

2011年11月15日

医药生物

证券研究报告--行业评级报告

业绩稳定增长，医改红利显现

2012 医药行业年度策略

行业评级：强于大市(首评)

医药消费组：俞向兵

执业证书编号：S0890511070001

电话：021-50122496

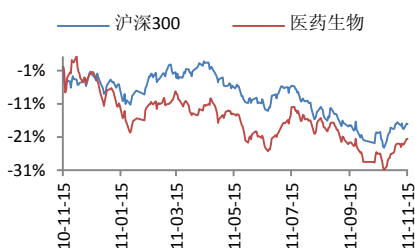
邮箱：

yuxiangbing@cnhbstock.com

联系人：毛雪梅

电话：021-50122432

行业走势图



相关研究报告

- 1 《平平淡淡》，2011.11.02
- 2 《重吟细把真无奈》，2011.09.02

◎投资要点：

◆未来五年医药产业收入依然保持 20%强劲增速。1999-2010 年医药产业收入 CAGR 为 20%，利润 CAGR 为 24%。2011 年 3 季度实现营业收入 10221 亿元，利润 1013 亿元。未来根据政府“十二五”规划，医药产业收入增速依然维持在 20%左右，医药产业总值将达到 30000 亿元。我们认为多项驱动因素将有利医药产业增速得以实现。

◆医疗产品需求的增长和医疗制度红利奠定了医药产业增长的基石。老龄人口的增多，将伴随用药量的增加；肿瘤和心脑血管疾病等慢性病、大病的患病率提高，提高了用药金额；新医改的完成(提高了医疗保险的覆盖率、对居民和农民的医疗补贴和报销比例)，提高了病人的支付能力；生物技术进步以及国家医药产业的支持政策驱动产业成长。

◆投资机会精彩纷呈。未来医药行业投资机会不仅有稳定现金流的医药商业业务和原料药价格恢复带来的机会；更有中药行业的整合，生物医药研发驱动和化学药仿制带来的重大机会。重点推荐康美药业、康缘药业、益佰制药、上海凯宝、恩华药业、瑞康医药和舒泰神。

风险提示：

◆医疗服务成本和医疗服务质量长期的博弈平衡。未来人们追求越来越高的医疗质量，这也将相应带动医疗服务成本的升高。2009 年中国卫生费用占 GDP 为 5.13%。国家通过医药价格管理和药品招标制度进行价格干预，降低成本，控制未来占比过高带来的财政压力。未来这种动态博弈还将贯穿整个医药行业的发展。

重点公司

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E
600518	康美药业	13.87	买入	0.42	0.51	0.67	0.92	33.02	27.20	20.70	15.07
600557	康缘药业	16.15	买入	0.43	0.57	0.71	0.91	37.56	28.33	22.75	17.75
002589	瑞康医药	30.32	买入	0.89	0.93	1.24	1.61	34.07	32.60	24.45	18.83
002262	恩华药业	21.32	持有	0.33	0.46	0.62	0.84	64.61	46.35	34.39	25.38
300204	舒泰神	56.99	持有	1.15	1.28	1.83	2.38	49.56	44.52	31.14	23.95
600594	益佰制药	18.85	买入	0.55	0.73	0.95	1.24	34.27	25.82	19.84	15.20
300039	上海凯宝	25.33	买入	0.71	0.70	0.98	1.27	35.68	36.19	25.85	19.94

正文目录

1. 医药产业收入未来依然保持 20%以上增速	4
2. 医药行业 PE 估值溢价沪深 300PE 估值 182%	6
3. 多项驱动因素支撑医药行业长期发展	7
3.1. 门诊人次和人均医药费用医药行业的晴雨表	7
3.2. 肿瘤、心脑血管等大病、重病的患病率上升提高用药金额	7
3.3. 老龄化人口对医疗的需求支撑医药行业长期发展	8
3.4. 制药技术，各领风骚	9
3.4.1. 化学合成制药技术发展步履维艰	9
3.4.2. 生物制药技术成为未来创新主动力	9
3.4.3. 中药技术的第二次创新	10
3.5. 政策整体支持、区别对待	10
3.5.1. 生物医药国家的战略性新兴产业	10
3.5.2. 医改方案的实施奠定医药行业长期发展的基石	11
3.6. 抗菌药物市场，格局重新分配	12
3.7. 医疗服务成本和医疗质量的长期博弈平衡	12
3.8. 抗菌药物市场，格局重新分配	13
4. 医药子行业和目标公司	13
4.1. 中药行业	13
4.1.1. 康美药业，收入过 100 亿的中药产业链的巨人	14
4.1.2. 康缘药业，现代中药创新型公司	14
4.1.3. 上海凯宝，单品种过十亿元	14
4.1.4. 益佰制药，营销能力推动公司成长	15
4.2. 化学药	15
4.2.1. 恩华药业，专注于精麻药品利基市场的企业	16
4.3. 生物药	16
4.3.1. ST 中源，干细胞技术	17
4.3.2. 舒泰神	17
4.4. 医药商业	17
4.4.1. 医药商业市场规模扩容、集中度提升	17
4.4.2. 医药商业上市公司盈利良好	18
4.4.3. 医药商业掀起收购兼并浪潮	19
4.4.4. 医药商业行业策略及个股推荐	20
4.5. 化学原料药	21
4.5.1. 维生素	22
4.5.2. 抗生素	23

图表目录

图 1 2011 年医药行业指数与沪深 300 涨跌幅	错误！未定义书签。
图 2 历年医药行业指数与沪深 300 涨跌幅	错误！未定义书签。
图 3 医药行业与沪深 300PE 比较	7
图 4 医药行业与沪深 300 溢价率	7
图 5 医药制药业主营收入（亿元）	4

图 6 医药制造业利润 (亿元)	4
图 7 医药上市公司营业收入 (亿元)	5
图 8 医药上市公司净利润 (亿元)	5
图 9 医药生物行业 ROE-整体法 (%)	5
图 10 生物制品子行业 ROE-整体法 (%)	5
图 11 医药器械子行业 ROE-整体法 (%)	5
图 12 中药子行业 ROE-整体法 (%)	5
图 13 医药服务子行业 ROE-整体法 (%)	6
图 14 化学原料药子行业 ROE-整体法 (%)	6
图 15 化学制剂子行业 ROE-整体法 (%)	6
图 16 医药商业子行业 ROE-整体法 (%)	6
图 17 综合医院出院病人人均费用和门诊病人次均费用 (元)	7
图 18 医疗机构入院人数和诊疗人次	7
图 19 人口老龄化	9
图 20 未来中药研发方向	10
图 21 中成药行业主营收入(亿元)	14
图 22 中成药行业利润 (亿元)	14
图 23 化学药行业主营收入(亿元)	15
图 24 化学药行业利润 (亿元)	15
图 25 专利到期的药物的市场规模(亿美元)	16
图 26 到期的药物专利数 (个)	16
图 27 生物、生化制品行业主营收入(亿元)	16
图 28 生物、生化制品行业利润 (亿元)	16
图 29 医药商业销售规模 CAGR 为 17.15%	18
图 30 医药商业行业集中度提升	18
图 31 上市医药商业公司营收 CAGR 为 27.8%	18
图 32 上市医药商业公司净利润近年快于营收增速	18
图 33 上市医药商业公司毛利率下降	19
图 34 上市医药商业公司三项费用率降幅超过毛利率	19
图 35 化学原料药行业营收	21
图 36 化学原料药行业毛利波动较大	21
图 37 化学原料药行业毛利率自 08 年后大幅下降	22
图 38 三项费用率相对稳定	22
图 39 VA 价格相对稳定	22
图 40 VE 价格小幅上扬	22
图 41 VC 生产厂商产能分布 (万吨)	23
图 42 VC 价格屡创新低	23
图 43 7-ACA-酶法价格波动, 跌至低位	24
表 1 1990-2009 年城市居民主要疾病死亡率	8
表 2 1993-2008 年调查地区两周患病率 (‰)	8
表 3 医药行业政策	11
表 4 各国卫生支出占 GDP 的比例 (%)	12
表 5 国内医药商业企业主要巨头收购兼并事件回顾	19
表 6 2010-2011 年 7-ACA 主要生产商产能	23

(本报告共有图 44 张, 表 6 张)

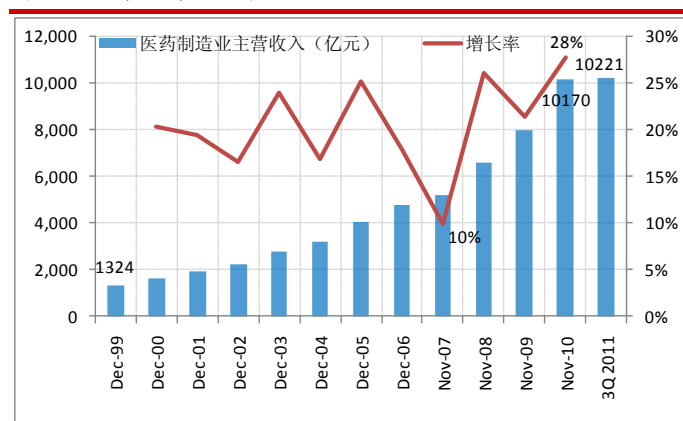
1. 医药产业收入未来依然保持 20% 以上增速

历年医药行业收入和利润稳步增长，只是增速不同。营业收入从 1999 年 1324 亿元增长到 2010 年 10170 亿元，复合增长率 20%。利润从 1999 年 97 亿元增长到 2010 年 1050 亿元，复合增长率 24%。2011 年 3 季度实现营业收入 10221 亿元，利润 1013 亿元。

未来根据政府“十二五”规划，医药产业总值将达到 30000 亿元，平均增速为 20%。以及根据 IMS 和南方所预测，2016 年中国将成为世界第二大医药市场，保持 20% 增速。

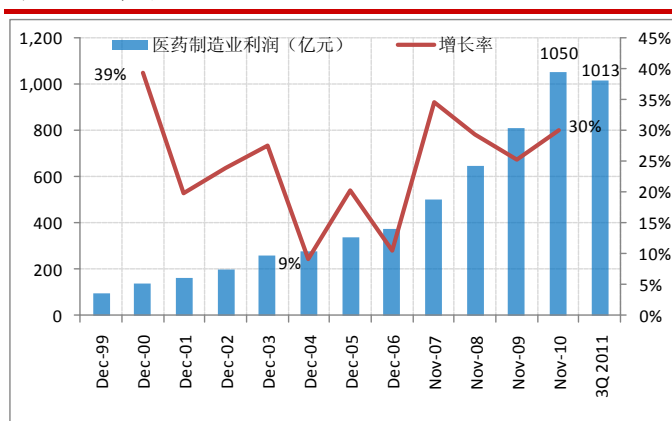
我们相信由于老龄人口增多导致的用药量增大，肿瘤和心脑血管疾病等慢性病、大病的患病率提高，提高了用药金额；新医改的完成（提高医疗保险的覆盖率、居民和农民的医疗补贴和报销比例）提高了病人的支付能力。对医疗产品需求的增长和医疗制度的红利奠定了医药产业增长的基石。

图 1 医药制造业主营收入（亿元）



资料来源：WIND，华宝证券研究所。

图 2 医药制造业利润（亿元）



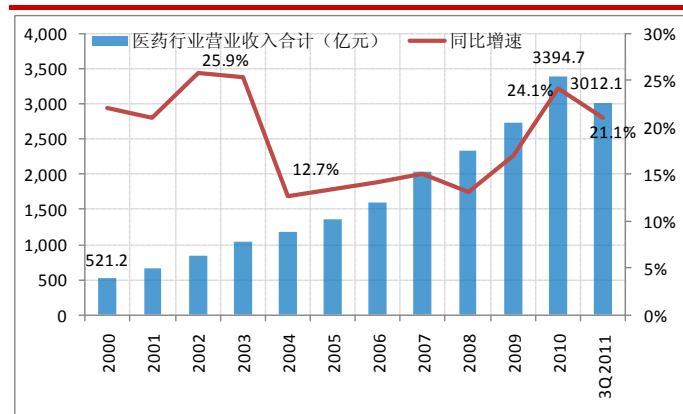
资料来源：WIND，华宝证券研究所。

所有医药上市公司 2000-2010 年收入 CAGR 为 20%，净利润 CAGR 为 22%。2011 年 3 季度营业收入 3012 亿元，同比增长 21%；归属母公司净利润 258 亿元，同比增长 20%。

医药上市公司历年 ROE 逐步改善和提高，从 2006 年 ROE 的 6.15% 上升到 2010 年 15.87%。2008-2009 年 ROE 大幅增长主要是由于 2008 年原料药价格大幅上涨以及 2009 年流感导致疫苗及相关药品利润大幅增长，同时由于医改投入带动终端药品需求增加。

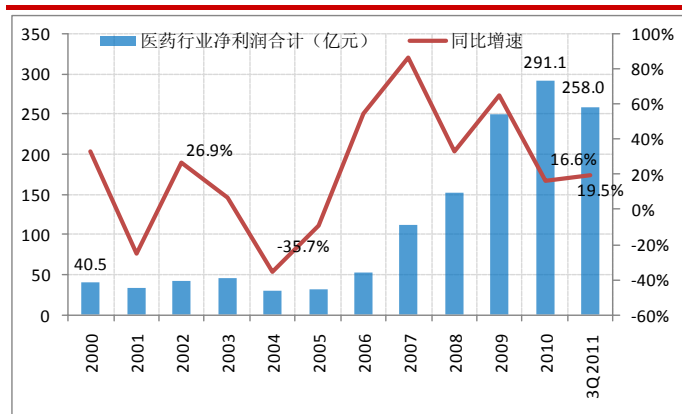
2010 年医药上市公司 ROE 为 15.87%，2011 年 3 季度 ROE 为 10.6%。子行业中医疗器械、中药、化学制剂和医药商业的 ROE 比较平稳。而生物制品和原料药波动比较大，且呈现下降趋势。

图3 医药上市公司营业收入（亿元）



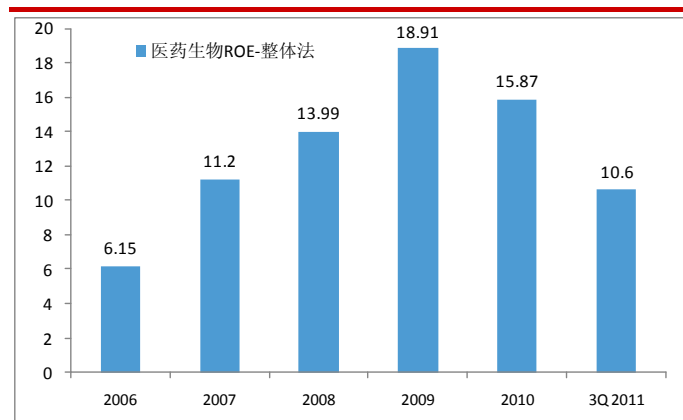
资料来源：WIND，华宝证券研究所。

图4 医药上市公司净利润（亿元）



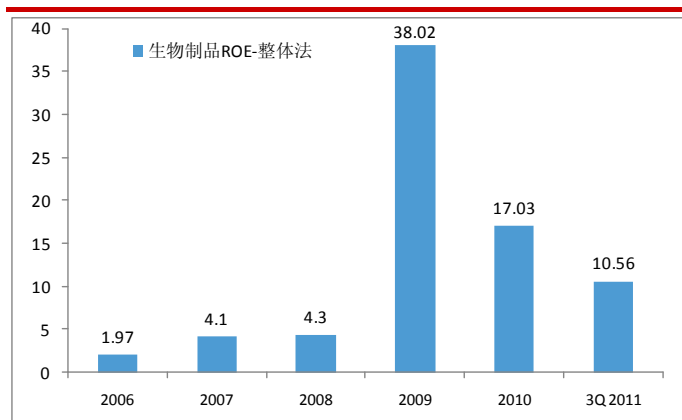
资料来源：WIND，华宝证券研究所。

图5 医药生物行业 ROE-整体法（%）



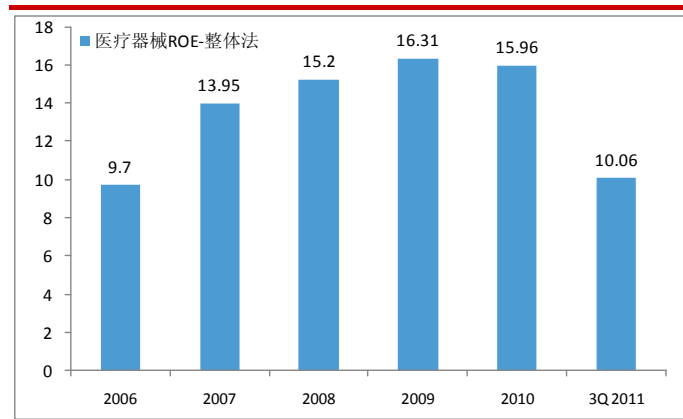
资料来源：WIND，华宝证券研究所。

图6 生物制品子行业 ROE-整体法（%）



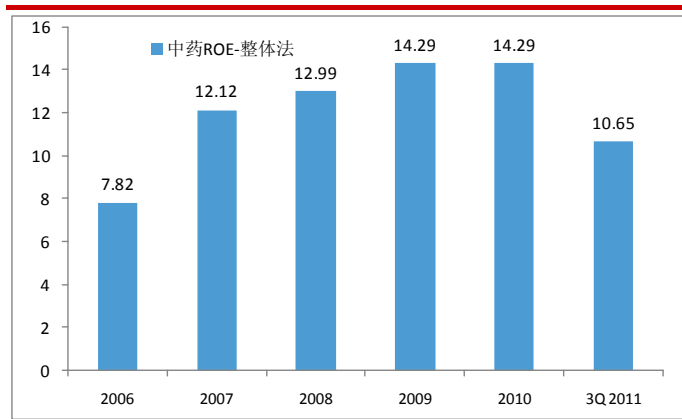
资料来源：WIND，华宝证券研究所。

图7 医药器械子行业 ROE-整体法（%）



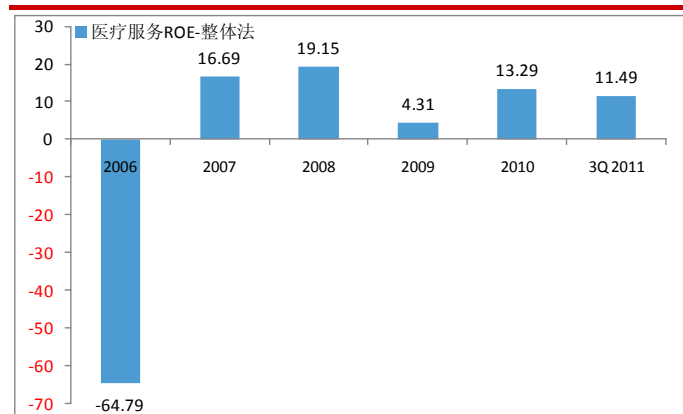
资料来源：WIND，华宝证券研究所。

图8 中药子行业 ROE-整体法（%）



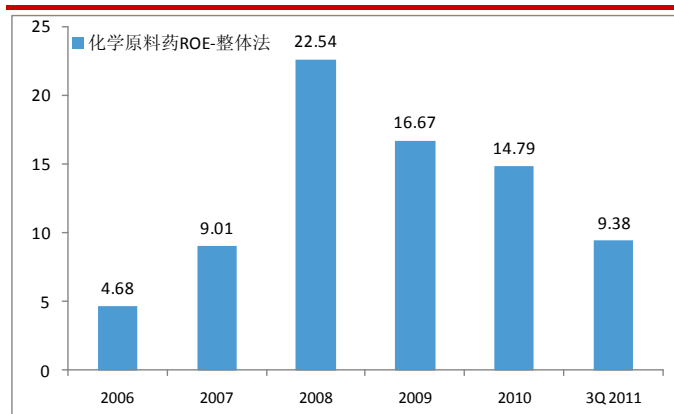
资料来源：WIND，华宝证券研究所。

图9 医药服务子行业 ROE-整体法 (%)



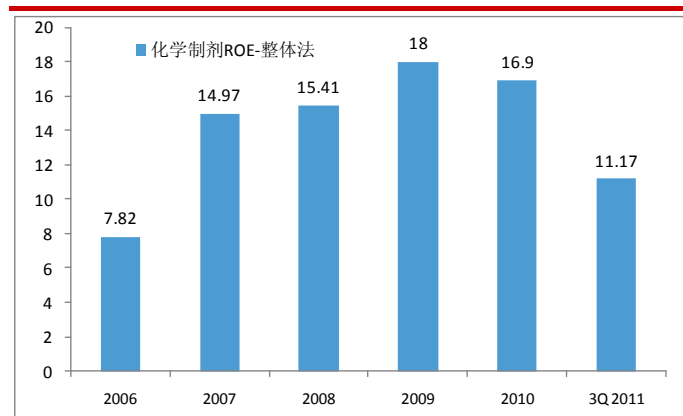
资料来源: WIND, 华宝证券研究所。

图10 化学原料药子行业 ROE-整体法 (%)



资料来源: WIND, 华宝证券研究所。

图11 化学制剂子行业 ROE-整体法 (%)



资料来源: WIND, 华宝证券研究所。

图12 医药商业子行业 ROE-整体法 (%)

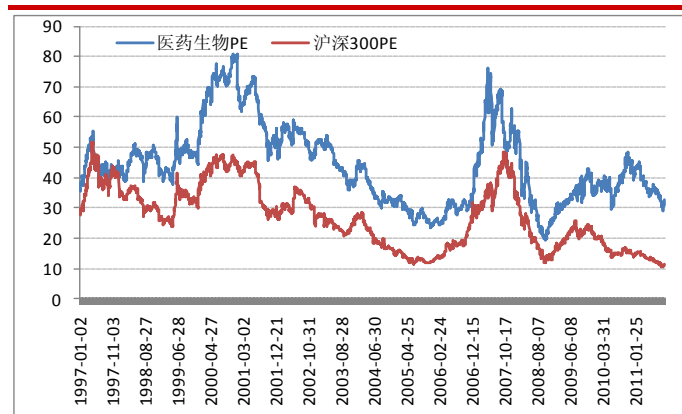


资料来源: WIND, 华宝证券研究所。

2. 医药行业 PE 估值溢价沪深 300PE 估值 182%

按照 TTM 估值, 目前医药行业 PE 为 32 倍, 沪深 300 为 11 倍, 溢价率为 182%, 溢价率维持在高位。未来考虑到中国人口老龄化趋势、生物技术进步、政策支持以及未来医药行业业绩增长和 ROE 的改善和提高, 未来医药行业高估值和溢价会长期维持。

图 13 医药行业与沪深 300PE 比较



资料来源：WIND，华宝证券研究所。

注：采用 TTM、整体法计算

图 14 医药行业与沪深 300 溢价率



资料来源：WIND，华宝证券研究所。

3. 多项驱动因素支撑医药行业长期发展

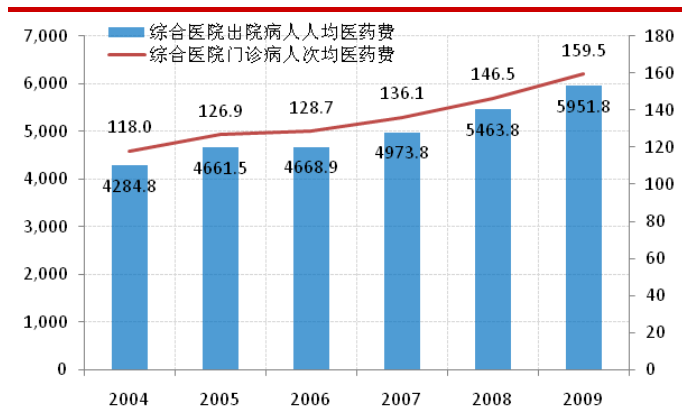
3.1. 门诊人次和人均医药费用医药行业的晴雨表

门诊人次和人均医药费用直接反映了对医药产品的实际消费情况。每年看病人变多，人均医药费用增加意味着医药行业的良好发展。

2004-2009 年医疗机构门诊人次从 39.9 亿人次增加到 54.9 亿人次，入院人数从 6676 万人到 1.33 亿人。综合医院门诊人均医药费从 118 元到 160 元，人均住院费用 4284 元到 5951 元。多年保持连续增长。

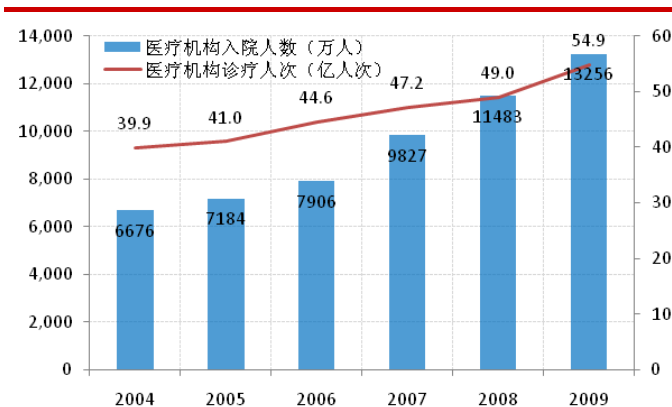
医疗机构门诊人次、住院人数和人均医药费用保持稳步升高，对医药行业业绩形成直接支持。

图 15 综合医院出院病人人均费用和门诊病人人均费用（元）



资料来源：卫生部统计年鉴，华宝证券研究所。

图 16 医疗机构入院人数和诊疗人次



资料来源：卫生部统计年鉴，华宝证券研究所。

3.2. 肿瘤、心脑血管等大病、重病的患病率上升提高用药金额

疾病谱在不同历史时期和区域都不同，也形成了对不同医疗产品的需求。20 世纪初中国主要疾病是急性和慢性传染病，以及营养不良疾病和寄生虫病。21 世纪由于饮食结构变化、环境污染、社会竞争和工作节奏加快，恶性肿瘤、心脑血管疾病和呼吸系统疾病成为中国人主要疾病谱。与美欧发达国家的疾病谱类似。

由于恶性肿瘤治疗费用巨大，心脑血管等慢性病需要终生服药。这些重大疾病患病率上升提高了医疗消费金额。

从城市居民主要疾病死亡率来看，恶性肿瘤、心脏病、脑血管病、呼吸系病一直是排在死亡率的前四位。而恶性肿瘤、心脏病和脑血管病死亡率占比在提高。从调查的患病率来看，循环系统疾病患病率大幅提升，从1993年11.07%到2008年50.28%。

表1 1990-2009年城市居民主要疾病死亡率

疾病种类	2009年		1995年		1990年	
	粗死亡率(1/10万)	位次	粗死亡率(1/10万)	位次	粗死亡率(1/10万)	位次
恶性肿瘤	167.57	1	128.58	2	128.03	1
心脏病	128.82	2	90.10	4	92.53	3
脑血管病	126.27	3	130.48	1	121.84	2
呼吸系病	65.40	4	92.54	3	92.18	4
损伤和中毒	34.66	5	40.57	5	40.43	5
内分泌营养和代谢及免疫疾病	20.33	6	13.79	7	10.19	8
消化系病	16.58	7	19.49	6	23.53	6
其他疾病	10.73	8	7.12	10	7.56	11
泌尿、生殖系病	7.34	9	9.15	8	9.26	9
神经系统疾病	6.89	10	5.06	12	4.99	15
传染病(不含肺结核)	4.42	11	5.01	13	13.44	7
新生儿病	1.44	12	5.08	11	8.81	10
肺结核	1.69	13	4.34	14	7.03	12

资料来源：卫生部，华宝证券研究所。

表2 1993-2008年调查地区两周患病率(%)

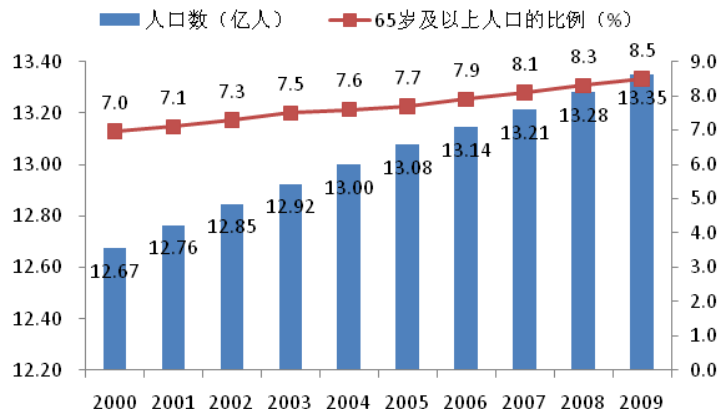
疾病种类	2008年	1998年	1993年
循环系统疾病	50.28	17.15	11.07
消化系统疾病	26.39	22.56	23.33
肌肉、骨骼结缔组织	25.02	10.92	9.51
内分泌、营养和代谢疾病	7.39	2.12	1.34
泌尿生殖系病	6.62	4.22	4.40
损伤和中毒	5.61	4.53	4.33
神经系病	3.38	3.16	3.43
皮肤皮下组织	2.97	2.90	3.60
传染病	2.06	3.54	5.40
眼及附器疾病	1.55	2.51	1.76
血液、造血器官疾病	1.42	1.40	1.62
恶性肿瘤	1.41	0.58	0.53
精神病	1.32	0.79	0.72
良性肿瘤	0.75	0.36	0.38
其他	0.64	0.51	0.17
耳和乳突疾病	0.54	0.59	0.66

资料来源：卫生部，华宝证券研究所。

3.3.老龄化人口对医疗的需求支撑医药行业长期发展

2009 年中国总人口为 13.35 亿，其中 65 岁以上人口比例为 8.5%，按照老龄化社会的标准（65 岁以上人口占比超过 7%），中国从 2000 年就进入老龄化社会。预计到 2040 年，中国老龄人口将有 4 亿人。由于老年人的用药量占其一生用药量的 70%，医药行业长期看好。

图 17 人口老龄化



资料来源：国家统计局，华宝证券研究所。

3.4. 制药技术，各领风骚

3.4.1. 化学合成制药技术发展步履维艰

技术是推动一个行业的最根本动力，历史上化学合成制药技术的进步，推动了制药行业的蓬勃发展，也建立了系统的新药研发模式。即首先根据疾病的病理过程，找到可能的治疗靶点，然后对化合物库里的成千上万的化合物进行筛选，从而确定具有特定化学结构和作用靶点的先导化合物，接着进行结构优化。先导化合物确定后，再进行动物实验和三期临床试验，通过审批获得批文后，最后产品推出到市场。

原有研发模式遭遇巨大挑战。研发一个新药，在美国 60 年代为 1.3 亿美元，到 21 世纪已达 6-8 亿美元，研发周期也延长到 8-12 年。而且新分子化合物发现越来越难。从合成化合物筛选出来可以进入临床试验的淘汰率越来越大，成功率仅为数百分之一到万分之一，进入二期临床还有 4/5 遭淘汰。同时面临高投入未必高回报的尴尬境地。以辉瑞为例，过去十年辉瑞投入 700 亿美元，创新药物销售收入过 10 亿美元只有 3 个。

3.4.2. 生物制药技术成为未来创新主动力

从 1982 年第一个新生物技术药物基因重组人胰岛素上市至今，生物制药只走过了短短 30 年历史。然而传统的化学药研发越来越步履维艰，各大医药公司的研发都显现一定的困境，期待新的方法和决策带来新的希望。生物制药的出现成为医药研发历史上“柳暗花明又一村”。

目前生物技术药物是指应用基因工程，蛋白质工程，抗体工程及细胞工程技术制造用于治疗、预防和诊断的药物，它主要包括治疗性多肽，蛋白质，激素，酶，抗体，细胞因子，疫苗，可溶性受体以及核酸类药物等。在未来几年内，用哺乳动物细胞表达的产品将占统治地位；治疗性抗体将会是生物制药领域的第二次创新高潮；越来越多的分子量

结构复杂的功能蛋白会被开发成生物技术药物；为了改善药物性能，对已批准上市的生物技术药物的化学修饰尤其是聚乙二醇(PEG)化将受到越来越多的关注。

3.4.3. 中药技术的第二次创新

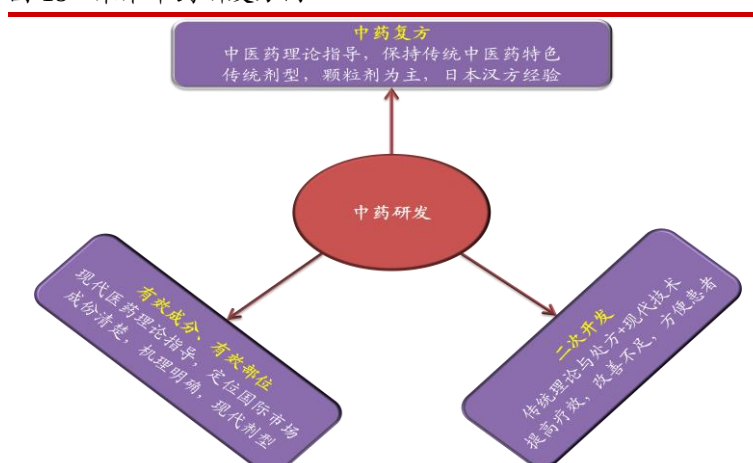
中药研发面临挑战。由于中药有效成分复杂，即便单味中药或复方的有效部位其成分也相当复杂。因此难以用现代制药技术的药理学参数等评价中药的药剂学性质，同时也难以建立现代中药制剂质量控制的指标和方法。

其次成型工艺难度大。对于中药提取物或有效部位，其物理化学性质一般比较复杂，因此给辅料的筛选及制剂处方的设计带来了困难，成型工艺的难度也较大。

最后缺少科学和全面的评价指标。由于成分不完全清楚，每一种成份都进行评价不经济。虽然进行了指标成分的释放度、药物动力学、生物利用度研究，甚至进行了药效学试验，仍难以全面评价。

未来中药的现代化研究开发在三方面获得突破：利用现代化技术将传统的名优方剂发扬光大。如六味地黄丸、麝香保心丸等。以及利用现代医药理论指导，获取药材有效部位，如银杏总黄酮、三七总皂苷、雷公藤多苷等有效部位。最后基于传统名优方剂的二次开发，采用现代化医药技术，开发质量稳定，服用方便的新型中药方剂，如天士力的复方丹参滴丸等。

图 18 未来中药研发方向



资料来源：华宝证券研究所。

3.5.政策整体支持、区别对待

国家对整体医药行业 and 不同子行业，如生物、中药和医药商业，都有明确的支持政策。对研发和创新更是大力支持。

对个别子行业的进行结构调整，未来抗生素行业格局发生变化。

3.5.1. 生物医药国家的战略性新兴产业

生物医药作为国家的战略性新兴产业，到 2015 年医药总产值 30,000 亿元，对化学药、生物药、中药、民族药和医药商业等也分别出台政策加以重点支持。未来国家还将投入 100 亿元，配套资金 300 亿元用于重大新药创新。

表3 医药行业政策

时间	政策	摘要
医药生物行业支持政策		
即将发布	《医药工业“十二五”规划》	到2015年,全国医药工业总产值将达到30000亿元。
即将发布	《生物医药产业“十二五”规划》	主要强调用于重大疾病防治的生物技术药物、新型疫苗、诊断试剂、化学药物等创新型药物品种。
2011年3月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》	培育发展战略性新兴产业,包括生物产业。生物产业重点发展生物医药、生物医学工程产品。支持中药事业发展。
2010年10月	《关于加快医药行业结构调整的指导意见》	重点培育新产品,化学药(20个)、生物药(15个)、中药(50个)、医疗器械(200个销售收入过1000万医疗设备)
2010年10月	《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	大力发展生物技术药物、新型疫苗和诊断试剂、化学药物、现代中药等创新药物大品种,提升生物医药产业水平。
中药行业支持政策		
2009年5月	《国务院关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》	推进中医药继承与创新,加强中医药人才队伍建设,提高中药产业发展水平,加快民族医药发展,推动中医药国际化。
医药商业支持政策		
2011年5月	《全国药品流通行业发展规划纲要(2011-2015年)》	到2015年,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。
民族医药支持政策		
2011年11月	《西藏自治区“十二五”时期藏药产业发展规划》	到“十二五”末,5年后以藏药总产值翻一番。开发3-5个具有自主知识产权的高科技藏药产品;培养2-3家年销售收入超过3亿元人民币的藏药骨干企业;培养藏药中级科研人员220人,高级研究人员50人等。
2010年12月	《全国民族医药近期重点工作实施方案(2010-2012年)》	加强民族医院基础条件建设,在乡镇卫生院和社区服务中心设立民族医科。加强民族医药发掘继承和科研工作等。
2007年12月	《关于切实加强民族医药事业发展的指导意见》	民族医药具有里程碑意义的事件。继续完善藏、蒙、维、傣医师资格考试的同时,开展中医类别中医(朝医)专业和中医类别中医(壮医)专业医师资格考试。
研发技术支持政策		
2011年10月	《国家重点新产品计划支持领域(2012)》	重大疾病防治的生物技术药物、新型疫苗和诊断试剂、化学药物、现代中药。
2011年8月	《国家“十二五”科学和技术发展规划》	围绕生物技术产业重点突破“组学”技术、干细胞与再生医学技术、合成生物学技术、重点发展中药基础理论创新以及中医经验传承。
2011年6月	“重大新药创制”科技重大专项“十二五”计划	创新药物研发、药物大品种技术改造、创新药物研发平台建设、创新药物孵化基地、新药研发关键技术研究。未来5年我国“重大新药创制”专项将获中央财政下拨资金100亿元,配套资金300亿元。

资料来源:华宝证券研究所。

3.5.2. 医改方案的实施奠定医药行业长期发展的基石

2009-2011年的医改,为医药产业长远发展建立了基石。新医改国家投入8500亿元,建立了全民医保、基本药物制度、以及覆盖基层的医疗服务机构。通过医改,国家提高了医疗保险的覆盖率、提高了对居民和农民的医疗补贴,提高了报销比例。这些顶层设计和医疗制度的红利将非常有利于医药行业的长期发展。

医改从 2009 年 4 月 7 日《中共中央、国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》的颁布开始，由李克强亲自领导，投入 8500 亿元资金（中央投 3318 亿，占 39%），计划从 2009 到 2011 年，达到医疗体系初步建成。

到目前，医疗保险覆盖范围达到 12.6 亿人，参合率在 90%以上。对居民医保和新农合补贴从 80 元/人到 2011 年的 200 元/人。职工住院费用报销比例达到 75%，居民住院费用报销比例和新农合费用报销比例达到从 60%提高到 70%。

2011 年，在全国所有政府办基层医疗机构实施基本药物制度，实行零差率销售。

2011 年国家达到每个街道都有一个医疗服务机构，每个村都有卫生室的目标。建立 2177 个县级医院，14700 家社区医疗服务机构，6169 个中心乡镇卫生院和 24250 个边远地区村卫生室。

2011 年，人均基本卫生经费要从不低于 15 元/人提高到不低于 25 元/人。

3.6. 抗菌药物市场，格局重新分配

2011 年 8 月，卫生部的《抗菌药物临床应用管理办法（征求意见稿）》将医疗机构抗菌药物临床应用情况纳入医疗机构负责人任用考核指标体系。虽然征求意见稿不再明文提出“三限”（限制抗生素使用额、使用的品种数量、使用级别），但并不意味着主管部门对抗菌药物的管理有所松动。未来这将会对抗生素使用的品种和使用的频率产生巨大影响，厂家利益格局也将重新分配，就看哪个厂家能利用好此次的政策调整机会。

3.7. 医疗服务成本和医疗质量的长期博弈平衡

医疗服务成本和医疗服务质量的内在性矛盾难以平衡。人们追求越来越高的医疗质量，这也将相应带动医疗服务成本的升高。从美欧国家来看，美国 2009 年卫生费用占 GDP 为 17.51%，中国 5.13%。这意味着国家一方面还会继续加大对医药行业的支持，另一方面又通过医药价格管理和药品招标制度对医疗服务成本中的构成部分（药品、器械）进行价格干预，降低成本，控制未来占比过高带来的财政压力。未来这种动态的博弈还将贯穿整个医药行业的发展。

表 4 各国卫生支出占 GDP 的比例（%）

年份	美国	瑞士	法国	德国	韩国	中国
2009	17.51	11.39	11.89	11.61	6.92	5.13
2008	16.43	10.72	11.19	10.66	6.46	4.83
2007	15.98	10.60	11.07	10.45	6.30	4.50
2006	15.78	10.76	11.09	10.58	6.05	4.64
2005	15.69	11.22	11.15	10.72	5.66	4.73
2004	15.66	11.30	11.04	10.60	5.25	4.75
2003	15.59	11.25	10.93	10.84	5.18	4.85

资料来源：eurostat，国家卫生部，华宝证券研究所。

医药招标制度争议不断。药品集中招标制度是国家为了解决民怨沸腾的以药养医、药价昂贵的问题，于 2000 年 2 月国务院宣布引入市场竞争机制降低药价，就是药品集中招

标制度。随着时间的推移，招标方式演变为以各省统一组织招标，要求所有非营利医疗机构必须参加集中招标，将医疗机构药品采购支出中 80% 以上的品种（中药饮片除外）纳入集中招标采购。其中对基本药物实行以省（区、市）为单位的集中采购，鼓励各地采用“双信封”的招标制度，价格最低者中标。政府办的基层医疗机构按购进价格实行零差率销售。但在招标实际执行过程中，争议不断。而以“蜀中假药事件”为标志，招标价格由最低价变为统一定价。这也将缓解对医药生产商的利润压力。

阶段性价格调整成为常用工具。我国药品价格管理体系经历了一个全面管制到基本放开，再到逐步加强管理的历程。大致分为四个阶段：第一阶段：改革的初期到 80 年代末。药品价格大都沿用计划经济体制管理方式方法，对绝大多数药品实行政府定价，并且从出厂、批发到零售三个环节都制定了价格。第二阶段：80 年代末到 1996 年，我国药品价格大部分被放开，国家只对极少数药品进行价格管制。第三阶段：1996 年到 2000 年治理整顿阶段。针对市场价格上涨过猛过快、对药品价格管理开始恢复，价格管理的品种较少，大概 200 种，价格主管部门制定出厂、批发和零售价格。第四阶段：2000 年至目前。国家发改委对药品价格管理制度重大改革，形成政府定价、政府指导价、市场定价等多种定价模式。价格调整力度逐步加大。从 2000 年起国家分批次对不同品种，经过几十次降价，来达到控制医疗费用的目的。

3.8. 抗菌药物市场，格局重新分配

2011 年 8 月，卫生部的《抗菌药物临床应用管理办法（征求意见稿）》将医疗机构抗菌药物临床应用情况纳入医疗机构负责人任用考核指标体系。虽然征求意见稿不再明文提出“三限”（限制抗生素使用额、使用的品种数量、使用级别），但并不意味着主管部门对抗菌药物的管理有所松动。未来这将会对抗生素使用的品种和使用的频率产生巨大影响，厂家利益格局也将重新分配，就看哪个厂家能利用好此次的政策调整机会。

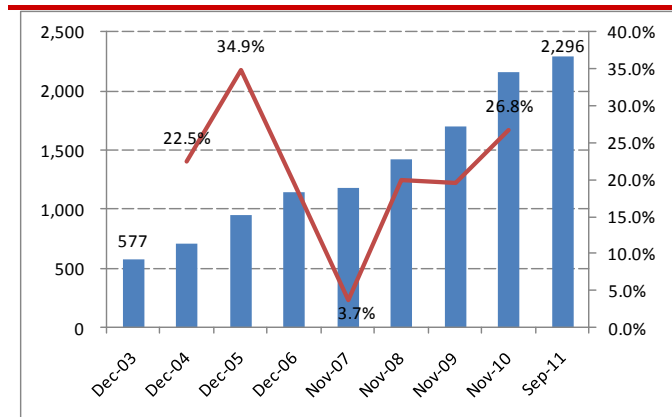
4. 医药子行业和目标公司

4.1. 中药行业

中药行业占医药行业约为 22%，属于外商投资受限的行业，政策重点扶持，也是中国具有比较优势的子行业。未来中药行业将从传统方剂的做大做强、有效部位的有效成分提取和传统方剂的二次开发获得突破。推荐康美药业、康缘药业、上海凯宝、益佰制药。

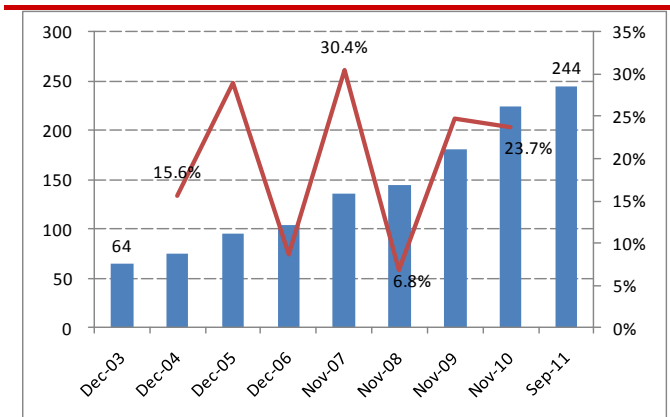
2010 年中成药行业收入 2154 亿元，同比增长 27%；利润 224 亿元，同比 24%。2011 年 3 季度，收入 2296 亿元，利润 244 亿元。

图 19 中成药行业主营收入(亿元)



资料来源: Wind, 华宝证券研究所

图 20 中成药行业利润 (亿元)



资料来源: Wind, 华宝证券研究所

4.1.1.康美药业，收入过 100 亿的中药产业链的巨人

康美药业股份有限公司（以下简称“康美药业”）成立于 1997 年，控制人为马兴田和许冬瑾。主营业务为化学药品、中药饮片、中药材交易市场 and 中药材贸易，及中药消费品。

未来 3-4 年收入过 100 亿的中药巨人。康美药业利用外部中药产业“小、散、乱”的机会，整合中药产业链。除了中药材种植以外，公司进入中药饮片、中药材交易市场、中药材贸易、中医院以及中药产品零售销售领域。

公司利用金融平台，通过增发、配股、公司债共融资近百亿元，全国布点中药饮片产能、收购安徽亳州、河北安国、广东普宁交易市场，打造新开河红参品牌。未来将保持 40-50% 增长。

4.1.2.康缘药业，现代中药创新型公司

江苏康缘药业股份有限公司（简称：康缘药业）是一家从事现代中成药的研发、生产和销售以及医药贸易的中药企业。目前业务主要是医药工业，其中桂枝茯苓胶囊、热毒宁注射液、散结镇痛胶囊、腰痹通胶囊和复方南星止痛膏销售收入过亿，其他多个产品过千万。

未来公司净利润将保持 30% 增长。现金牛产品桂枝茯苓胶囊，10% 平稳增长。而且还在进行美国二期临床研究，有望在国际市场上取得突破。热毒宁注射液，40% 以上高速增长，有望成为过 10 亿大品种。公司通过营销能力的加强，推动二线产品销售收入继续增长。

自主创新、改善的营销能力和股权激励，保障公司业绩的可实现性和持续发展。公司对自主研发的重视、高素质的研发队伍和强大的研发费用投入，以及营销能力的改善和有挑战性的股权激励方案，保障了公司未来发展。

4.1.3.上海凯宝，单品种过十亿元

上海凯宝药业股份有限公司（简称：上海凯宝）是一家主要从事清热解毒类中成药“痰热清注射液”的研发、生产和营销的中药企业。最主要的产品是痰热清注射液，占营业收入的 98%，2010 年其销售收入为 5.9 亿。

2012 痰热清销售将达到 10 亿元。随着募投项目痰热清生产新厂房逐步投入运营，预计 2011 和 2012 年能分别生产 3500 万只和 4500 万只，对应的营业收入为 8.4 亿和 10.8 亿。

未来 5mL 痰热清注射液、痰热清胶囊 痰热清口服液的上市，带动公司成长。

4.1.4. 益佰制药，营销能力推动公司成长

益佰制药是一家研发、生产和销售中药产品为主的企业。公司创建于 1995 年，由窦启玲、叶湘武夫妇及 6 位自然人发起。主要产品为克咳胶囊、艾迪注射液及复方斑蝥胶囊（康赛迪胶囊）、银杏达莫注射液（杏丁注射液）四个过亿产品。

公司聚焦于抗肿瘤和心脑血管领域，以营销强项为主，通过自有产品、收购产品和代理产品获得发展。未来艾迪注射液、复方斑蝥胶囊、洛铂、科博肽、伽马刀医院项目、白介素等组成的过 10 亿元的抗肿瘤产品群。心脑血管药品银杏达莫保持稳健增长。整体收入增速维持在 25%。

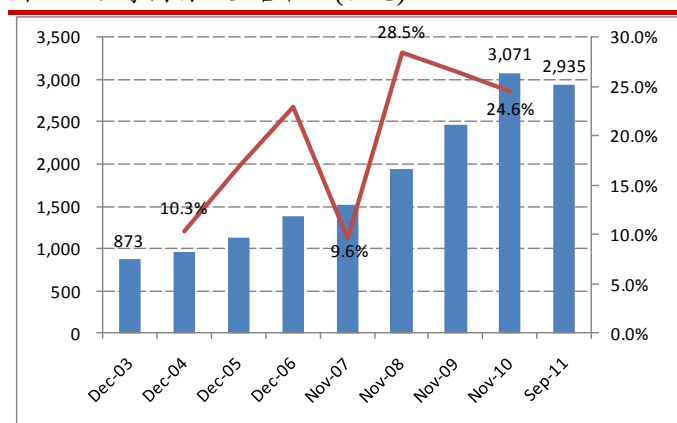
公司通过股权激励方案，激励中高层员工，有利于公司长远发展。

4.2. 化学药

化学药子行业规模占医药行业 30% 以上，占据了主流的处方药市场。目前我国绝大部分还是以仿制药为主，未来国外专利药大量到期给国内药企提供了很好机会，以 me-too 和 Me-better 的方式将成为化学药研发的主要突破点。政策上国家一方面对研发治疗重大疾病的化学药非常支持，但另一方面也对个别产品如抗生素的滥用进行控制。推荐恩华药业。

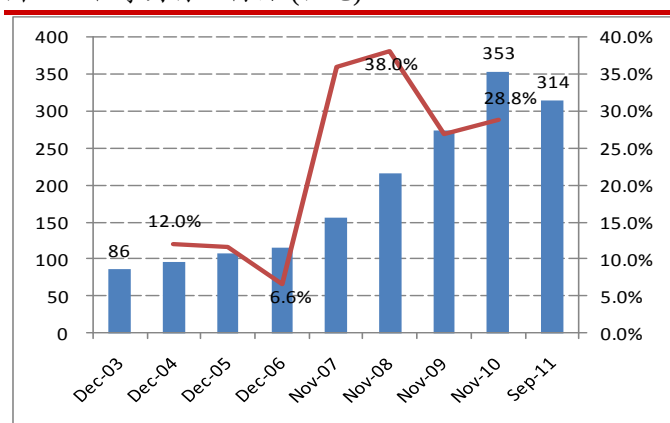
化学药行业 2010 年收入 3071 亿元，同比增加 25%；净利润 353 亿元，同比增加 29%。2011 年 3 季度实现收入 2935 亿元，利润 314 亿元。

图 21 化学药行业主营收入(亿元)



资料来源：Wind，华宝证券研究所

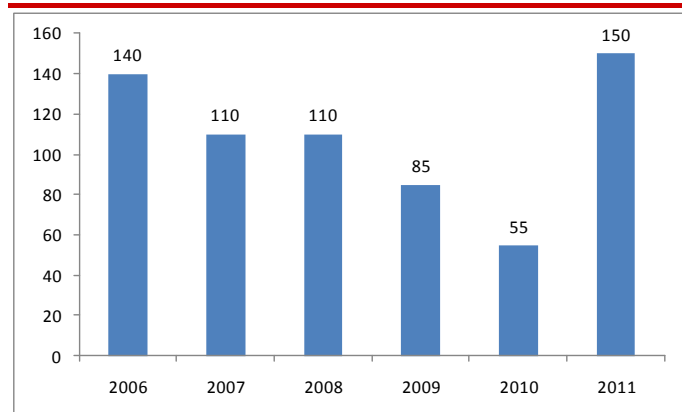
图 22 化学药行业利润 (亿元)



资料来源：Wind，华宝证券研究所

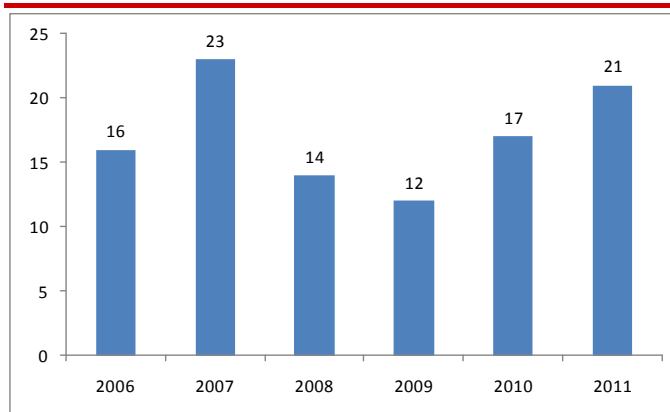
国际专利药到期给仿制药带来巨大机会。2011 年到期的专利药有 21 个，到期药物市场规模有 150 亿美元。目前国际仿制药市场约有 1500 亿美元，国内市场 400-500 亿美元。给以合同生产和制剂出口型国内制药企业，如海正药业、华海药业和海翔药业带来机会。也给仿制和创新能力强的，如恒瑞医药、双鹭药业，提供了外部机会。

图 23 专利到期的药物的市场规模(亿美元)



资料来源: Nat,Rev.Drug.Discov.2006,5,619-620

图 24 到期的药物专利数 (个)



资料来源: Nat,Rev.Drug.Discov.2006,5,619-620

4.2.1.恩华药业，专注于精麻药品利基市场的企业

江苏恩华药业股份有限公司（简称：恩华药业）是一家从事医药商业和麻醉药品、精神药品及神经药品业务的医药公司，由管理层和员工持有。主要产品有力月西、福尔利、思利舒等过亿品种。

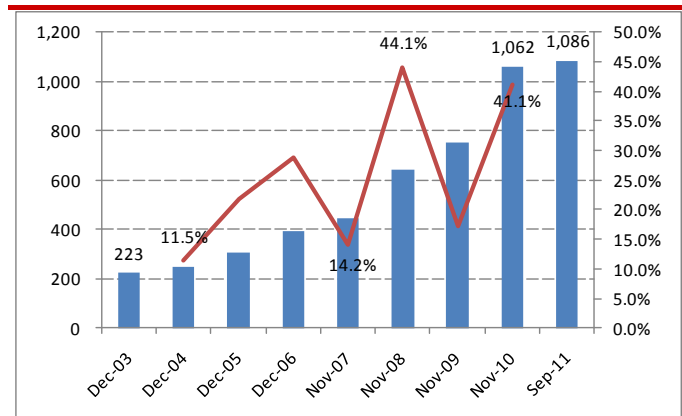
新产品驱动成长。未来公司受益于国家对精麻药品的特殊壁垒政策及麻醉药市场 28% 的高增速。公司新产品右美托咪定将保持 40-50% 增长，力月西、福尔利和思利舒等保持平稳增长。整体将保持 30% 增速。

4.3.生物药

21 世纪将从物理学时代进入生物学时代，生物产业也是我国战略性新兴产业，生物技术也为治愈重大疾病提供了希望。未来治疗性多肽，蛋白质，激素，酶，抗体，细胞因子，疫苗，可溶性受体以及核酸类药物等将蓬勃发展。推荐 ST 中源、舒泰神。

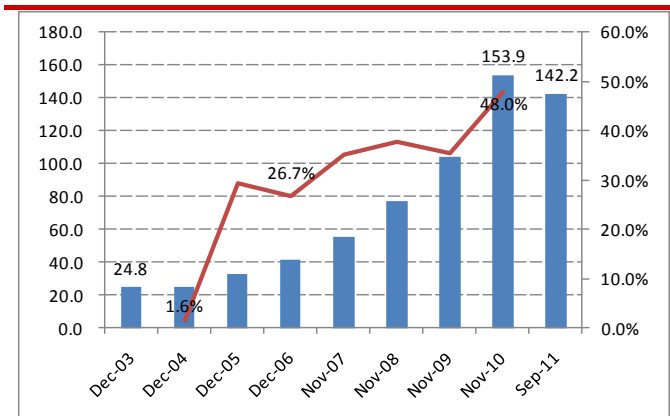
2010 年生物制品收入 1062 亿元，同比增长 1062 亿元；利润 154 亿元，同比增长 48%。2011 年 3 季度，收入 1086 亿元，利润 142 亿元。

图 25 生物、生化制品行业主营收入(亿元)



资料来源: Wind, 华宝证券研究所

图 26 生物、生化制品行业利润 (亿元)



资料来源: Wind, 华宝证券研究所

4.3.1.ST 中源，干细胞技术

中源协和干细胞生物工程股份有限公司（公司简称：中源协和。股票简称：ST 中源）是一家主要从事脐带血或脐带间充质造血干细胞的采集、存储和提供造血干细胞技术服务的生物医药企业。主要业务是干细胞存储技术服务。2010 年其收入 2.46 亿元，占总营收的 91.8%。公司的实际控制人为韩月娥。

子公司和泽生物拥有科技部华东干细胞库的运营资质和脐带组织间充质干细胞爬片分离的方法、人脐带间充质干细胞抗肝纤维化注射液及其制备方法和人脂肪成体干细胞的获取方法及该干细胞库的构建方法等三项专利。

收入水平提高会使父母们更乐意于购买这份“生命保险”。目前，办理一份 20 年期脐带血造血干细胞存储服务需要花费 16000 元左右，越来越多的中国人都可以承受这样一笔“保费”。

4.3.2.舒泰神

舒泰神（北京）生物制药股份有限公司（简称：舒泰神）是一家以研发、生产和销售生物制品为主的制药企业。主要产品是注射用鼠神经生长因子“苏肽生”和聚乙二醇电解质散剂“舒泰清”。“苏肽生”2010 年的销售收入为 1.1 亿，2008-2010 年的 CAGR 为 61%，占营业收入的 85%。

注射用鼠神经生长因子产品“苏肽生”是国内国家一类药，用于促进神经损伤恢复、治疗视神经损伤。未来随着募投项目建成达产，“苏肽生”达到 400 万瓶；以及适应症的拓宽和新剂型的开发；加上医生、患者对鼠神经生长因子药品认识的深入，以及在 7 年内缺少竞争对手，“苏肽生”未来将保持 40%以上的增长速度。

公司研发实力雄厚，多项专利。子公司三诺佳邑在基因治疗领域拥有 4 项在研国家一类新药。

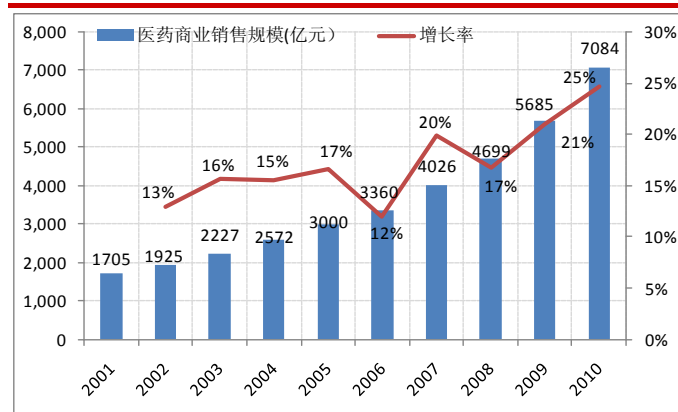
4.4.医药商业

4.4.1.医药商业市场规模扩容、集中度提升

我国医药商业规模自 2001 年保持年均 17.15%的复合增长率，由 2001 年 1700 亿增长至 2010 年的 7084 亿元。2010 年，零售市场规模为 1275 亿元，同比增长 20%。据中国医药商业协会统计，药品流通企业平均利润率为 2.22%，毛利率为 7.56%，费用率为 5.5%。

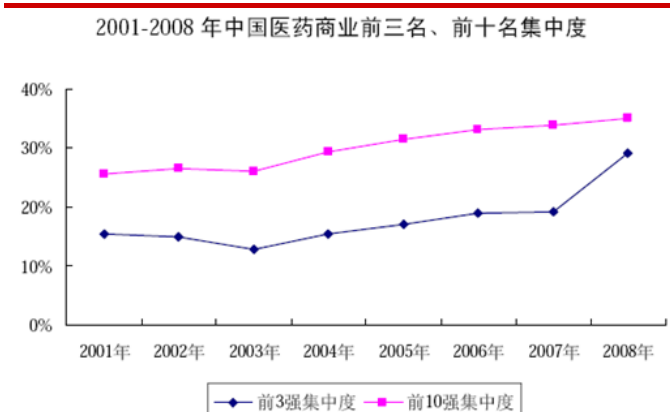
医药商业的行业集中度不断提升。药品批发企业兼并重组步伐加快，行业规模化程度进一步提高。2010 年，主营业务收入前 100 位的批发企业销售规模占同期全国市场规模的 78%，比 2009 年提高近 8 个百分点。其中，前 3 位规模共达到 1533 亿元，占同期市场规模 26.7%，比 2009 年提高 5.8 个百分点。药品零售结构相对稳定，销售收入前 100 位的企业销售额合计 678.6 亿元，同比增长 16.7%。其中，前 10 位销售总额 278.5 亿元，同比增长 18.3%。

图 27 医药商业销售规模 CAGR 为 17.15%



资料来源：WIND，华宝证券研究所。

图 28 医药商业行业集中度提升

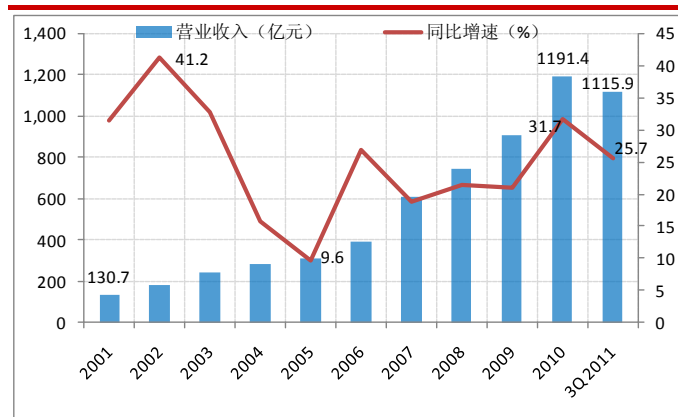


资料来源：WIND，华宝证券研究所。

4.4.2. 医药商业上市公司盈利良好

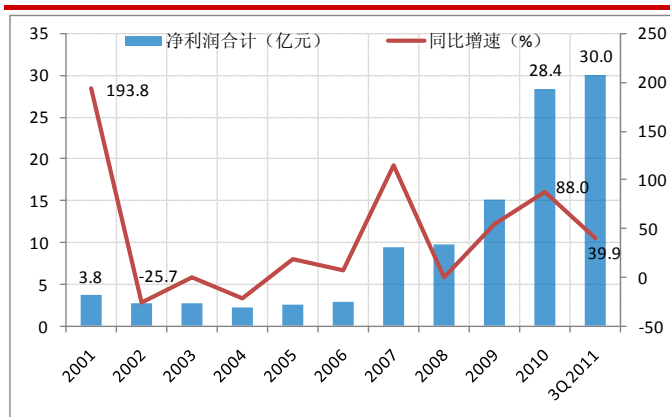
2011 年前三季度，上市医药商业公司营业收入合计 1116 亿元，比 2010 年同期增长 25.7%；净利润实现 30 亿元，超过 2010 年全年营业收入，同比增长 40%，远高于营收增长速度。

图 29 上市医药商业公司营收 CAGR 为 27.8%



资料来源：WIND，华宝证券研究所。

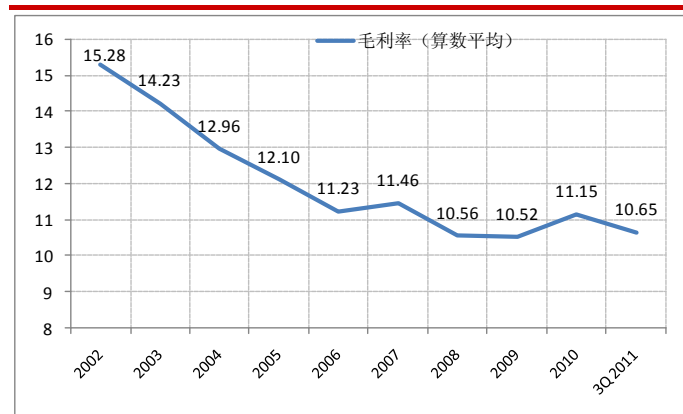
图 30 上市医药商业公司净利润近年快于营收增速



资料来源：WIND，华宝证券研究所。

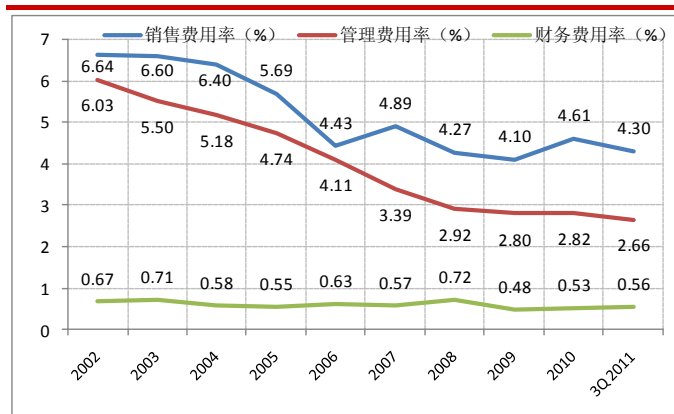
上市医药商业企业毛利率自 2002 年后呈下滑趋势，2006 年以后步入稳定期，维持在 10.5%-11.5% 之间。2011 年前 3 季度，毛利率为 10.7%。三项费用率也相应下滑，2011 年前三季度管理费用率、销售费用率和财务费用率分别为 2.66%、4.3% 和 0.56%，共计 7.5%。管理费用率下降幅度最大；销售费用率自 2006 年后稳定在 4.3% 左右；财务费用一直稳定在 1% 以下。

图 31 上市医药商业公司毛利率下降



资料来源：WIND，华宝证券研究所。

图 32 上市医药商业公司三项费用率降幅超过毛利率



资料来源：WIND，华宝证券研究所。

4.4.3. 医药商业掀起收购兼并浪潮

随着新医改中对减少医药商业流通环节、提高行业集中度的要求，以及药物招标制度实施的影响，1.6 万家医药商业企业面临行业洗牌，医药商业行业中掀起收购兼并浪潮。通过收购兼并，国药集团、上海医药和华润医药三家商业公司已形成三足鼎立之势；因政策限制，外资公司也主要通过收购兼并国内公司进驻中国医药商业市场。

表 5 国内医药商业企业主要巨头收购兼并事件回顾

公司	时间	收购事件
国药集团	2009. 9	与中生集团联合重组，中生集团为国内最大的疫苗和血制品生产商
	2010. 1	与甘肃医药企业实施联合重组
	2010. 4	收购上海医药工业研究院
	2010. 10	收购中国出国人员服务总公司
	2010. 11	以 2800 万元收购国盛药业全部股份；以 1200 万元收购国盛药业在南京国盛连锁的 60% 股权；控股并重组黑龙江龙卫同新医药公司，入驻黑龙江
	2010. 12	重组陕西省榆林市药材医药公司
	2011	收购国有医药商业企业——武汉中联
华润医药	2010. 4	100% 控股北京医药集团
	2011. 11	与控股公司北药集团共同组建山东北药中信医药
	2011. 11	控股苏州当地医药商业龙头苏州礼安医药公司，占比 65%
	2011. 12	控股河南省第二大医药商业企业爱生医药物流
上海医药	2009. 6	上海医药、上实医药和中西药业共同重组，形成“新上药”
	2010. 3	增持宁波医药股份；与福建省华侨实业集团签订战略合作，巩固华东六省一市范围内的分销工作
	2010. 4	以 1.4 亿元收购广州中山医医药 51% 股权，中山医医药为广州第三大分销商。迈出全国性扩张

	的第一步
2010.4	将以 1.5 亿元收购青岛国风药业 26.39%股份
2010.5	下属的上海市医药分销控股有限公司与山东商联生化药业有限公司共同组建山东上药商联药业有限公司

资料来源：WIND，华宝证券研究所。

国药集团于 2010 年初肃医药企业实施联合重组；同时收购南宁医药公司药品经营业务，在广西确定绝对优势地位。年底通过重组黑龙江同新医药成立黑龙江子公司，布局黑龙江商业网络；收购国盛药业全部股权、收购南京国盛连锁的 60% 股权。2011 年则拿下武汉国有医药商业企业——武汉中联。

上海医药、中西药业、上实医药换股吸收合并形成“新上药”后，跨区并购也是上海医药的重要策略，向大型综合性医药集团的目标发展。增持宁波医药股权、与福建省华侨实业集团签订战略合作，以巩固其在华东地区的龙头地位。2010 年 4 月收购广州中山医药公司（广州第三大分销商），进入华南地区；12 月收购 China Health System（实质为中信医药实业公司，为北京第三大医药分销商），建立华北地区医药分销平台。还加大对中西部地区的拓展力度，重组河南商丘新先锋药业、增资上药安庆公司和重庆上药医药。

华润医药 2010 年控股北京医药后，以北药集团为基础形成“上有北药、下有三九”的医药格局，以北药为核心想周边省份快速拓展。同时，华润医药还收购苏州医药龙头企业——礼安医药，拓展苏南地区业务；12 月又控股了河南省第二大医药商业企业——爱生医药物流公司，并与多家河南医药商业企业签订重组协议。

根据我国《外商投资产业指导目录（2007 年修订版）》规定，外商投资药品批发、零售、配送等领域仍受到限制。受该政策的限制，外资要进军中国医药商业领域，也多通过参股、并购、重组等方式实现。2010 年美国大型药品批发商 Cardinal Health Company 收购首家进入中国的外资医药公司——永裕医药，并表示将继续收购战略。此前，广州医药与欧洲最大的医药保健和美容集团联合美华组建合资公司，成为中国医药流通领域最大的合资企业；上海医药与日本铃谦株式会社合资组建医药商业公司；北欧殷托亚洲公司入股湖南老百姓医药连锁；美国美华公司控股上海荣桓医药。

4.4.4. 医药商业行业策略及个股推荐

随着新版 GSP 的修订，医药商业企业的管理将更加规范，行业门槛进一步提高，行业内也将面临新一轮整合和洗牌。同时，《医药流通行业“十二五”规划》提出鼓励和支持大型药品流通企业通过收购兼并等方式实现规模化、集约化，在 5 年内形成 1-3 家销售规模超过千亿元的全国性医药商业公司、20 家年销售额超过百亿的区域性药品流通企业。

医药商业企业收购兼并浪潮暂告一段落，内部管理业绩短期内难有大的提升，未来将成为医药行业的稳定现金流业务。在经历过 2009-2011 年国内外医药商业企业的阶段性收购兼并浪潮后，以国药集团、上海医药和华润医药等为代表的主要竞争格局已经形成，医药商业企业的全国布局和二线城市拓展也基本完成。未来难以通过外部收购兼并创造新机会。而对于医药商业公司而言，未来毛利率将持续保持稳定水平；内部管理效率的提升在短期内难有明显效果。

这表明，具有规模优势和高效管理水平的大型商业流通企业将是医药商业企业的发展方向。建议关注全国性的医药商业企业及位居龙头地位的区域性医药商业企业。

明年积极看好山东瑞康医药。瑞康医药是一家以山东省为主要目标市场、以直销模式为主、以分销模式为补充的区域性医药商业公司。2011 年前三季度实现营收 22.43 亿、净利润 5495 万元。其终端医院主要为规模以上医院、覆盖率强；直销为主的业务模式为公司带来竞争优势，毛利率明显高于其他商业企业；对基本药物配送业务的关注成为公司未来的新增长点；公司加紧布局兼并收购战略，也为公司扩张奠定基础。

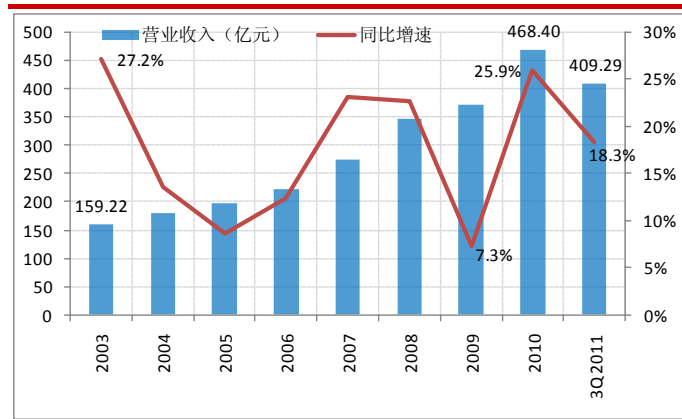
4.5.化学原料药

目前，中国拥有近 2000 家化学原料药生产企业，以中小型企业居多。因原料药生产技术含量低，价格成为生产企业的主要竞争手段。同时，中国化学原料药以出口为主，约 90%都是出口国外，占全球原料药贸易额的 25%左右。因此，行业供求关系和出口情况直接决定着产品价格，对企业利润起到决定性作用。

原料药一般分为大宗原料药和特色原料药。大宗原料药是指青霉素、维生素、激素等大吨位、不涉及专利问题的传统化学原料药，特色原料药是指为非专利药企业提供专利刚刚过期产品的原料药，后者利润要高于前者。从品种来看，大宗原料药主要包括抗生素类、维生素类和解热镇痛类三大类，另外还有少数激素类、杀虫类原料药等。抗生素类如青霉素工业盐、6-APA、7-ACA、7-ADCA、GCLE 等；维生素类如 VC、VE、VA、VB、VB5、VH 等；解热镇痛类如阿司匹林、布洛芬、扑热息痛、安乃近等。

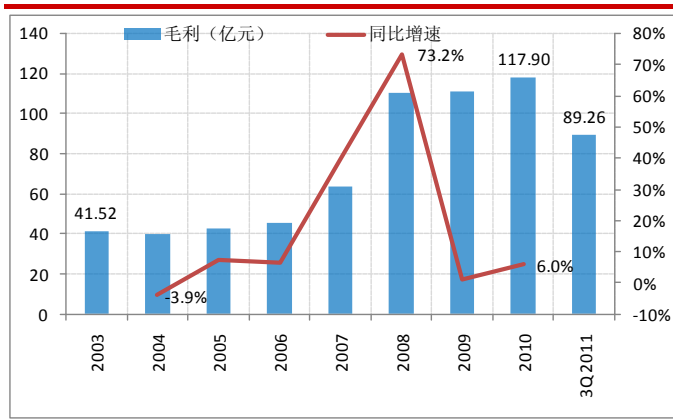
从整个子行业来看，原料药行业营收稳步增长，从 2003 年的 159 亿增长至今年前 3 季度的 409 亿元；但同比增长速度波动较大，2005、2009 年增速较慢。毛利波动较大，2008 年增速达 73%，2010 年仅 6%。

图 33 化学原料药行业营收



资料来源：WIND，华宝证券研究所。

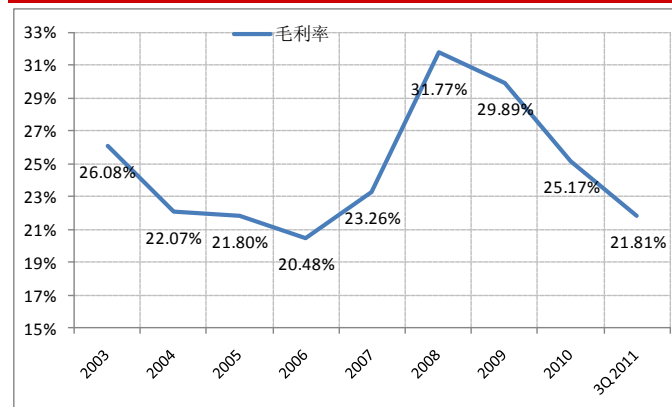
图 34 化学原料药行业毛利波动较大



资料来源：WIND，华宝证券研究所。

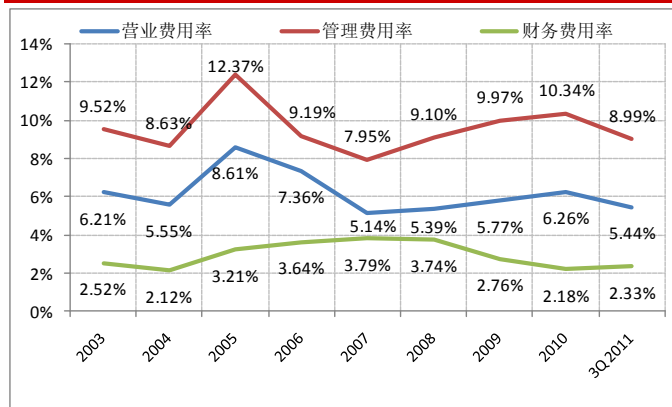
化学原料药的毛利率波动也无明显规律，2006 年达到最低、为 20.48%；2008 年达到最高点之后快速下滑，2011 年前三季度降至 21.81%。三项费用率相对稳定，分别为 8.99%、5.44%和 2.33%。

图 35 化学原料药行业毛利率自 08 年后大幅下降



资料来源：WIND，华宝证券研究所。

图 36 三项费用率相对稳定



资料来源：WIND，华宝证券研究所。

注：三项费用率采用算术平均法计算。

4.5.1. 维生素

(1) VA、VE

维生素是人体代谢必需的六大营养要素之一，此外还广泛应用于动物饲料、食品添加剂、保健品、化妆品等领域。维生素的医用需求比较稳定，而用于动物饲料添加剂的需求主要跟下游饲料业、畜牧业、肉类消费相关联。

中国是少数几个可以生产全部维生素的国家，维生素年产量超过 30 万吨，占世界份额 60%以上，但用于饲料用途的维生素较多、占总量 70%。国内维生素生产主要集中在东北制药、石药集团、江山制药、华北制药等大型企业手中，四大企业占据了国内维生素原料药市场 80%以上的份额。

维生素中，VA、VE 生产技术壁垒要求较高，进入难度较大，行业寡头局势短期内难以改变。目前 VA、VE 价格走势相对平稳，VA 价格在 2010 年后一直徘徊在 150 元/kg 左右，VE 价格在 2010 年在 100-150 元之间波动，2011 年稳定在 150 元/kg 左右。

图 37 VA 价格相对稳定



资料来源：WIND，华宝证券研究所。

图 38 VE 价格小幅上扬



资料来源：WIND，华宝证券研究所。

(2) VC 价格将反弹

VC 主要用于医用和食品添加剂方面，其市场需求比较稳定，全球保持每年 3-5% 的增速。医用方面的需求非常稳定，主要用于治疗坏血病及各种慢性传染疾病；食品添加剂方面主要用作抗氧化剂，用于延缓动植物油、牛奶变质，保持食物新鲜方面，已经成为需求稳定的生活必需品。

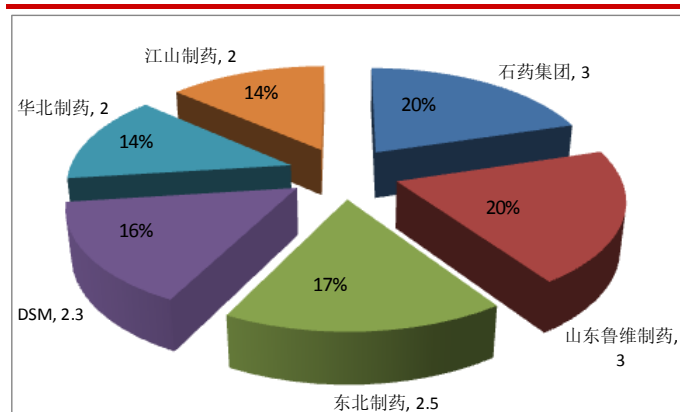
中国是生产、供应 VC 的大国，VC 出口量已占到全球市场份额的 80%。全球主要 VC 生产厂商中，除 DSM 拥有 2.3 万吨的产能外，其他均为中国企业：石药集团和山东鲁维制药业产能分别为 3 万吨、东北制药为 2.5 万吨、华北制药和江山制药产能均为 2 万吨，仅这五家的产能就达到 12 万吨。据发改委、工信部的统计，中国 VC 总产能在 2010 年为 18 万吨，而全球需求也仅在 12 万吨左右，产能严重过剩。

面临产能过剩问题，今年 3 月国家发改委和工信部发布“维生素 C 生产计划”，制定全国年限产 10 万吨的生产计划；4 月发布的《产业结构调整指导目录》中，将 VC 及生产 VC 的重要中间体古龙酸均列入医药限制类项目；同时，药监局发文规定，禁止向违规生产 VC 原料药厂家颁发《药品生产许可证》，2005 年之后批准生产 VC 的企业都不属于合规范围。

而 VC 生产技术壁垒相对较低，面临供过于求的局面和激烈的行业竞争，价格战是生产商的常用手段。因此，VC 价格波动非常大。2008 年 7 月价格为 135 元/kg，产能过剩导致价格大幅回落，目前已跌至 34 元/kg，接近企业成本价。

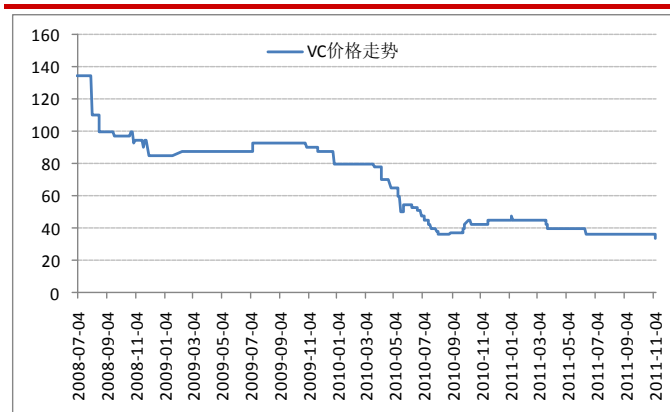
从 VC 价格跌至成本价角度来看，我们认为 2012 年 VC 价格已经处于历史地位，随着政策调控及行业调整，2012 年 VC 价格将反弹，相关企业业绩也将因此改善。

图 39 VC 生产厂商产能分布（万吨）



资料来源：健康网，华宝证券研究所。

图 40 VC 价格屡创新低



资料来源：WIND，华宝证券研究所。

4.5.2. 抗生素

7-ACA 是头孢菌素关键性中间体。目前国内 7-ACA 生产商主要是健康元、中润药业、哈药集团、鲁抗医药、联邦制药等。2010 年超过 1000 吨的企业有中润药业（1500 吨，实际产能 1000 吨）、健康元（1200 吨，实际产能 900 吨）、福州抗生素集团（1000 吨，实际产能 750 吨）和山西威奇达（1000 吨，实际产能 500 吨），全国 7-ACA 理论产能达到 7600 吨左右，实际产量在 5500 吨左右。从 2010 年下半年开始，国内各大企业陆续扩大 7-ACA 项目：健康元扩大产能至 1800 吨；联邦制药也扩产至 1200 吨；鲁抗医药扩大至 900 吨；华北制药 3000 吨产能项目即将达产；科伦药业新建 7-ACA 产能 3000 吨。由此推测未来国内总产能将超过 15000 吨。

而根据 2010 年国内消耗和出口量估算，未来 7-ACA 全球需求量在 6000~6500 吨左右。因此国内 7-ACA 将处于产能严重过剩状态。

表 6 2010-2011 年 7-ACA 主要生产产能

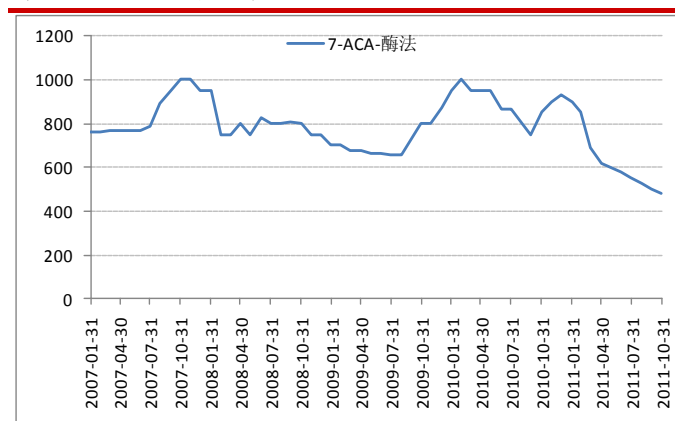
	2010 年产能 (吨)	2010 年实际产量 (吨)	2011 年产能 (吨)
中润药业	1500	1000	
健康元	1200	900	1800

福州抗生素集团	1000	750	
山西威奇达	1000	500	
哈药集团	900	750	
鲁抗医药	600	550	900
联邦制药	500	500	1200
合计	6700	4950	

资料来源：健康网，华宝证券研究所。

而从价格方面来看，受到国家下调药品价格以及抗生素药物分级管理的政策影响，以及产能过剩的市场竞争冲击，7-ACA 价格持续下跌。2010 年 2 月其价格处于近几年的高位，为 1000 元/kg；2011 年初为 900 元/kg，直线下跌至 11 月的 480 元/kg。目前价格已经跌至企业成本价以下，2012 年必将有反弹机会，因此我们认为相关公司会价格反弹中获益，重点看好健康元公司。

图 41 7-ACA-酶法价格波动，跌至低位



资料来源：WIND，华宝证券研究所。

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-5012 2086

138 1882 8414

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。