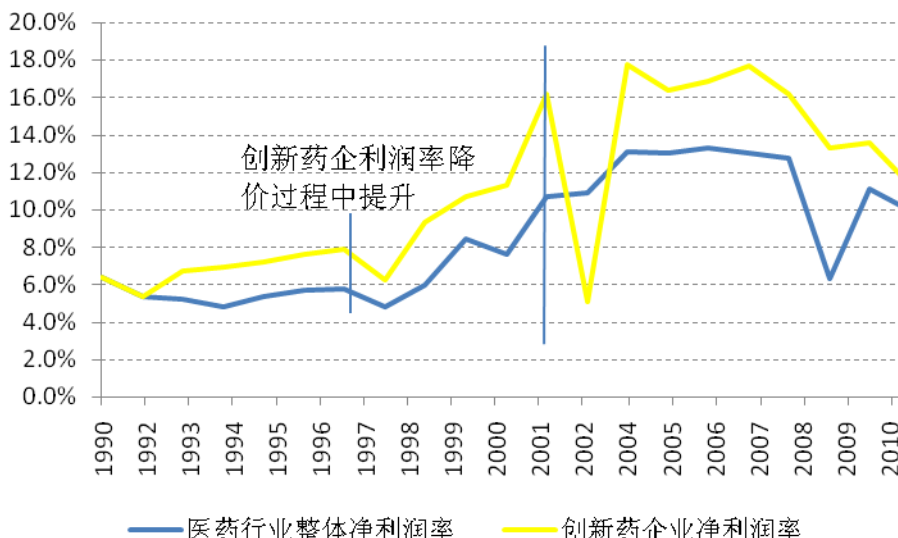
来源：公司年报、国金证券研究所 注：中外制药复合增速采用 1996-2000、2000-2003、2003-2007

- 利润的稳定增长是重要因素，直接影响股价，但并非投资选股的领先指标。那么决定利润增长的可预判的指标是什么呢？我们翻阅的大量日本报告，我们为投资者总结出几个投资创新药企业选股核心要素：**持续的新药上市、及时的国际化。**

创新药投资核心要素 1: 持续的新药

- 本土化发展需要依靠持续培育上市新药。在日本国内市场整体受降价影响增长缓慢的情况下，只有新药突破能够为本土企业带来增长空间。从财务指标上看，新药能够带来利润率的提升。

图表9: 日本创新药企业净利润率统计



来源: Bloomberg、公司年报、国金证券研究所

- 从武田制药、三菱田边和中外制药的股价图中可以看出，重磅炸弹级创新药的上市和预期是股价最大的催化剂。
 - 武田制药作为日本创新药企业的领军者，于 1992 年上市兰索拉唑，1997 年上市砍地沙坦，1999 年上市吡格列酮，重磅炸弹级新药的连番上市使得武田制药的股价在 1995-2000 年期间大幅超越板块。
 - 中外制药于 2003 年被制药巨头罗氏控股，在全球形成了罗氏/基因泰克/中外制药的集团。中外制药借此先后在日本上市了罗氏旗下的贝伐珠单抗、卡培他滨、派罗欣等新品种，并获得了众多罗氏新药在日本的开发销售权，股价也受此刺激爆发式增长。
 - 三菱田边通过近年来在新药英利昔单抗药物上的耕耘，实现收入的快速增长。公司于 2010 年授权诺华制药上市治疗多发性硬化症新药芬戈莫德（诺华预测全球销售将达 110 亿美元），并有望在近期上市丙肝新药替拉瑞韦（市场预期全球销售可达 40 亿美元），成为日本创新药企业的最大亮点。

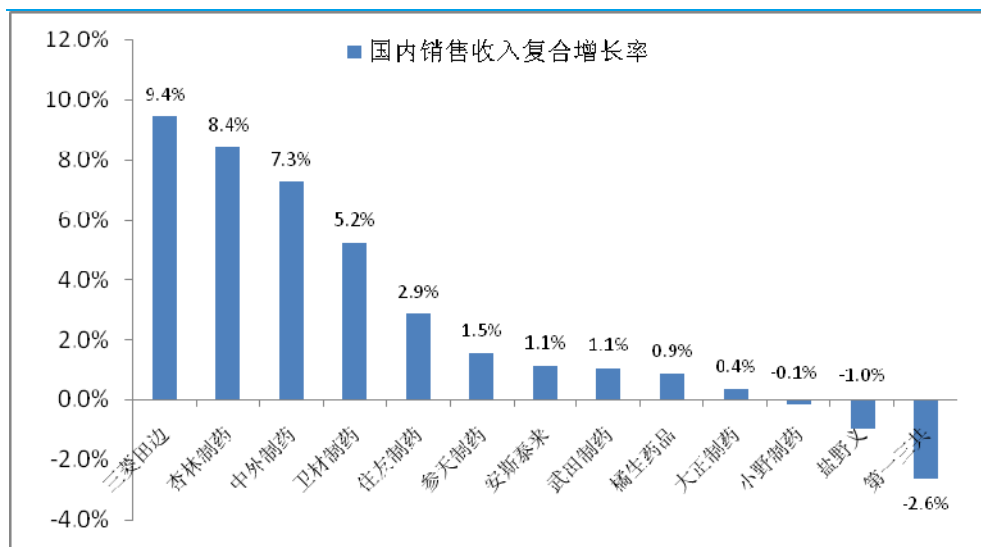
图表10：日本主要创新药上市公司历史股价与重点新药上市



来源：Bloomberg、公司年报，公司网站，国金证券研究所

- 从销售收入增速来看，持续有新药上市的三菱田边、中外制药国内销售收入增速领先行业平均。

图表11：2001-2010 年国内销售收入与复合增长率统计



来源：Bloomberg、国金证券研究所

- 与新药上市相对立的就是专利到期。专利到期阴影笼罩，创新药企业波动周期不能忽视。重磅炸弹原研药的专利到期风险对股价的承压巨大。武田制药的股价从 2007 年开始大幅跑输板块甚至其他创新药企业，正是由于其重磅炸弹级原研药 Leuplin 和 Actos 即将到期，而同时上市新药乏善可陈所造成的。

图表12：四大创新药企业专利到期与新药上市时间表（2007 年预测）

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Takeda 武田制药	专利到期	Leuplin专利到期			Prevacid专利到期		Actos专利到期		Leuplin/Biopress 专利到期	Biopress专利到期
	Enbrel上市	Amitiza上市			Rozemem上市 TAK-242上市 TAK-390MR上市 TAK-475上市		三个P-2上市			五个P-1上市
Astellas 安斯泰来	专利到期	Harnal欧洲专利到期		Prograf美国专利到期	Harnal美国专利到期	Prograf专利到期	Lipitor 核心专利到期		Protopic专利到期	Lipitor polymorph专利到期
	Mycamine美国上市	Vesicare上市 Vaprisol美国上市 Amevive上市	Celecox上市 Prograf MR上市	YM060上市 YM529上市 T-3811上市 RSD-1235上市	Telavancin上市 CV-3146上市	Luvax复审期结束		FC-2216上市		四个P-1上市
Eisai 卫材制药	专利到期				Pariet专利到期	Aricept专利到期	Aricept专利到期		Aciphex专利到期	
	Actonel上市 Fragmin上市		Careram上市 Inovelon上市	Naheara上市 E-7389上市	Sibutramine上市 E-2007上市	AS-3201上市	E-7389上市 E-5564上市	三个P-2药上市	Six P-1上市	两个P-1药上市
Daiichi Sankyo 第一三共	专利到期	Banan专利到期	Carbenin专利到期	Campto专利到期	Acecol专利到期	Cravit专利到期				
		Urief上市 Plavix上市		Welchol DM上市 CS-747上市 Olmesartan/amlodip ine combo上市	Gracevit上市 Memantine上市		五个P-2上市		CS-747上市	三个P-1上市

来源：Bloomberg、公司公告、国金证券研究所

创新药投资核心要素 2：及时的国际化

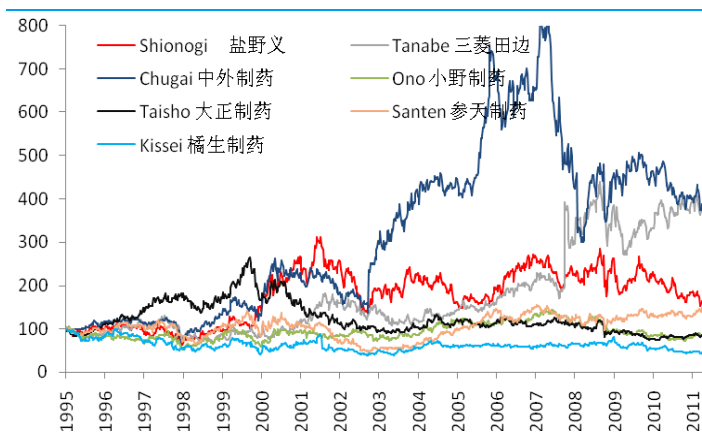
- 我们将日本成功进行国际化的创新药企业与本土创新药企业的股价走势进行分离，发现明显差异。国际化创新药企业的股价图存在两个明显的峰值，并且重心逐步上移。而本土创新药企业，除了被罗氏控股的中外制药，和受创新药利好的三菱田边以外，均长年横盘。

图表13：国际化创新药企业历史股价图



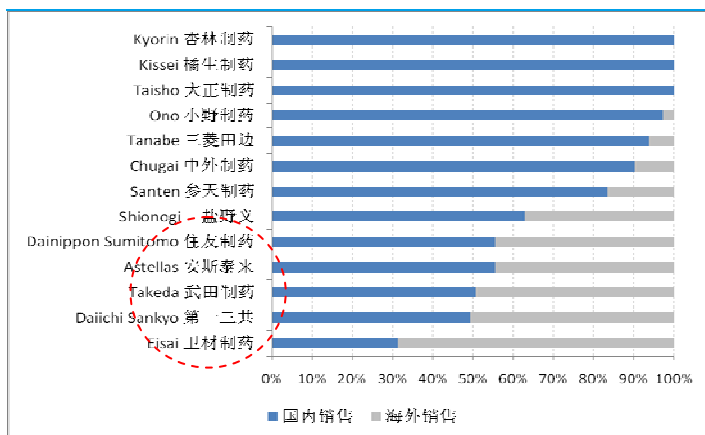
来源：Bloomberg、国金证券研究所（第一三共、杏林制药较晚上市未被列入）

图表14：非国际化创新药企业历史股价图



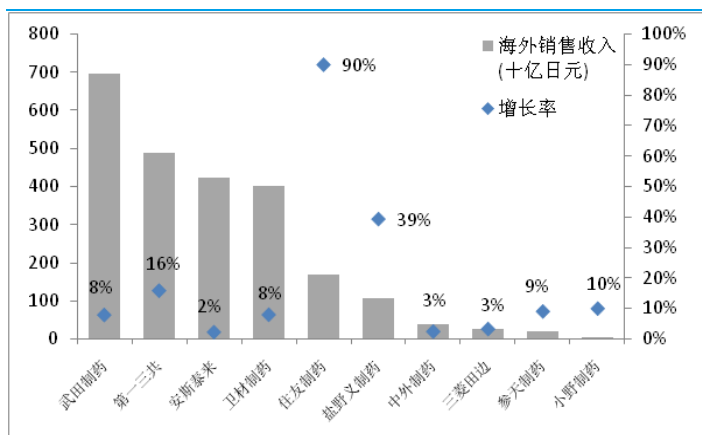
- 目前，武田、安斯泰来、卫材、第一三共等多家制药企业已经成为名副其实的国际制药企业，外海业务增长成为日本这些企业发展的主要动力。

图表15: 13家创新药企业海外销售占比(2010年)



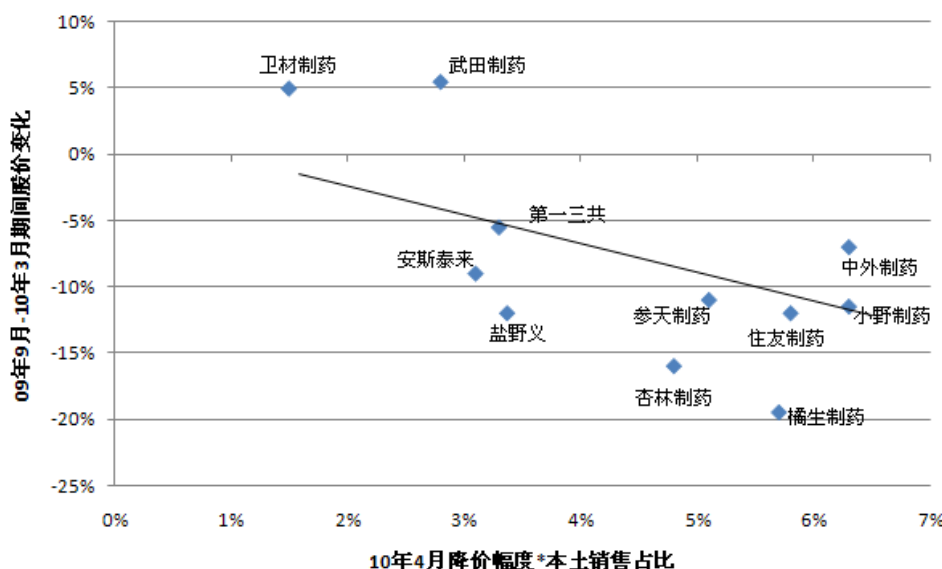
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表16: 2001-2010年海外销售收入复合增长率



- 同时, 扩展海外业务能降低本土降价带来的负面冲击。由于欧美发达国家的药价水平明显高于日本, 较大的海外业务能够支撑日本制药企业的产品价格, 缓解药品降价带来的负面冲击。

图表17: 国际化创新药企业药品2010年降价对股价冲击较小



来源: Bloomberg、MHLW、国金证券研究所

附表: 创新药企业不同阶段估值表

- 最后, 我们列出了创新药企业在市场底部和顶点期间的估值表, 希望能够为投资者的研究提供参考。

图表18：日本创新药企业估值表

代码	公司名称	货币	总市值	EPS					PE					EV/EBITDA				ROE				
				1995	2000	2003	2007	2010	1995	2000	2003	2007	2010	2000	2003	2007	2010	1995	2000	2003	2007	2010
4502 JP	武田制药	JPY	3052060	58.7	135.6	307.6	386.0	377.2	19.4	53.9	14.4	20.0	10.9	28.9	12.0	9.6	4.5	8.1	12.5	18.2	14.1	14.4
4503 JP	安斯泰来	JPY	1436651	122.9	162.4	177.4	244.1	261.8	15.5	34.6	17.4	20.8	12.9	14.6	6.5	8.1	4.4	10.1	9.7	8.9	11.3	11.7
4568 JP	第一三共	JPY	1220209	NA	NA	NA	107.8	59.5	NA	NA	NA	33.5	29.5	NA	NA	7.5	8.1	NA	NA	NA	6.3	4.9
4523 JP	卫材制药	JPY	871907	64.4	38.0	141.2	247.9	141.6	22.2	71.1	15.5	22.8	23.6	13.3	9.1	10.6	8.5	8.5	3.5	10.9	13.2	9.5
4519 JP	中外制药	JPY	868073	10.7	35.5	51.7	73.2	76.1	87.0	54.1	29.8	21.8	19.6	10.5	9.1	16.8	8.0	NA	5.4	11.4	10.4	9.4
4508 JP	三菱田边	JPY	789354	16.6	16.8	33.4	82.4	53.9	38.4	38.0	27.5	19.5	24.5	5.4	7.2	7.8	7.9	3.1	2.8	5.0	9.0	4.6
4507 JP	盐野义	JPY	537589	33.4	37.1	16.7	54.6	115.3	23.1	49.2	96.4	38.8	15.4	16.3	24.7	15.0	8.3	5.8	5.2	2.1	5.4	11.9
4535 JP	大正制药	JPY	514998	NA	147.3	105.8	50.5	68.0	NA	24.0	16.0	42.7	25.0	9.7	6.9	9.7	8.2	NA	12.1	7.3	2.8	3.8
4528 JP	小野制药	JPY	436259	NA	228.1	215.6	302.7	256.4	NA	15.9	17.1	21.8	16.2	4.6	6.6	8.8	8.0	NA	NA	8.3	7.9	7.1
4506 JP	住友制药	JPY	287682	23.8	40.9	38.0	56.9	52.8	35.8	19.8	22.8	22.1	16.2	7.5	9.1	11.9	8.2	5.0	7.4	5.5	7.6	6.3
4536 JP	参天制药	JPY	253347	NA	83.5	93.7	151.6	220.1	NA	26.3	12.3	20.0	12.7	8.6	7.5	7.9	5.3	NA	8.6	8.8	10.6	14.2
4569 JP	杏林制药	JPY	101179	NA	NA	NA	65.0	118.4	NA	NA	NA	23.0	11.4	NA	NA	NA	4.8	NA	NA	NA	5.0	8.8
4547 JP	橘生制药	JPY	94245	112.2	98.2	39.4	28.9	80.5	25.5	18.8	38.1	70.3	24.1	4.6	8.5	17.0	6.2	NA	5.6	2.0	1.3	3.6

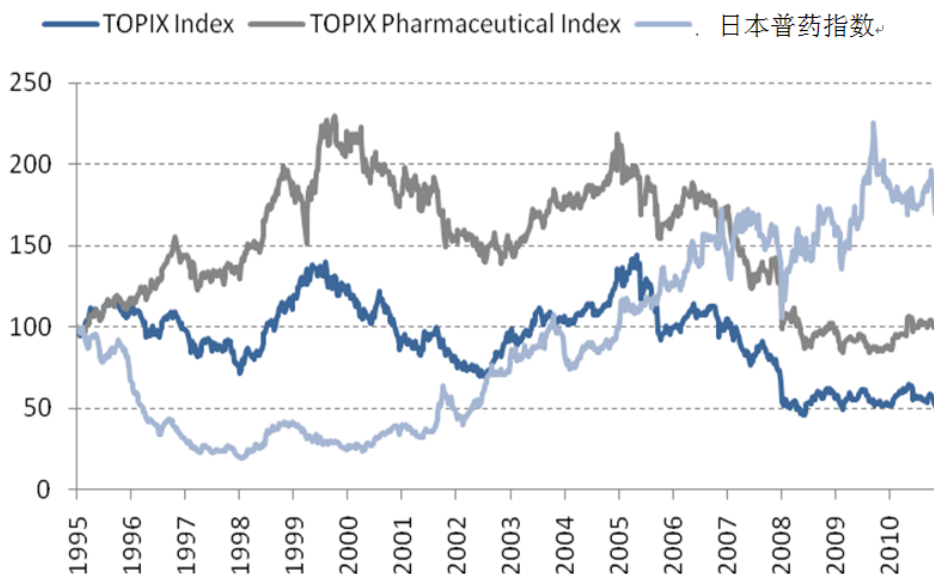
来源：Bloomberg、国金证券研究所 注：总市值单位为百万日元

日本普药投资核心要素：政策、政策、还是政策

不要低估普药个股的机会

- 如果说 1995-2000 年是创新药主导医药的话，2000-2005 年完全是普药的天下。受益于国家对于普药使用的鼓励政策以及原研药专利到期潮的利好，使得日本普药板块走出了一波独立行情，实现完美救赎。

图表19：日本普药上市公司指数走势（以 1995 年为基数）



来源：Bloomberg、国金证券研究所

普药投资的核心要素 1：政策推动

- 在上篇报告中，我们提到日本政府注意到普药低廉的价格和极低的使用率，最终于 2002 年开始颁布政策鼓励普药的使用。

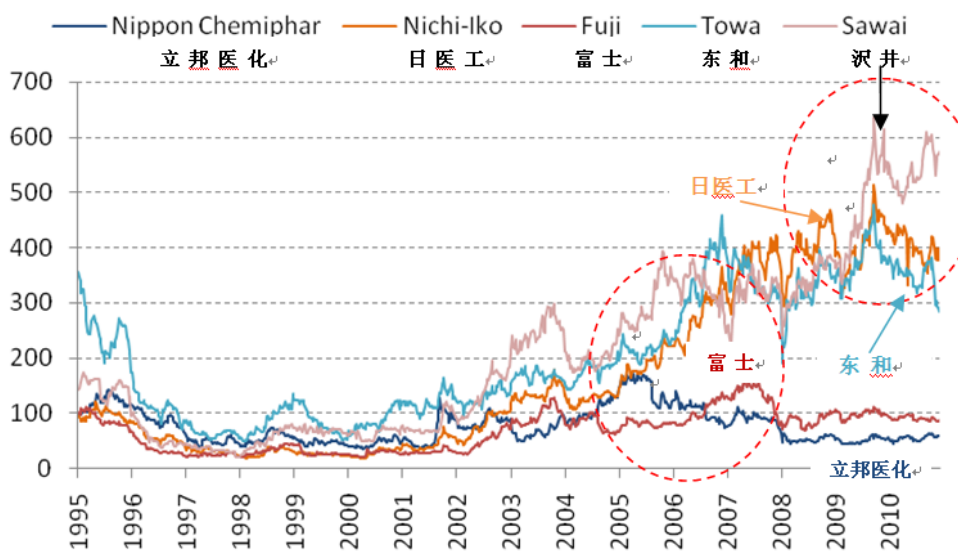
图表20: 日本仿制药激励政策统计

年份	政策措施	细节
2002	引进激励机制	四月NHI价格改革后推出三个激励措施: 1. 医生给外部药店开仿制药处方将获得2% (20日元) 的奖金。 2. 药房分配仿制药将获得2%的奖金 3. 药房推荐病人使用仿制药将获得2%的奖金。
	MHLW向国有医院与疗养院发布通知以推动仿制药的使用	六月, MHLW就仿制药的使用发布了一则通知。要点如下: 1. 反思对于原研药的偏好, 以及限制部分原研药使用的必要性 2. 考虑可使用的仿制药的使用范围。 3. 考察其他国有医院内仿制药的使用情况 4. 考察以仿制药替代昂贵原研药的可行性
	设定政府负担老年人使用仿制药费用的10%	十月起, 70岁以上老人使用仿制药的费用, 政府将共同支付10% (对于高收入老年人则提高至20%)
2003	引入DPC支付制度	四月起在82家较先进医院内引入DPC支付制度。 三家私立医院在四月引入DPC支付制度, 59家医院从七月份起以试运行方式实施DPC制度。 通过加强对医院成本控制的意识, 间接推行仿制药。
	提高政府对主险的支付比例至30%	四月起, 将政府在主险中的支付比例由20%提升至30%。 将仿制药的10%支付比例扩展至所有老年人, 从而使得相对便宜的仿制药更具吸引力。
2004	国有医院与疗养院成为独立行政机构	四月份起, 国有医院与疗养院成为独立行政机构。 通过加强这些机构对医院成本控制的意识, 间接推行仿制药。
2006	修订正式处方表格	四月起, 在授权使用处方药的表格前加入复选框。
	降低社会保障支出的自然增长	2006年推行的经济与财政改革要求在未来五年内将社会保障支出的自然增长缩减1.1万亿日元 (即每年2200亿日元)。
2007	政府提出2013年的仿制药市场份额目标为30%	2007年推行的经济与财政改革要求在2013年, 仿制药的市场份额达到30%。
2008	修订正式处方表格	四月再次修订处方表格。
	推行分配仿制药的激励机制	四月, NHI推行的价格改革中包括了对药店分配仿制药的激励机制。
	医生与药剂师被允许在可替代原研药的地方使用仿制药	四月, 医药管理条例促进仿制药的使用。

来源: MHLW、国金证券研究所

- 鼓励普药使用的政策出台后, 相关普药企业的股价全部应声上涨。从历史股价图可以看到, 在政策颁布的前两年, 普药上市公司的股价普遍上涨, 分化并不明显 (2002、2003 年)。但由于政策推进速度缓慢, 股价的上涨并没有获得业绩的兑现, 于是在 2004 年板块出现整体性回调。

图表21: 日本主要普药上市公司历史股价图

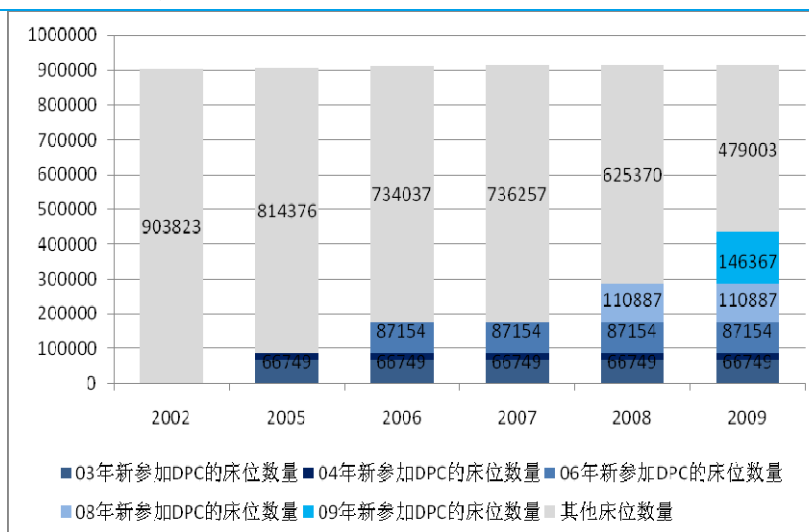


来源: Bloomberg、国金证券研究所

普药投资的核心要素 2: 企业准备是否充分

- 从 2005 年开始, 随着参加 DPC 支付制度 (按诊断症候群分类综合评价 “Diagnosis Procedure Combination”, 详细内容见专题二) 的医院逐步增加, 普药开始放量, 部分普药企业的业绩增长开始得到兑现。

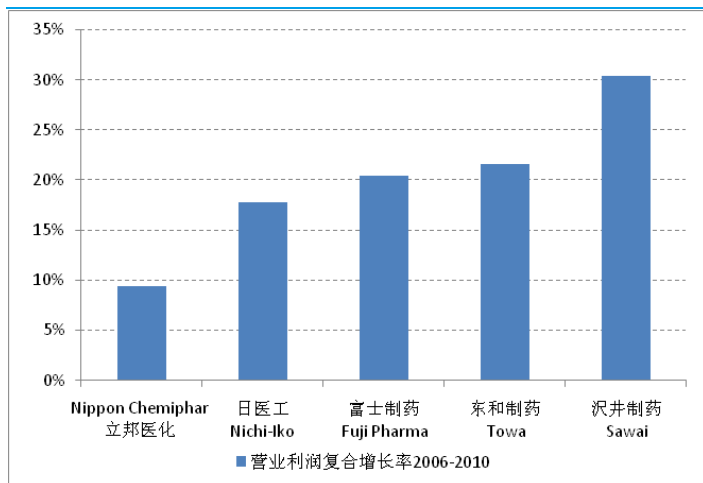
图表22：日本医院参加DPC支付制度的床位数统计



来源：MHLW、国金证券研究所

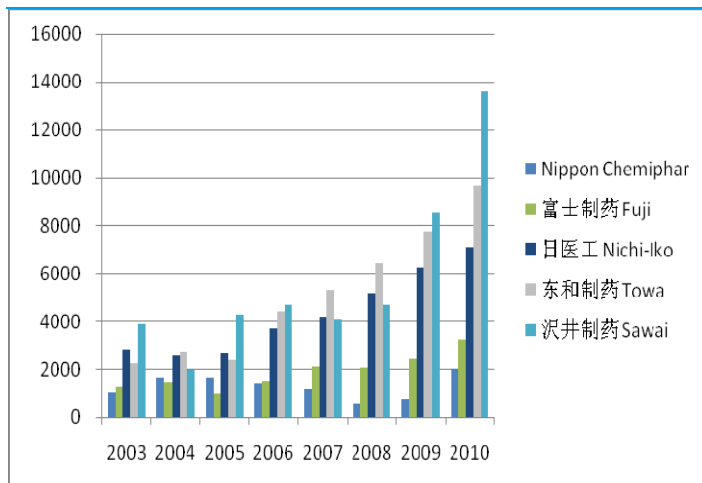
- 根据对政策利好的受益程度不同，普药公司的股价也随之分化（2005年）。沢井制药、东和制药与日医工制药成为行业领头羊，股价表现突出。
- 另外两家普药企业富士制药和立邦医化股价表现差强人意。主要原因是富士制药的产品只聚焦在妇科泌尿道造影剂、激素药物等少数细分市场，不具有普药品种的规模效应。而立邦医化由于约50%的销售收入来自于品牌药，而这块业务由于药品降价近年来销售下滑明显，抵消了普药业务的高速增长，也抑制了股价的增长。

图表23：日本普药企业营业利润增速



来源：公司公告、MHLW、国金证券研究所

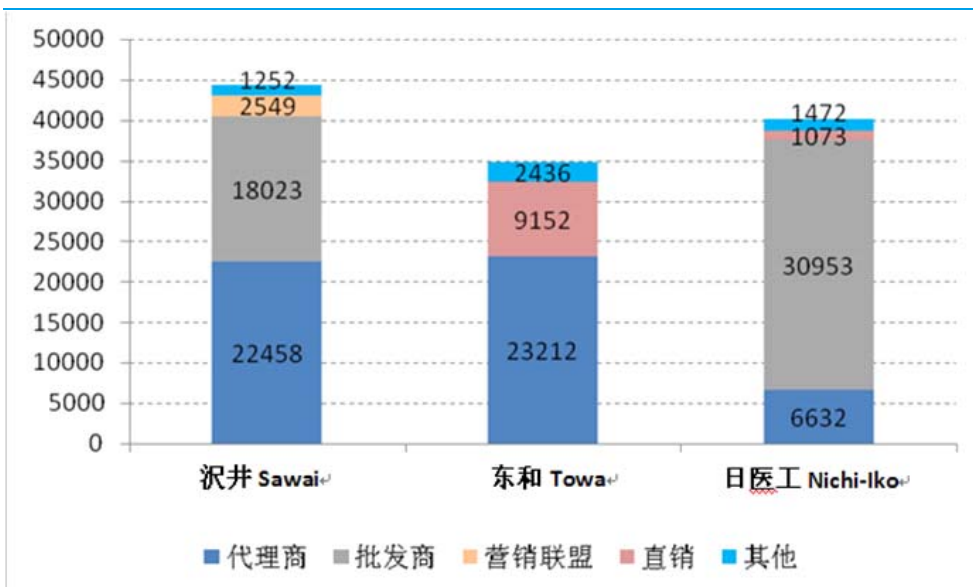
图表24：日本普药上市公司营业利润（百万日元）



- 除了品种和规模以外，渠道能力也是决定普药企业能否分享政策红利的关键。2009年开始，随着普药使用在日本医院及医保药店的全面铺开，普药企业的销售渠道的深度和广度成为发展的关键因素。在日本销售渠道被主要分为代理商制、批发商制、直销制以及营销联盟制等。
- 代理商一般指某些区域具有稳固的销售网络，但覆盖区域较为局限；
- 批发商指具有全国销售网络的医药物流企业，这些企业和全国范围内的大型医院保持良好的业务往来，覆盖面更加广泛；
- 直销模式是企业利用自己销售和物流团队经营药品销售，更加适合专利药或者品牌药。

- 沢井制药在 2000 年初是一家以代理商模式为主的普药企业，在 2003 年国家颁布一系列普药鼓励政策之后，公司意识到销售渠道广度对于抢占高增长市场的重要性，着手建立批发商销售渠道。
- 经过多年的努力，沢井依已经建立起代理商和批发商渠道平衡的销售模式，公司在普药行业成长之初通过代理商精耕市场，待 DPC 医院遍地开花，便利用已经成熟的批发商渠道快速抢占市场，厚积而薄发！

图表25：三大普药企业销售收入按渠道划分



来源：公司公告、国金证券研究所

附表：普药企业不同阶段估值表

- 最后我们将日本普药企业在市场转折点的历史估值成列如下，供投资者参考。

图表26：日本五大普药企业估值表

代码	公司名称	货币	总市值	EPS					PE					EV/EBITDA				ROE				
				1995	2000	2003	2007	2010	1995	2000	2003	2007	2010	2000	2003	2007	2010	1995	2000	2003	2007	2010
4555 JP	沢井制药	JPY	120688	110.2	90.6	140.8	157.7	317.3	NA	16.2	16.7	30.6	19.2	7.4	6.5	10.3	8.9	NA	7.2	9.2	6.9	11.8
4541 JP	日医工	JPY	95472	1.7	8.6	83.0	85.8	122.5	391.3	17.0	11.2	27.6	23.9	15.8	10.4	13.4	11.1	0.6	NA	62.2	24.8	17.2
4553 JP	东和药品	JPY	81825	NA	NA	NA	151.3	268.1	NA	NA	NA	24.7	17.8	NA	NA	13.2	7.8	NA	NA	NA	8.1	11.5
4554 JP	富士制药	JPY	20592	61.2	30.5	64.6	92.7	151.1	27.0	12.1	19.8	23.6	10.6	NA	1.3	7.0	4.2	13.7	4.7	8.1	8.8	11.4
4539 JP	Nippon Chemiphar	JPY	11975	NA	0.4	-17.9	9.6	7.1	NA	679.1	NA	67.0	36.6	27.0	14.5	19.4	12.7	NA	NA	-14.2	5.4	3.9

来源：Bloomberg、国金证券研究所 注：总市值单位为百万日元

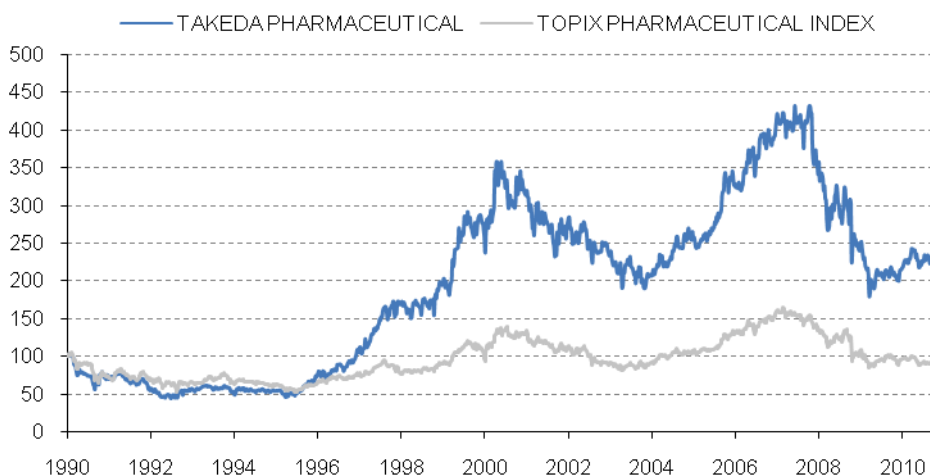
日本医药牛股案例分析

- 严格的药品价格管理政策并没有妨碍日本市场出现快速增长的医药白马。我们选取了 2 只具有代表性的日本医药白马，为投资者展示在严格药品价格管制下的选股逻辑。

案例分析：武田制药——研发创新和国际化制药企业的典范

- 武田是日本最大的制药企业，是日本原研药企业的代表。武田制药的业绩主要受益于上世纪 90 年代上市的几大重磅炸弹新药，以及其良好的全球化战略。公司顺利摆脱了日本国内药品价格管理的阴影，股价持续走强。直到 2008 年其主力产品专利到期，才使得股价出现了下跌。

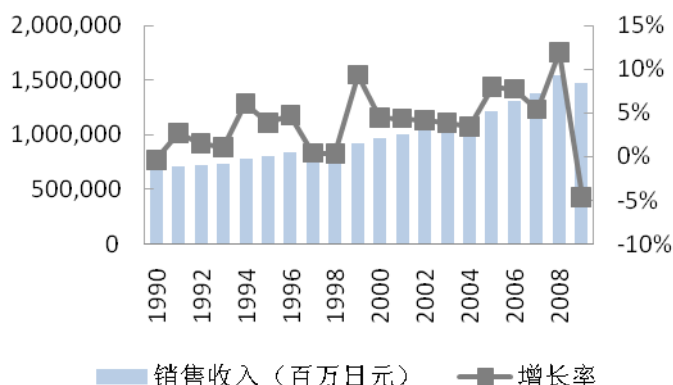
图表27：武田制药相对医药板块走势统计（以1990年为基数）



来源：Bloomberg、国金证券研究所

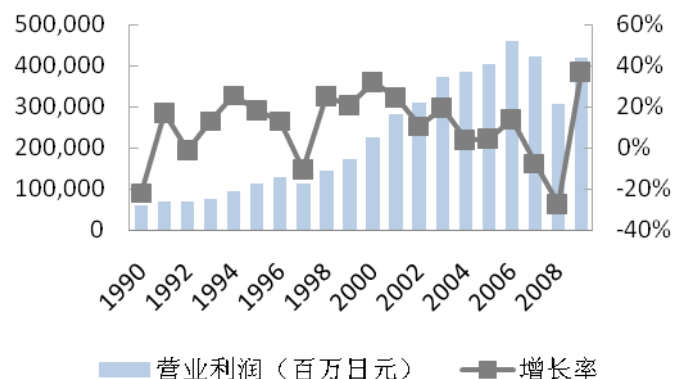
- 武田创立于 1781 年，2009 年武田制药实现销售收入 1.46 万亿日元，净利润 2977 亿日元。

图表28：武田制药历年销售收入（百万日元）



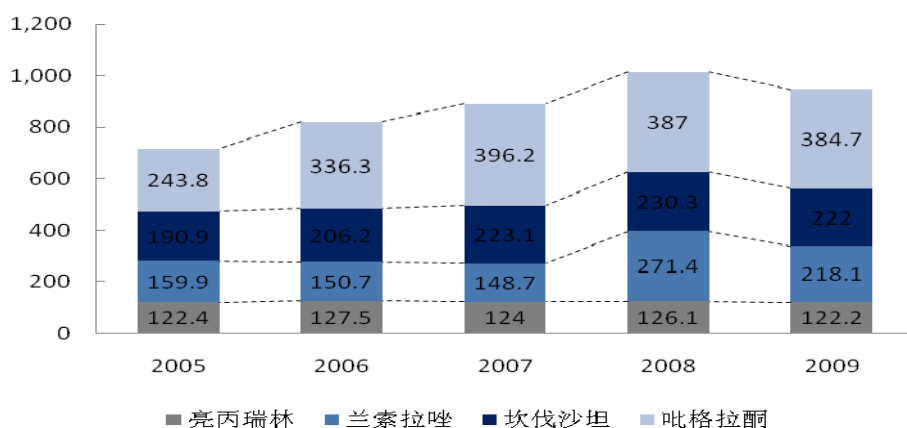
来源：公司年报、国金证券研究所

图表29：武田制药历年营业利润（百万日元）



- 武田制药拥有众多重磅炸弹级的专利药，其中兰索拉唑(lansoprazole, Prevacid)销售收入 2181 亿日元，亮丙瑞林(leuporelin, Leuplin)销售收入 3847 亿日元，坎地沙坦(candesartan)销售收入 2220 亿日元，吡格列酮(pioglitazone, Actos)销售收入 1222 亿日元。

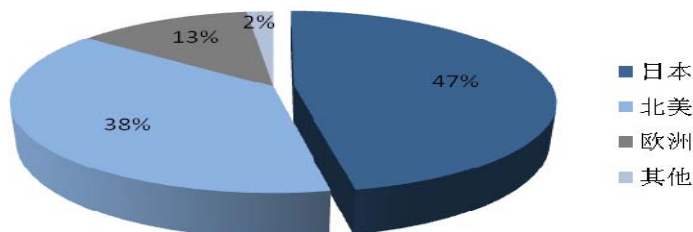
图表30：武田制药主要产品销售收入（十亿日元）



来源：公司年报、国金证券研究所

- 公司 20 世纪 60 年代开始拓展海外业务，目前已经成为了一家世界级的制药企业，销售规模排名世界第 15 名。公司在日本、美国和欧洲先后建立研发中心，营销网络遍及欧洲、美洲、亚洲的主要国家，药品销售到全球 90 多个国家地区。

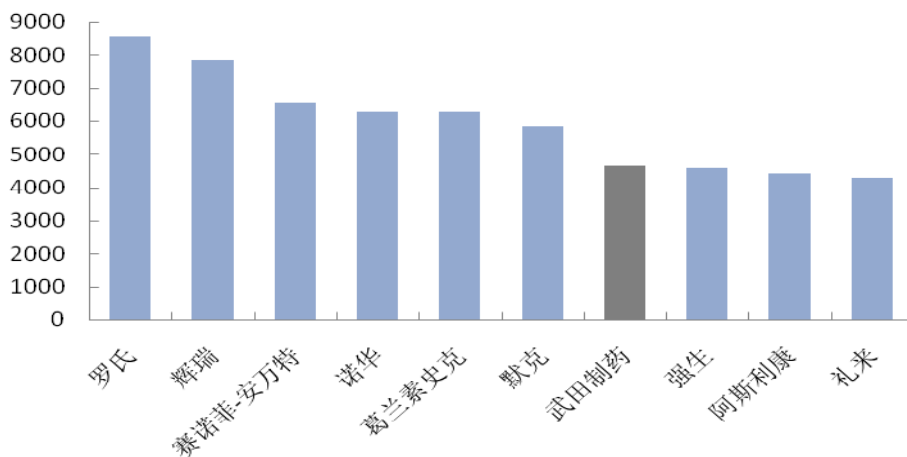
图表31：武田制药 2009 年销售收入按地区分类



来源：公司年报、国金证券研究所

- 作为一家以新药研发立本的制药企业，武田制药近年来不断加大研发投入力度。2008 年其研发投入创下历史性的 4530 亿日元，占总销售收入的 29.2%。在 2008 年美国《制药管理者》杂志的统计中武田制药的研发投入排名全球第七。

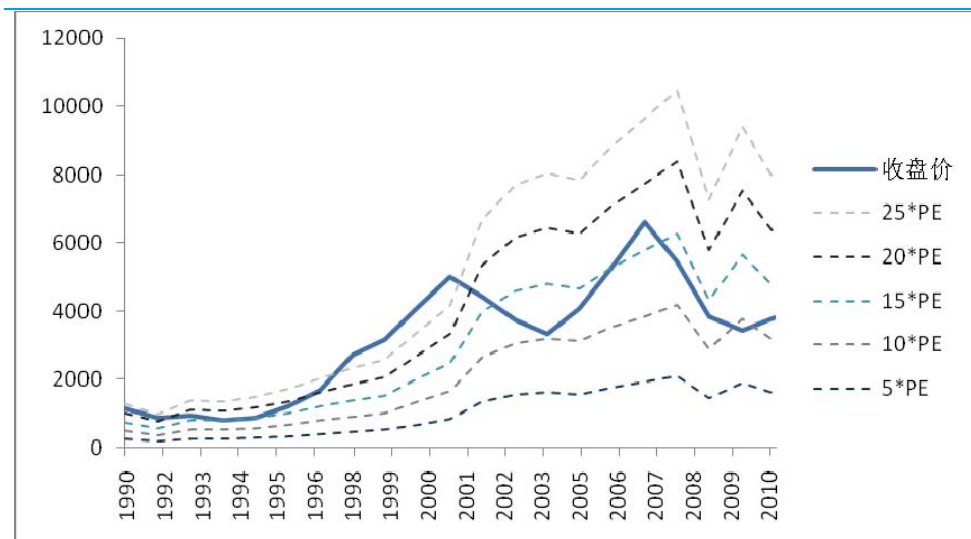
图表32：2008 年世界医药研发投入前十的企业（百万美元）



来源：WHO、国金证券研究所

- 武田制药的历史估值曾经在 1987 年的大牛市当中到达过 100 倍 PE，随后到达过 1994 年的历史低点 15 倍 PE，后又借助新药上市和成功国际化的行业领先优势于 2000 年左右将估值提升至 30 倍，随后由于没有重磅炸弹级新药的补充，估值回落，并大体在 10-15 倍之间震荡。

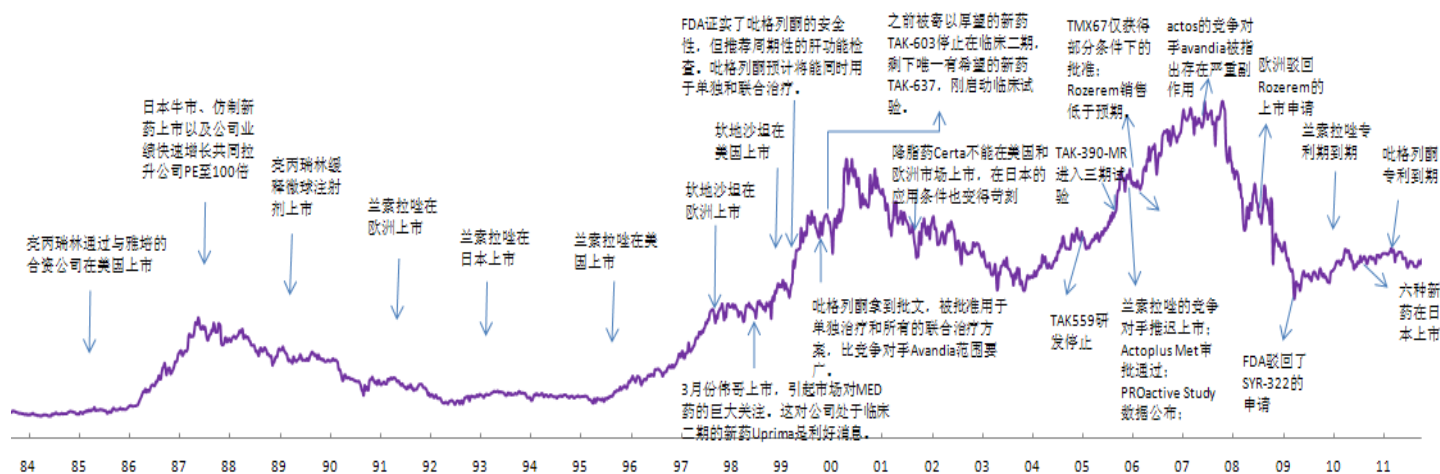
图表33：武田制药 PE BAND



来源：公司公告、国金证券研究所

- 我们总结了武田制药新药研发进程与专利到期的时间表，以及公司其他基本面重大事项的图表，希望投资者从武田的历史中对创新药投资有新的感悟。

图表34：武田制药新药研发进程与专利到期时间表



来源：Bloomberg、公司年报、国金证券研究所

图表35：武田制药收购与投资项目时间表

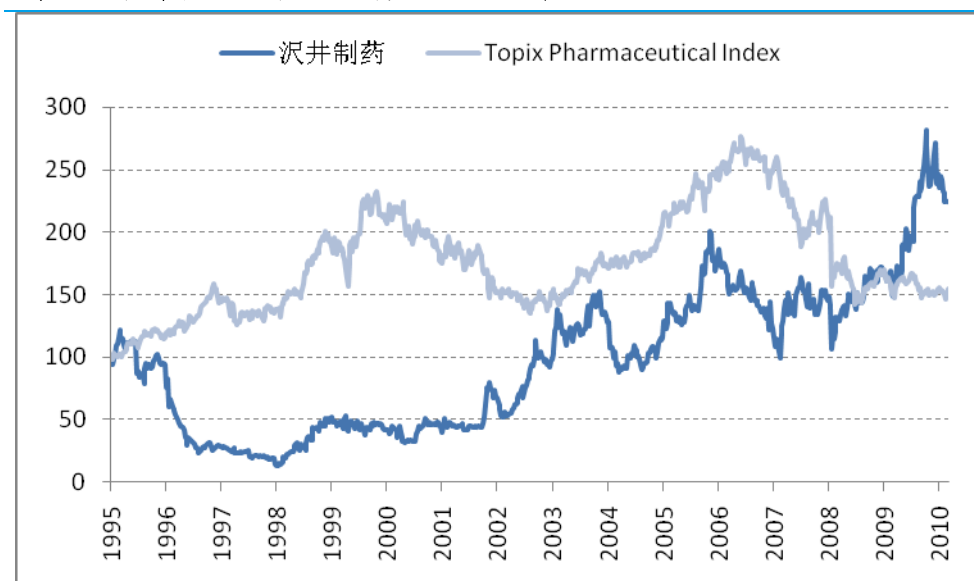


来源：Bloomberg、公司年报、国金证券研究所

案例分析：沢井制药——受益于仿制药激励政策的白马股

- 沢井（SAWAI）是日本的仿制药龙头企业，其股价从 2002 年至今已经持续上涨了 6 倍，远远领先同期的日本医药板块指数。

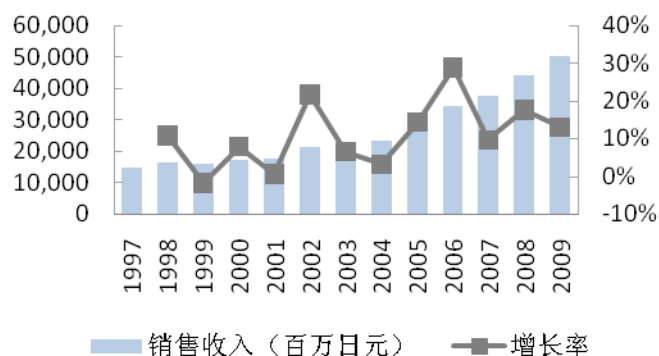
图表36：沢井相对医药板块走势（以 2002 年为基数）



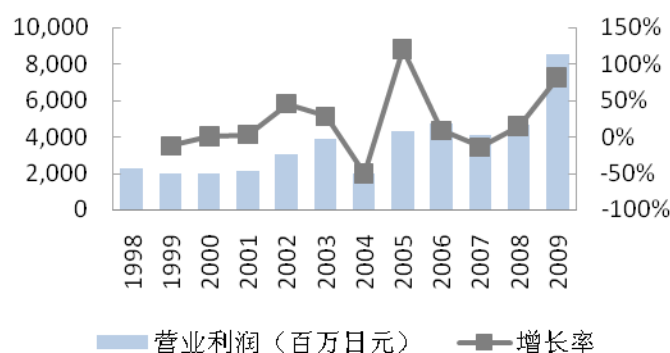
来源：Bloomberg、国金证券研究所

- 沢井是日本拥有仿制药品种最多的企业，目前拥有超过 500 种仿制药品种。2009 年，沢井实现销售收入 5 亿美元，5 年平均复合增长率 16.5%；2009 年实现营业利润 85.3 亿日元，经营业绩大幅提升。

图表37： 沢井历年销售收入及增长率



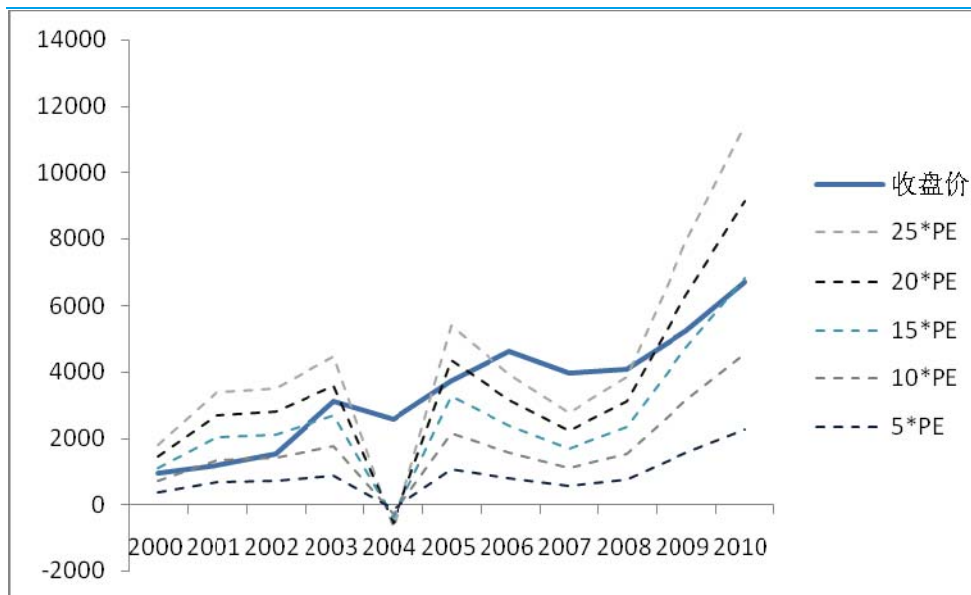
图表38： 沢井历年营业利润及增长率



来源：公司年报、国金证券研究所

- 受益于政府对于普药的鼓励政策，公司的经营环境大幅改善，成为了资本市场的宠儿。
- 沢井强调销售渠道建设，通过投入研发不断扩大产品线，从而做大规模效益。
 - 为主动抓住仿制药鼓励政策带来的市场扩容机会，沢井不但加强面向医院和药房的销售网络建设，从具有覆盖深度的地区医药代理商和具有覆盖广度优势的全国性医药批发商两方面双管齐下，不断拓宽销售渠道，牢牢把握市场发展机遇。
 - 同时，公司大力投入研发，不断拓宽产品线。2009 年沢井的研发费用占销售收入比重约 8%，领先于 Nichi-Iko, Towa, Taiyo 等竞争对手。2009 年，沢井获批通过了 63 种仿制新药。
- 沢井制药在 2000 年以前业绩增长停滞，估值在 10 倍 PE 左右徘徊，直到 2002 年政府出台普药鼓励政策，估值开始提升至 18 倍 PE 左右，之后在业绩仍未兑现的情况下，估值突破 30 倍 PE，近年来随着业绩的兑现，估值逐步回落到 15 倍 PE 的水平。

图表39： 沢井制药 PE BAND



来源：Bloomberg、国金证券研究所

对于我国医药股未来投资策略的启示

- 降价不改医药投资价值;
- 医药股投资立足点是成长性, 而不在于防御性;
- 降价背景下医药投资分化异常明显, 无论是细分行业, 还是个股;
- 具有稳定利润增长的创新药是医药成长性的典范;
- 创新药的投资在于产品梯队, 估值可以适当溢价;
- 政策能给普药投资带来极大弹性;
- 医药牛股, 十年十倍不难!

至此, 我们的日本研究系列: 上篇(基本面)、下篇(市场面)已经完结, 欢迎提供思路, 继续挖掘医药投资深层次的逻辑, 为行业研究做出贡献。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些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，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、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。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B