

医药生物

医疗扩容趋势不改 消费升级和创新酝酿投资机会

投资要点

- 医药行业估值水平进入历史低点。**目前医药生物动态 PE27 倍、TTM33 倍，估值水平已是历史低点。医药板块指数年初至今下跌 17.5%，调整幅度为申万一级行业分类倒数第八位。虽然医药行业利润增速放缓，但医疗扩容趋势不改，长期增长趋势明确。我们认为目前医药估值已无继续调整空间，且部分成长性明确的个股或子行业面临估值切换，个股表现可期。
- 医药行业业绩分化延续。**化学制药由于本身存在低层次重复竞争、面对国内市场的国际竞争格局形成、仿制药降价趋势延续及抗生素管理新政致行业增速放缓甚至负增长致行业难有好的预期。但中药材价格下降将使中药行业盈利能力好转、2012 年中成药制造业有望好于 2011 年。医疗服务由于医疗扩容加速将迎来黄金发展时期。制药装备行业将受益于新 GMP 标准实施。
- 医药行业扩容趋势不改。**2011 年 1-9 月医药工业收入增长 30.17%、医疗服务全国诊疗人次增长 2 位数表明医疗扩容加速。全民医保制度实施、我国医疗费用支出存在较大的上升空间及人口老龄化趋势将促进医疗扩容趋势延续。医疗服务子行业将迎来黄金发展时期，重点推荐通策医疗，同时关注马应龙。
- 消费升级酝酿投资机会。**中药衍生品（中药日化、中药保健品及中药饮料等）将保持快速增长趋势，具有品牌优势、渠道优势及成本转嫁能力的产品将保持持续高增长。我们看好片仔癀、云南白药及广州药业长远发展趋势。
- 创新酝酿投资机会。**管理创新、模式创新及科技创新都是企业转折的根本动力。但我们认为科技创新则是企业发生根本转变的最重要因素，而十二五规划也将使科技创新得到政府大力支持，创新将使公司估值得到进一步提升。重点推荐重庆啤酒、海南海药、瀚宇药业及舒泰神。
- 投资建议：推荐（维持）。**虽然医药行业短期整体机会难以预期，但医药行业扩容趋势不改，长期增长趋势明确，以医疗扩容、消费升级及创新为投资重点获得超额收益的可能性将超过行业整体配置。重点推荐重庆啤酒、海南海药、通策医疗、片仔癀、瀚宇药业、舒泰神、新华医疗、昆明制药及精华药业。

重点推荐个股

公司	代码	10A	10A	11E	12E	13E	评级
重庆啤酒	600132.SH	0.75	0.75	0.43	0.5	0.57	强烈推荐
海南海药	000566.SZ	0.14	0.14	0.83	1.01	1.66	强烈推荐
通策医疗	600763.SH	0.31	0.31	0.5	0.7	0.97	推荐
片仔癀	600436.SH	1.39	1.39	1.89	2.76	3.88	强烈推荐
新华医疗	600587.SH	0.45	0.45	0.79	1.17	1.72	推荐
昆明制药	600422.SH	0.27	0.27	0.43	0.6	0.81	推荐
精华制药	002349.SZ	0.53	0.53	0.55	0.78	1.07	推荐
瀚宇药业	300199.SZ	0.53	0.53	0.83	1.29	2.02	强烈推荐
舒泰神	300204.SZ	0.77	0.77	1.35	1.91	2.5	推荐

证券分析师：廖万国
执业编号：S0360210100002
Tel: 0755-82027735
Email: liaowanguo@hczq.com

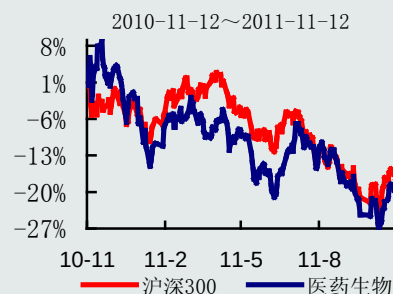
行业评级

行业评级：推荐
评级变动：维持

推荐公司及评级

公司名称及代码	评级
重庆啤酒（600132）	强烈推荐
海南海药（000566）	推荐
通策医疗（600763）	推荐
昆明制药（600422）	推荐
新华医疗（600587）	推荐
精华制药（002349）	推荐

行业表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

- 《中药衍生品行业：顺应消费趋势，以功能延展、民族品牌突破重围》 2011-09-15
- 《抗肿瘤药物市场：靶向药物引领未来》 2011-09-11
- 《药品降价幅度缩小，政策利空因素渐消》 2011-08-15
- 《单抗药物进多省医保促海量市场打开》 2011-08-18

正文目录

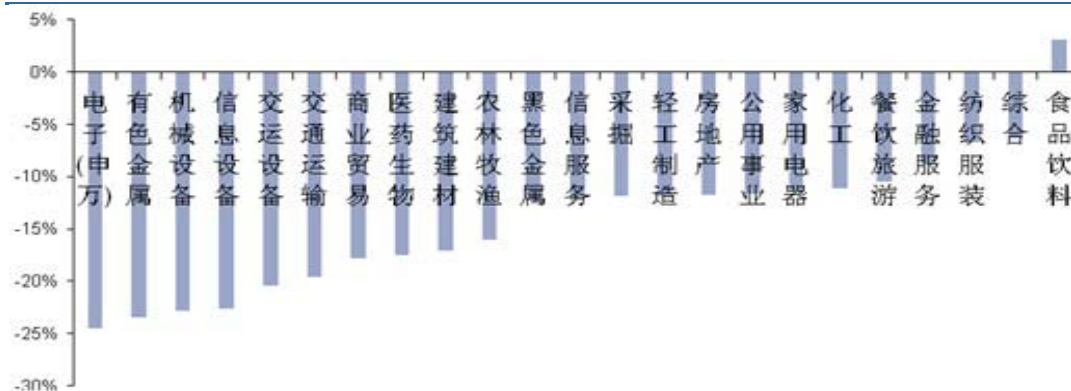
一、 医药估值水平已进入历史底部。	4
1、 医药行业增速降低。	4
2、 2010 年估值偏高。	5
3、 仿制药降价趋势不改。	5
4、 基本药物招标体系紊乱致药品低于成本价中标。	5
5、 中药材价格波动对中药类上市公司影响明显。	5
6、 抗菌药管理新规致抗生素行业严冬到来。	6
二、 医药行业业绩分化将导致板块表现分化	7
1、 医药行业扩容趋势不改。	7
1.1 卫生费用支出快速上涨。	8
1.2 社会保障制度不断完善有利于医药行业发展。	9
1.3 老年化趋势将促进医药行业增长。	10
2、 医药行业业绩分化趋势延续。	11
2.1 多重因素导致医药行业业绩分化延续。	11
2.2 化学制药难有良好预期。	11
2.3 中药行业整体盈利能力向好。	12
2.4 生物制剂盈利能力有望好转。	12
2.5 医疗服务及医疗器械快速增长趋势可望延续。	13
2.6 医药流通业集中度提高将加速。	14
3、 消费升级带动中药衍生品行业快速增长。	14
4、 创新成为企业增长的原动力。	16
三、 投资建议：推荐（维持）。	16
重庆啤酒(600132.SH)/63.73 元	17
海南海药(000566.SZ)/26.65 元	18
通策医疗(600763.SH)/20.23 元	19
片仔癀(600436.SH)/76.92 元	20
新华医疗(600587.SH)/32.58 元	21
昆明制药(600422.SH)/14.69 元	22
精华制药(002349.SZ)/25.29 元	23
翰宇药业(300199.SZ)/38.24 元	24
舒泰神 (300204. SZ) /43. 60 元	25

图表目录

图表 1 至 2011 年 11 月 11 日医药生物年初至今调整幅度-17.5%.....	4
图表 2 医药生物估值水平（TTM）已进入历史底部.....	4
图表 3 医药制造业 2010 年至 2011 年 9 月份累计收入和利润增速.....	4
图表 4 医药行业估值与利润增速正比关系.....	5
图表 5 2010 年 10 月至 2011 年 10 月中药材价格指数变化情况.....	6
图表 6 我国抗生素使用占医院终端药品消费比例（%）.....	6
图表 7 医药制造业收入和利润总额增长情况.....	7
图表 8 全国就诊人次数增长情况.....	7
图表 9 我国卫生机构数量逐年增加.....	7
图表 10 我国卫生总费用支出及增长情况.....	8
图表 11 个人卫生支出逐年下降.....	8
图表 12 财政卫生支出快速上涨.....	8
图表 13 城镇职工及居民医疗保险参保人数.....	9
图表 14 城镇职工及居民医疗保险参保情况.....	9
图表 16 新农合统计及 2011 年预测.....	10
图表 17 我国人口老龄化趋势加速.....	10
图表 18 医药板块 107 家公司 2011 年前三季度收入和扣非后净利润增长.....	11
图表 19 21 家化学制剂制药上市公司 2011 年三季度单季度环比增长情况速.....	11
图表 20 18 家化学原药上市公司季度环比增长情况.....	12
图表 21 39 家中药类上市公司季度环比增长情况.....	12
图表 22 15 家生物制剂上市公司季度环比增长情况.....	13
图表 23 两家医疗服务上市公司季度环比增长情况.....	13
图表 24 8 家医疗器械上市公司季度环比增长情况.....	14
图表 25 6 家医药商业上市公司季度环比增长.....	14
图表 26 三大类中药日化产品销售预测.....	15
图表 27 中药饮料和两乐销售收入变化情况.....	15
图表 28 我国保健品销售稳定增长.....	15
图表 29 全球药品销售增长高度依赖新药上市.....	16
图表 30 华创证券研究所重点推荐个股及投资要点.....	16

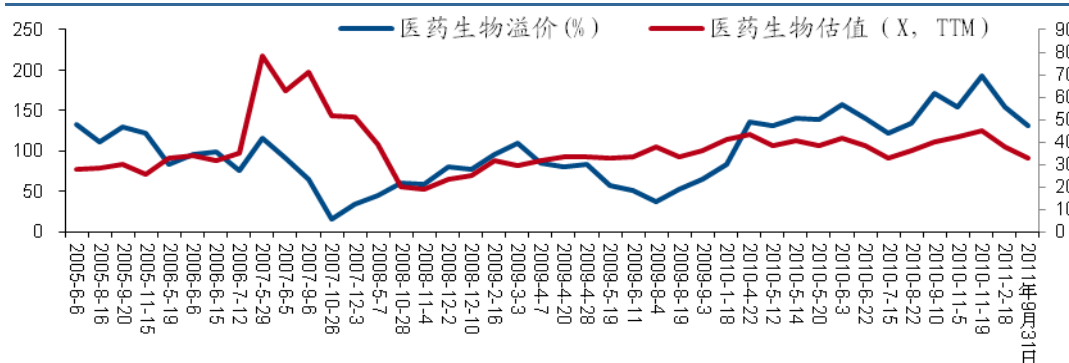
一、医药估值水平已进入历史底部。最新医药生物估值 27 倍，TTM 估值 33 倍（剔除负值），处于历史底部。医药板块指数年初至今跌幅 17.5% 处于申万 23 个一级行业倒数第 8 位。多种因素导致 2011 年前三季度医药板块大幅调整，这些因素包括 2010 年高估值与业绩低于预期的矛盾；安徽模式推广致药品价格大幅下降或预期加强；中药材价格大幅上涨至中成药毛利率下降；抗菌药管理新规。

图表 1 至 2011 年 11 月 11 日医药生物年初至今调整幅度-17.5%



资料来源：万德、华创证券研究所

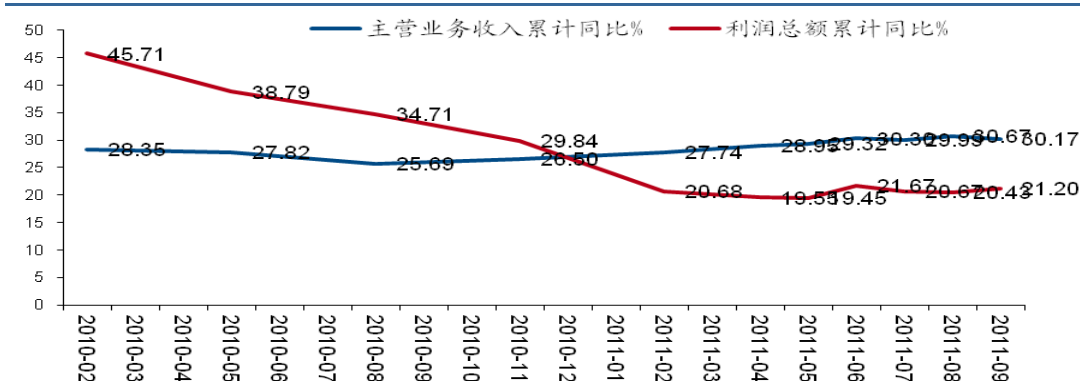
图表 2 医药生物估值水平 (TTM) 已进入历史底部



资料来源：万德、华创证券研究所

1、医药行业增速降低。由于原材料价格上涨、人力、能源等成本上涨，而药品价格处于下降途中，导致医药制造业全行业利润增速下降，并自年初开始呈现利润增速低于收入增速。不过由于进入 2011 年 4 月后，行业利润增速呈见底态势，至 9 月保持在 21% 左右。这一方面是由于行业增速 2010 年呈前高后低所致，另外一方面包括原材料如 7-ACA、中药材价格大幅下降减轻了企业成本压力，企业盈利能力有所上升。

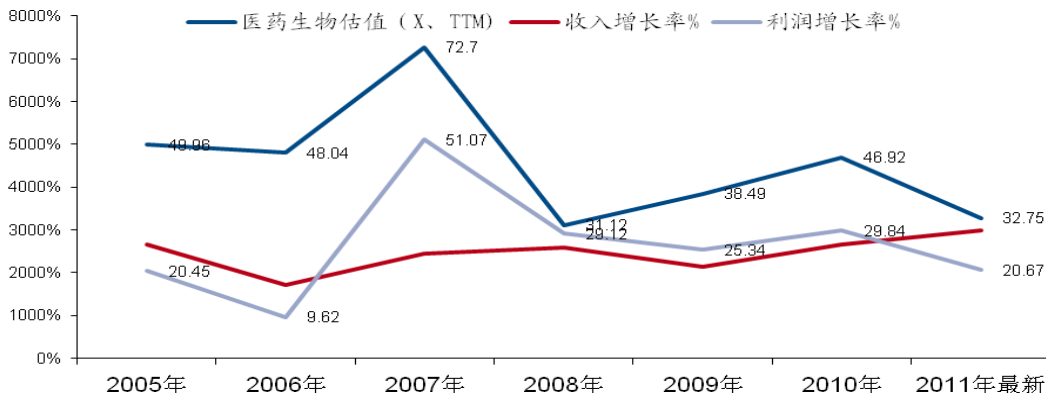
图表 3 医药制造业 2010 年至 2011 年 9 月份累计收入和利润增速



资料来源：万德、华创证券研究所

2、**2010 年估值偏高。**2010 年医药生物板块估值达到 47 倍，但行业增速已显示下降趋势，利润增速从 1-2 月的 45.71%、一路下滑至全年 29.84%，而收入增速则保持在 26%至 28% 之间。而 2011 年利润增速大幅降低且利润增速低于收入增速，导致医药生物板块价值回归。至 2011 年 11 月 4 号，医药生物动态 PE 为 27 倍、TTM34.2 倍，调整幅度 16.88%，跑输上证 A 股近 7 个百分点。

图表 4 医药行业估值与利润增速正比关系



资料来源：万德、华创证券研究所

3、**仿制药降价趋势不改。**仿制药定价的依据之一是参照外资企业原研药价格水平，虽然价格远低于原研药定价，但毛利率依然可观。但随着原研药单独定价机制取消以及我国推行基本药物制度，外资企业面临药品价格下行压力和如何在招标中保住原有市场及争取进入具有高增长的三级市场的选择。

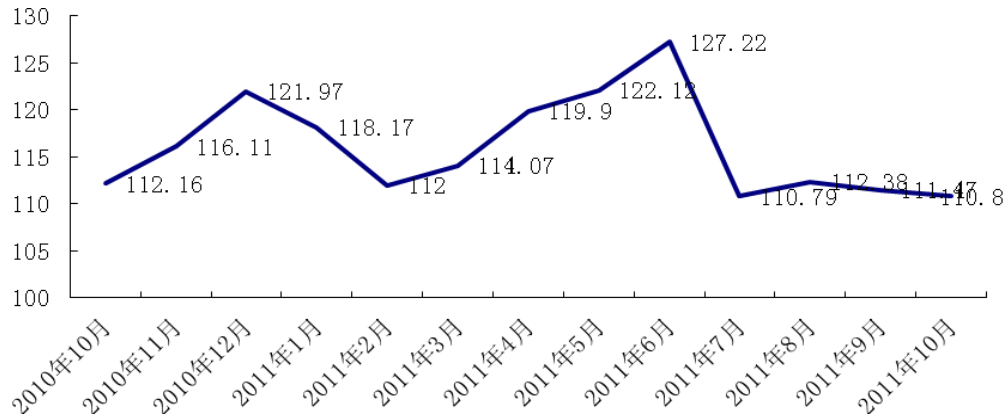
因此，一旦作为定价参照的原研药价格大幅下降，将不可避免地给仿制药价格形成下行压力。2010 年 1 月默沙东将其经典产品舒降之直降 50%，20 毫克 7 片装和 40 毫克 5 片装，分别调整为 25 元和 30.70 元，20 毫克 7 片装剂型在最新的上海基本药物中标价继续大幅下降至 21.74 元。这个价格比国内舒降之（辛伐他汀胶囊）主要仿制企业京必舒新的 27 元要低 20%。

最近国际制药巨头辉瑞制药与海正药业成立合资公司也是希望将其专利到期药品制造转入中国生产以期降低成本和增加竞争力。虽然这种趋势短期难以改变，但我们认为这种趋势会造成市场集中度提高对于优势产品和优势企业有利，同时医疗市场扩容趋势不变，长期看量的增长可以弥补价格下行带来的损失。

4、**基本药物招标体系紊乱致药品低于成本价中标。**2011 年我国医药行业最重要的事情就是基本药物制度推进，而基本药物招标制度则是保障基本药物制度落实最为重要一环。安徽模式推行的唯低价是取得基本药物招标政策导致大量基本药物低于成本价中标，其结果不仅导致基本药物生产供应出现问题（即企业或者为了节省成本偷工减料生产假劣药或者停止生产中标的基本药物），同时导致大量生产基本药物的企业无利可图，企业盈利能力大幅下降。

5、**中药材价格波动对中药类上市公司影响明显。**中药材价格自 2009 年下半年开始上涨，至 2011 年 6 月部分药材价格已是两年前的数倍或十几倍。成都中药材价格指数显示至 2011 年 6 月中药材价格指数再创新高达到 127.22，与 2010 年 10 月相比上涨 13.4%。比如太子参价格是 08 年的 13 倍，三七价格则是 08 年的 6 倍多。中药材价格大幅上涨将直接导致毫无成本转移能力的中成药成本上升，对于大多数企业来讲，当早期采购的低价药材库存消耗完毕时，就不得不面临因采购高价药材而致产品毛利率下降的现实，企业盈利能力将会受到影响。我们认为这种影响对于毛利率水平本来不高的普药影响将更为直接，但对于高毛利品种影响轻微，而且随着销售增长也会弥补成本上升带来的不利影响。

图表 5 2010 年 10 月至 2011 年 10 月中药材价格指数变化情况

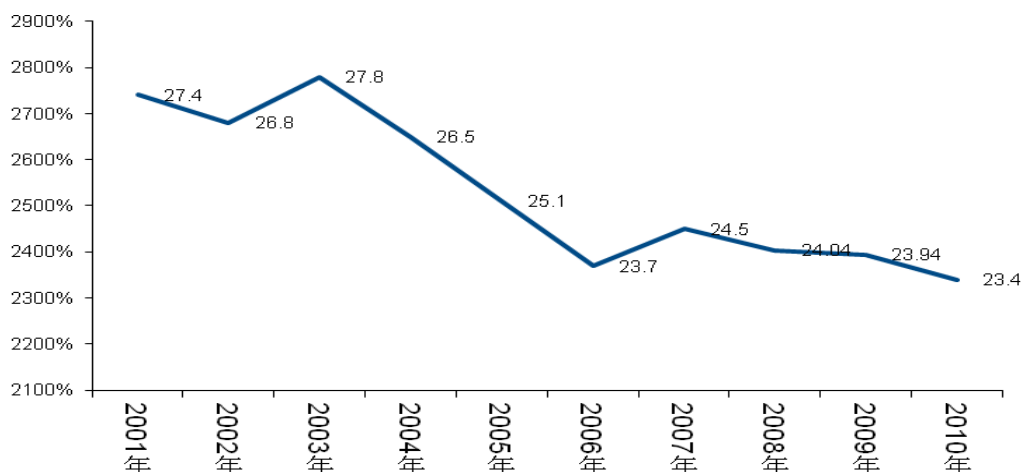


资料来源：成都中药材指数网、华创证券研究所

6、抗菌药管理新规致抗生素行业严冬到来。至 2010 年抗生素药品消费占全行业药品消费 23.46%，虽然保持下降趋势，但依然远高于处于快速增长的抗肿瘤和免疫制剂占比。我国抗生素滥用是众所周知的事情，随着 2010 年超级细菌出现以及我国医院内感染发生率呈大幅上升之势，表明细菌耐药性问题已处于严重状态，合理使用抗生素议题再次受到各方重视。新的抗生素使用管理规定讨论稿明确提出严控抗生素使用比例、抗生素分级管理及对抗生素使用金额进行限制。讨论稿规定住院病人抗生素使用比例不超过 60%（目前超过 80%）、门诊病人抗生素使用比例不超过 15%；三甲医院抗生素品种不超过 50 种（目前超过 80 种）、二甲医院不超过 35 种；三四代头孢制剂不超过 8 个品规、碳青霉烯类不超过 3 个品规、氟喹酮类不超过 4 个品规、深部抗真菌药不超过 5 个品规；抗生素分为非限制级、限制级和特殊管理级使用；抗生素使用金额不超过西药比例 20%。虽然最终稿没有出台，但目前各地方已经开始按照此规定对医院抗生素品种进行重新清理且在医疗活动中按照此要求进行执行，我们预计 7 月出台的最终稿虽然可能会与讨论稿有所差别，但总体方向依然是对抗生素使用进行严格管理。

2010 年抗生素增长 28%，我们认为随着抗生素使用管理新规执行，抗生素行业中短期内将面临增速下滑和行业洗牌的局面。尤其是高端抗生素使用限制将直接影响相关公司盈利能力。建议短期内对抗生素行业采取观望态度，待政策明确及企业实际入选医院品规情况再进行投资决策。

图表 6 我国抗生素使用占医院终端药品消费比例（%）

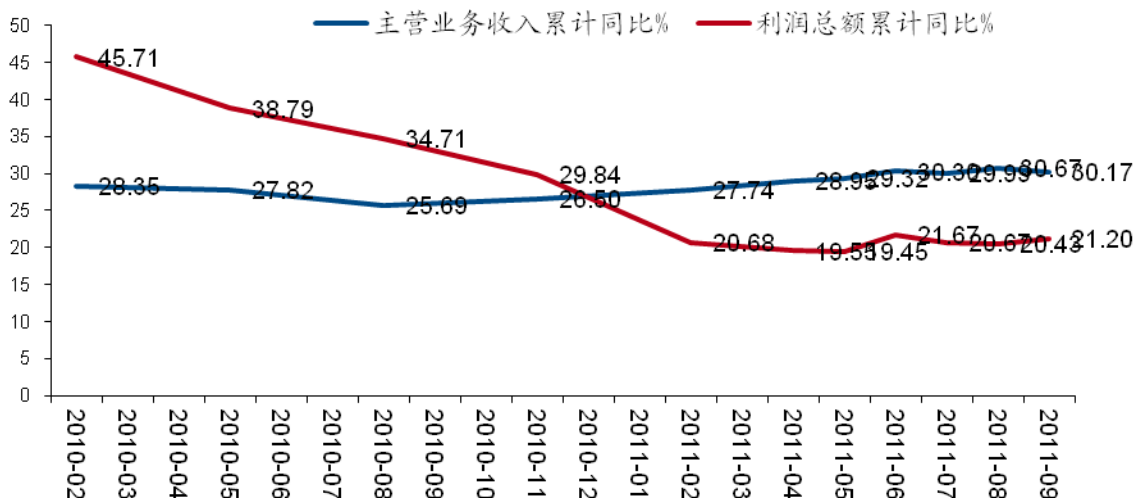


资料来源：南方所、华创证券研究所

二、医药行业业绩分化将导致板块表现分化

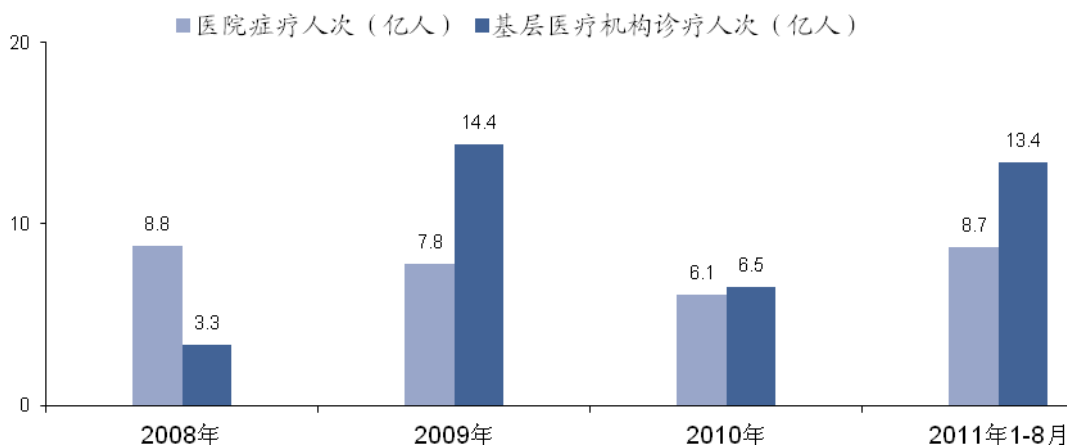
1、医药行业扩容趋势不改。2011 年 1-9 月医药制造业收入同比增长 30.17%，增速较去年同期提高 5 个百分点左右，表明医疗市场扩容趋势加速。而我国医疗服务统计表明 2011 年 1-8 月全国门诊就诊人次增长良好，其中基础医疗机构增加 13.4%、医院增加 8.7%，如果剔除 09 年甲流影响因素，2011 年就诊人次增加创出历年新高。我们认为由于各层面医保制度逐步建立健全、人口老年化、国家投入增加、医保筹资额增加、报销比例增加和报销限额增加以及基层医疗服务的大力发展是目前医疗市场扩容加速的根本原因，而这种趋势将继续延续 5-10 年的时间。

图表 7 医药制造业收入和利润总额增长情况



资料来源：万德、华创证券研究所

图表 8 全国就诊人次增长情况



资料来源：卫生部、华创证券研究所

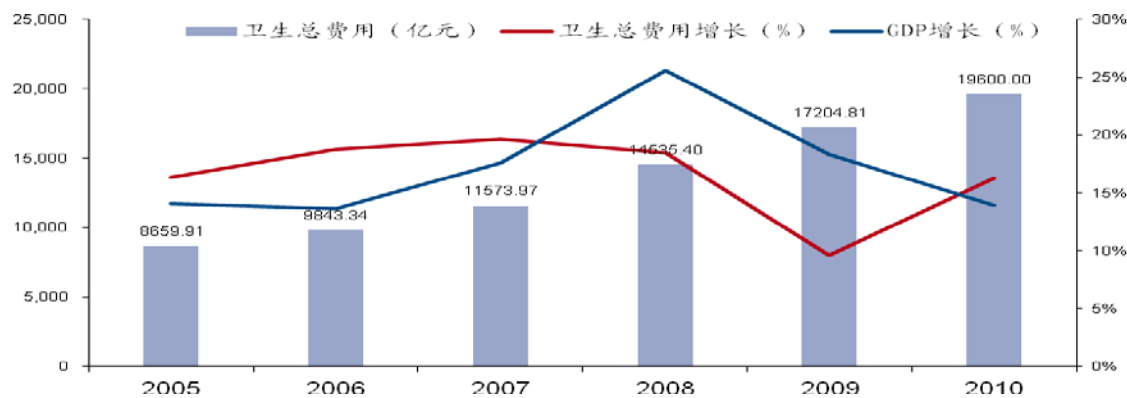
图表 9 我国卫生机构数量逐年增加

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-8 月
医院	19712	20291	20918	21334
基层卫生机构	871768	886958	906082	923129

资料来源：卫生部、华创证券研究所

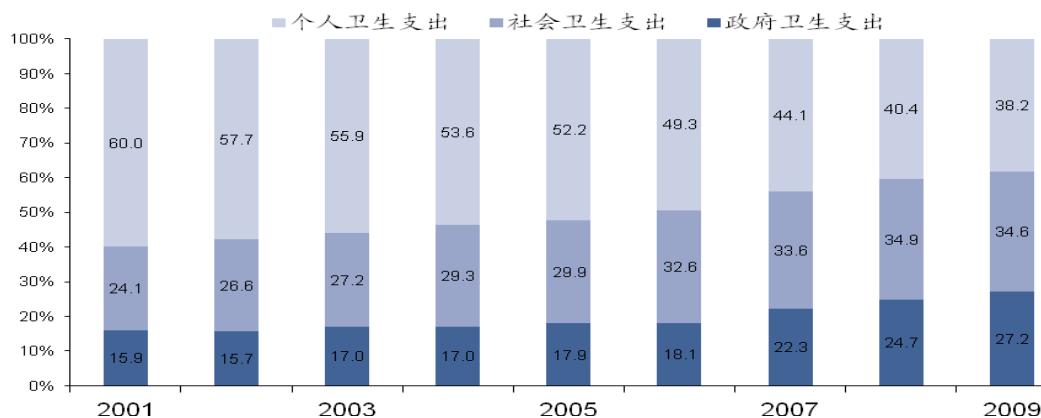
1.1 卫生费用支出快速上涨。至 2010 年我国卫生总费用支出达到 19600 亿元，相比 2005 年 8660 亿元复合增长率达到 17.75%，远高于 GDP 增长率。同时，在支出结构中政府支出逐年上升，2010 年财政支出 4745 亿元，增长 18.8%，2011 年预算支出 5360 亿元增长 13%。但至 2011 年 5 月，财政支出为 1759 亿元，增长 57.7%。政府支出占医疗卫生支出比例由 2005 年的 17.9% 上升至 2009 年的 27.7%。同时个人支出占比则逐年下降，由 2005 年的 52.2% 下降至 2009 年的 38.2%。这些数字表明政府加强医疗卫生投入以改善人民就医条件的态度和实际行动，个人支出占比逐年下降也会减轻人民的就医负担，这是医疗市场扩容的重要因素。

图表 10 我国卫生总费用支出及增长情况



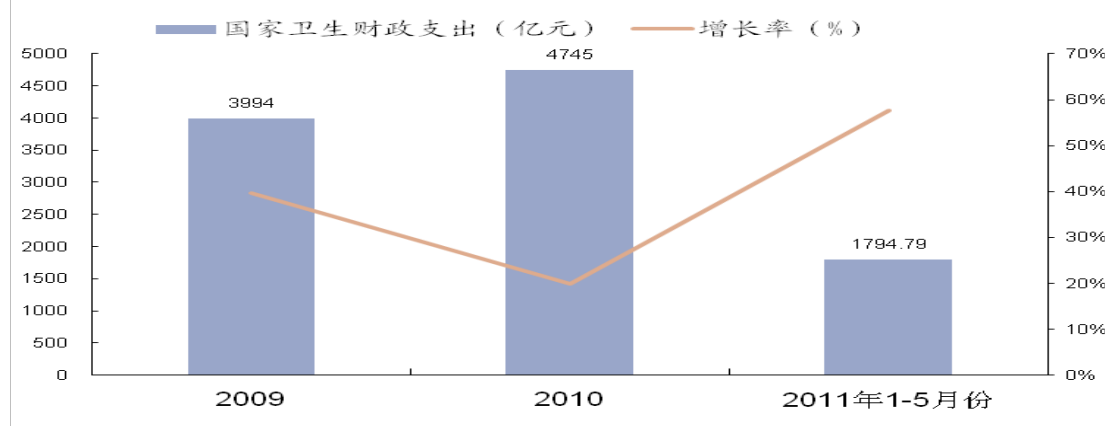
资料来源：卫生统计年鉴、华创证券研究所

图表 11 个人卫生支出逐年下降



资料来源：卫生统计年鉴、华创证券研究所

图表 12 财政卫生支出快速上涨

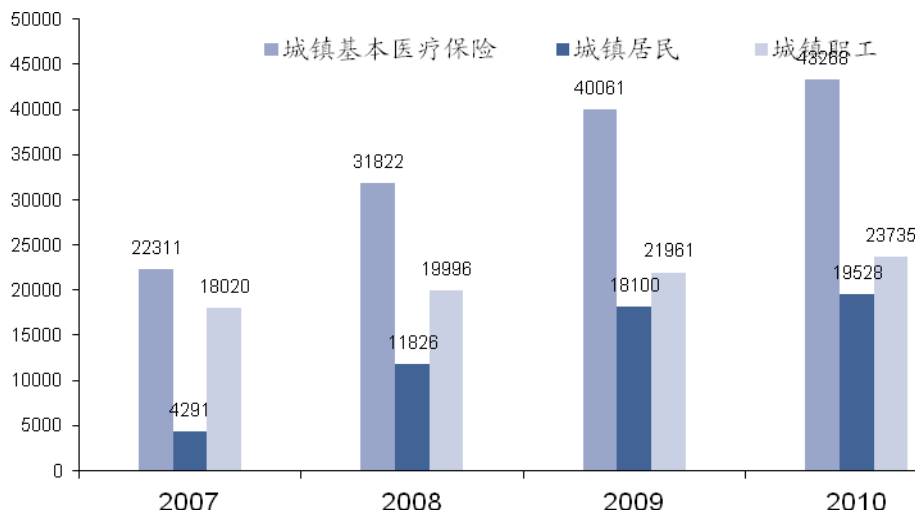


资料来源：卫生统计年鉴、华创证券研究所

1.2 社会保障制度不断完善有利于医药行业发展。自 2007 年以来虽然我国城镇就业人口每年只有 3%左右的增速,但我国城镇职工参保人数增速则超过了 10%。城镇居民基本医疗保险参保人数由 2007 年的 4291 万人上升至 2010 年的 19528 万人。城镇基本医疗保险参保人数由 2007 年的 22311 万人上升至 2010 年的 43268 万人,增长近一倍。于此同时城镇医疗保险筹资额和支出额逐年大幅增长,自 2008 年后城镇医疗保险支出额的增幅远高于筹资额的增幅。这一方面说明我国城镇居民就业意识和就医条件的改善至医疗需求增加,另一方面我国老年化至每年退休人员参保人数增长远高于就业人口增长也是医保支出增速超出筹资额增速的重要原因。我们预计 2011 年由于职工工资水平增长和城镇居民基本医疗保险政府补助提高,医疗保险筹资额度增幅将达到 25%以上(职工工资增幅 10%可以提高筹资额增幅 10%以及城镇居民基本医疗保险标准提高 67%),超过 2010 年 17.3%。

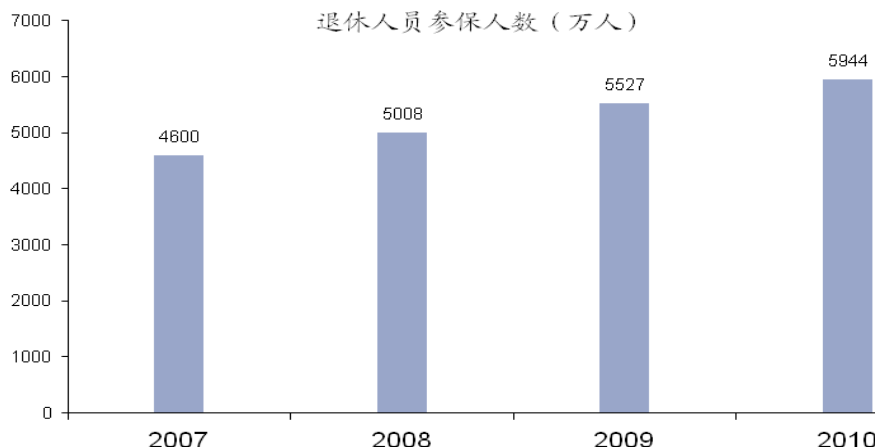
城镇居民和新农合医疗保险补助大幅提高以及保险比例和报销限额提高也将成为促进医疗行业增长的重要动力。2011 年政府对城镇居民及新农合医疗保险补助金额由原来的每人 120 元大幅提高至 200 元,并适当提高个人缴费比例,同时提高个人缴费比例。而报销比例将达到 70%左右,保险限额分别达到当地职工年平均工资、当地居民年可支配收入和全国农民年人均纯收入的 6 倍以上,且均不低于 5 万元。

图表 13 城镇职工及居民医疗保险参保人数



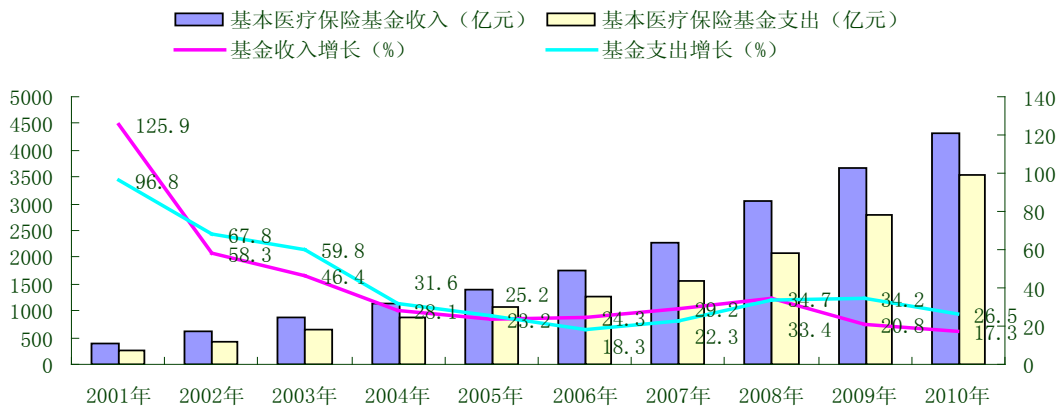
资料来源: 卫生统计年鉴、华创证券研究所

图表 14 城镇职工及居民医疗保险参保情况



资料来源: 卫生统计年鉴、华创证券研究所

图表 15 城镇基本医疗保险筹资额和支出额变化（亿元）



资料来源：人力资源及社会保障部、华创证券研究所

图表 15 新农合统计及 2011 年预测

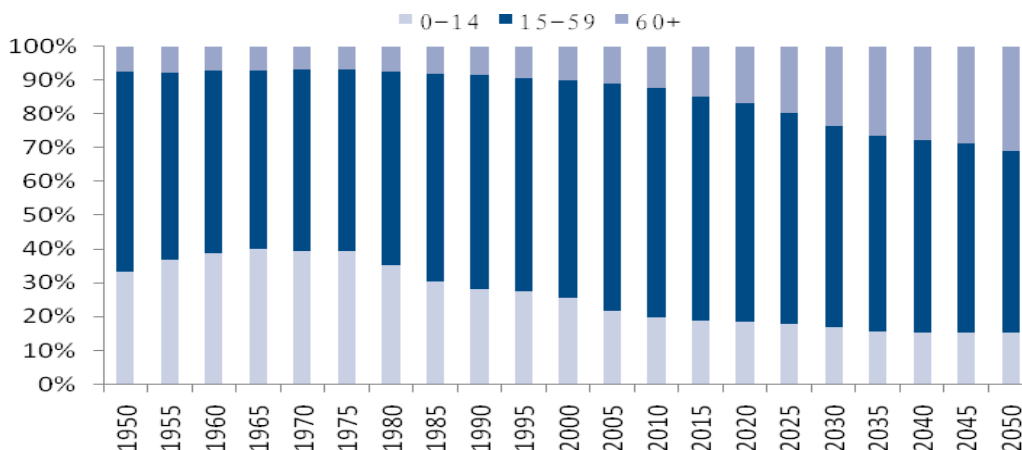
	2009	2010	2011E
参合人口数(亿人)	8.33	8.36	8.36
参合率(%)	94	96	96
当年筹资总额(亿元)	944.4	1308.3	1922.8
人均筹资(元)	113.4	156.6	230
当年基金支出(亿元)	922.9	1187.8	1634.38
当年补偿支出受益人次(亿人次)	7.59	10.87	\

资料来源：人力资源及社会保障部、华创证券研究所

1.3 老年化趋势将促进医药行业增长。第六次人口统计表明，我国 60 岁及以上人口占比为 13.26%，比 2000 年上升 2.93 个百分点。我国老年化呈加速上升状态。按目前老年化增速，预计至 2015 年我国老年人口占比将达到或超过 15%，至 2050 年老年人口有可能占总人口的 30%。

人口老年化促进医疗需求增加。除了老年痴呆、前列腺增生以及老慢支等疾病发病与年龄绝对相关外，人口老年化将致高血压、糖尿病、骨质疏松、恶性肿瘤等疾病发病率增加和医疗需求增加，同时寿命延长也将使终身用药性疾病的药品消费增加如高血压、糖尿病等。统计表明老年人口人均药品消费需求是其他人群的 3-5 倍。

图表 16 我国人口老龄化趋势加速



资料来源：人力资源及社会保障部、华创证券研究所

2、医药行业业绩分化趋势延续。2011 年药品制造业成本上升与价格下降、抗生素管理新政致抗生素使用量下降等因素导致行业整体利润增速低于收入增速，2011 年 1-9 月医药制造业收入增速 30.17%、而利润总额增速只有 21.2%。虽然由于中药材价格的下跌有可能使中成药企业四季度盈利能力提高，但总体来讲，全年行业利润增速水平有可能在 22%左右，低于年初 25%的增速预期。统计 107 家 A 股医药上市公司（剔除 st 类、无同比资料的公司和医药收入占主营业务低于 10%的公司）2011 年前三季度收入和扣非后净利润增长情况来看，上市公司收入和利润同比增长均低于行业增长，但趋势相同。但医疗服务表现突出、医疗器械和商业表现也强于其他子行业。

2.1 多重因素导致医药行业业绩分化延续。仿制药降价趋势未改、抗生素新政影响抗生素行业增长、医保支付制度改革、新 GMP 改造导致企业成本增加等因素均将导致医药行业整体业绩分化，预计未来 1-2 年医药行业整体机会难以判断。

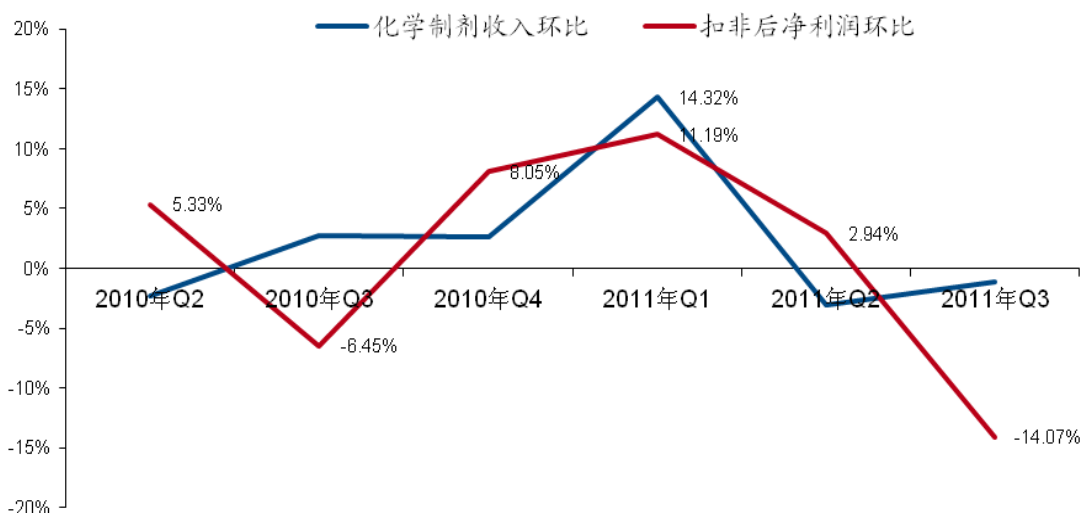
图表 17 医药板块 107 家公司 2011 年前三季度收入和扣非后净利润增长

医药公司	107 家	化学制剂 21 家	化学原料药 18 家	生物制剂 15 家	医疗服务 2 家	中药 39 家	器械 8 家	商业 6 家
收入同比增长	24%	16%	24%	4%	36%	26%	39%	31%
扣非后利润同比增长	16%	14%	3%	-18%	56%	15%	22%	24%

资料来源：万得资讯、华创证券研究所

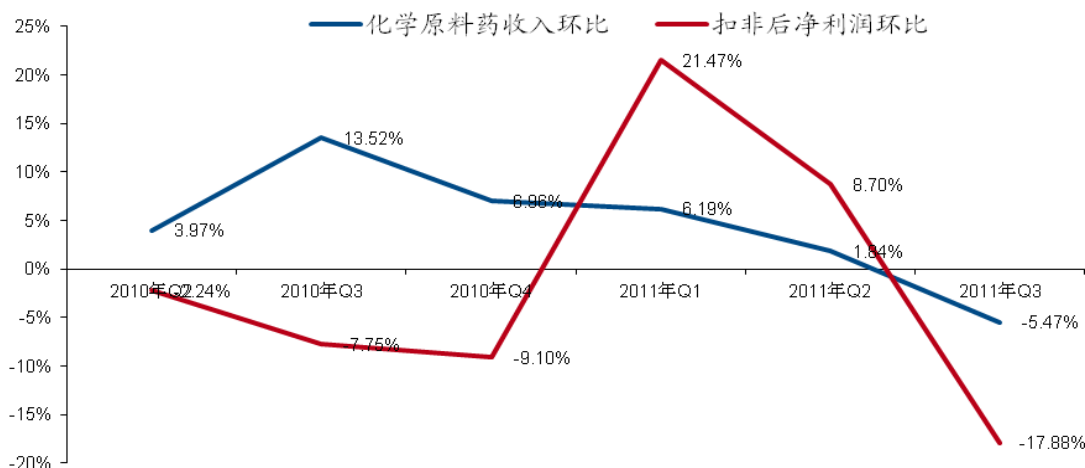
2.2 化学制药难有良好预期。化学仿制药面临国内市场的国际竞争格局正在形成，导致价格降低和竞争加剧，企业盈利增长将面临挑战。同时、基本药物招标致基本药物价格大幅降低的现实有可能加剧非基本药物招标价格下降的趋势，尤其是多家生产化学仿制药将面临更大的价格竞争压力。而抗生素行业可能面临行业性萎缩，占化学制剂 23%左右的抗生素制剂使用有可能下降至 20%以下。统计 21 家化学制剂制药上市公司 2011 年季度环比增长情况来看，上市公司盈利能力季度环比呈加速下降趋势，这种趋势有可能延续至明年上半年进入平稳期。而化学原药环比下降趋势更加明显，因此，我们认为化学制药行业在未来 2 年难有良好预期。但我们认为产品线具有强大竞争力企业、具有产品创新和营销创新的企业和具有强大资金支持的企业在化学制药整体行业面临重大变化的情况下更容易胜出，少数企业依然存在高成长的可能性。

图表 18 21 家化学制剂制药上市公司 2011 年三季度单季度环比增长情况速



资料来源：万德、华创证券研究所

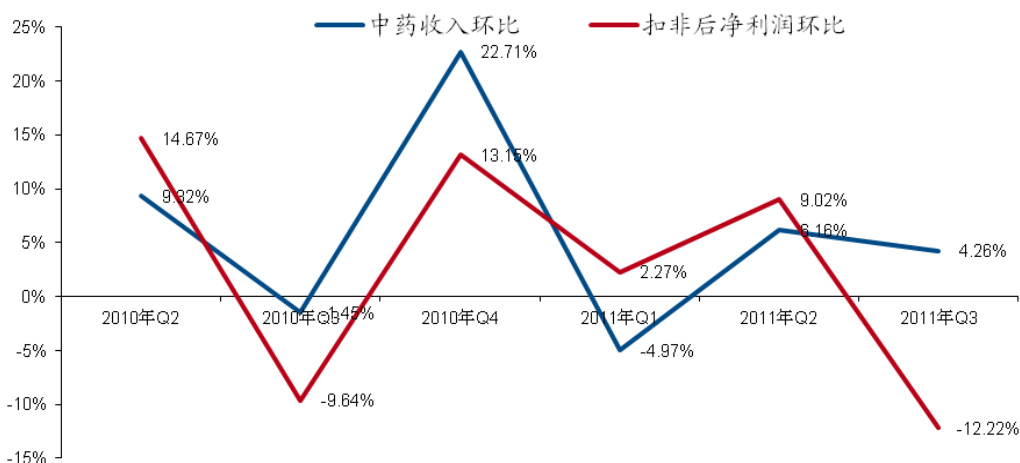
图表 19 18 家化学原药上市公司季度环比增长情况



资料来源：万德、华创证券研究所

2.3 中药行业整体盈利能力向好。统计 39 家中药类上市公司 2011 年季度环比增长情况来看，三季度整体环比增速下降明显。但我们认为中药材价格短期调整和中成药价格趋于稳定将有利于中药行业业绩增长，消费升级致中药衍生品需求增长更有利于中药板块业绩增长，而基本药物制度改善尤其是基本药物统一定价制度如果落实，将利好独家品种表现。中药材价格自 2009 年下半年开始上涨，至 2011 年 6 月部分药材价格已是两年前的数倍或十几倍。成都中药材价格指数显示至 2011 年 6 月中药材价格指数再创新高达到 127.22，但自 7 月开始由于发改委打击药材囤积行为加上中药材本身存在价格上涨过猛等问题，中药材价格开始掉头向下，至 10 月成都中药材价格指数已降至 110，较 6 月下降 20%，部分中药材价格更是下降 50%。我们认为中药材价格下降趋势将维持到明年上半年或全年，药材价格下降将直接导致中成药企业毛利率改善，盈利能力上升。中药行业增长将超过医药行业整体增长水平，有可能达到或超过 25% 的收入和利润增长。

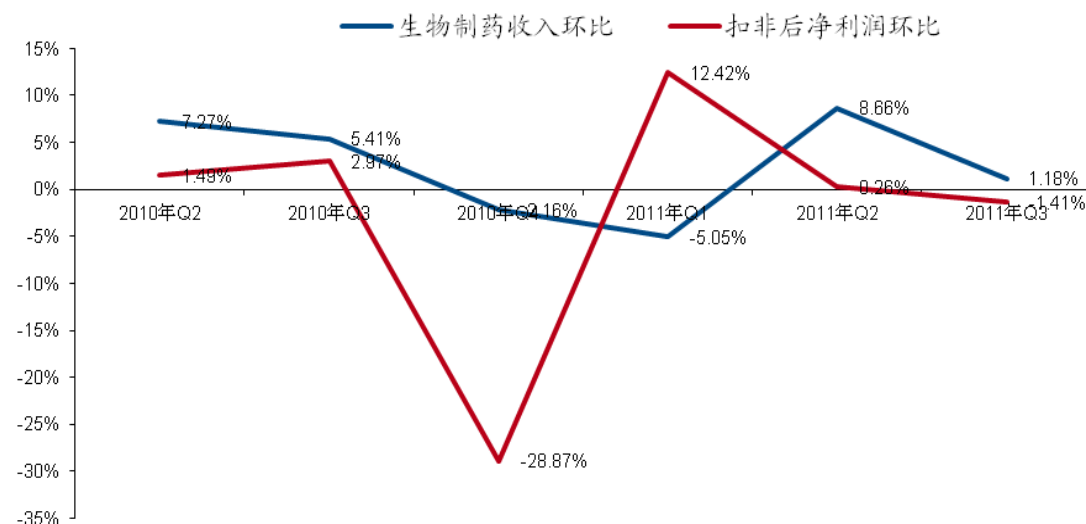
图表 20 39 家中药类上市公司季度环比增长情况



资料来源：万德、华创证券研究所

2.4 生物制剂盈利能力有望好转。受 10 年甲流收入影响、血制品白蛋白价格降低及狂犬疫苗标准调整致批签发大幅减少，生物制剂行业 2011 年盈利能力同比增幅大幅下降，2011 年 1-7 月生物制剂收入增长 30%，但利润增幅为 11.95%。统计 15 家上市公司扣非后净利润同比增长-18%，但环比增速下跌减缓。随着甲流因素消除、血制品价格由于贵州浆站关停有可能上涨、疫苗供应体系规划实施对疫苗行业扩容带来的正面影响、大分子生物制药列入医保目录增加，生物制剂有可能重拾快速增长态势。

图表 21 15 家生物制剂上市公司季度环比增长情况

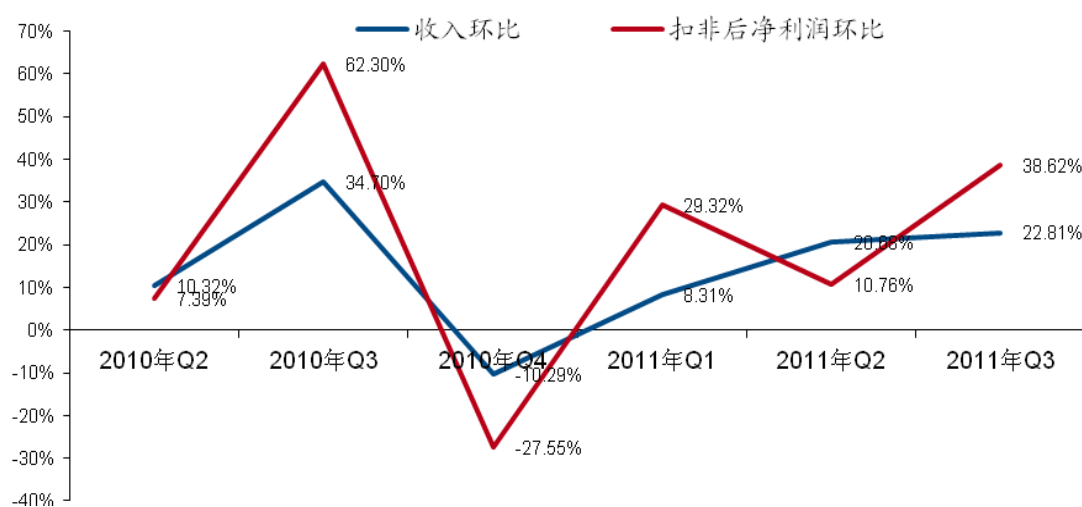


资料来源：万德、华创证券研究所

2.5 医疗服务及医疗器械快速增长趋势可望延续。政府投入增加、全民医保制度落实及改善、个人健康意识增强和人口老年化使得医疗需求加快释放，公立医院改革和鼓励民营资本进入医疗服务领域又是民营医疗机构快速发展的政策保障，医疗服务领域迎来黄金发展时期。2011 年 1-8 月全国就诊人次两位数的增长说明医疗服务需求正在得到释放。于此同时，两家医疗服务上市公司通策医疗和爱尔眼科在 2011 年业绩增长抢眼，2011 年前三季度收入增长 36%、扣非后净利润增长 56%，单季度环比增长趋势良好。

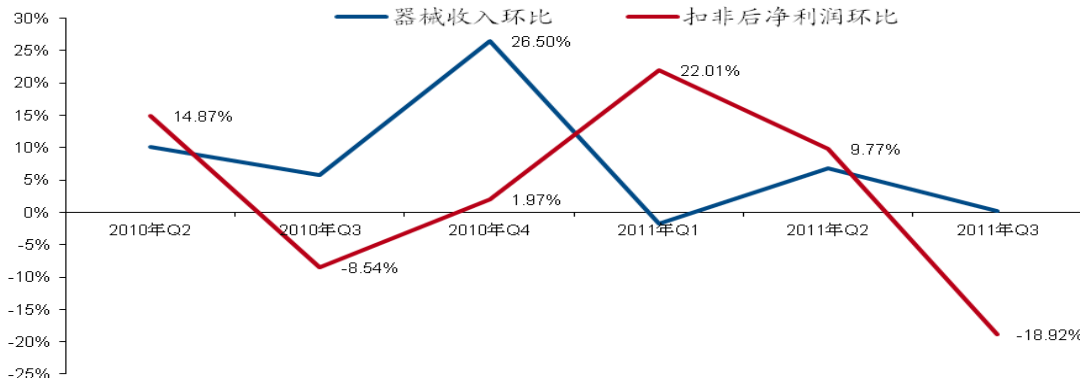
医疗器械方面，2011 年 1-7 月行业收入增长 42.47%，利润总额增长 47.13%。统计 8 家医疗器械上市公司 2011 年前三季度扣非后净利润增长 22%，高于医药行业 16% 增长。但单季度收入和扣非后净利润环比增长趋势向下，预示后续增长有可能放缓。我们认为随着新 GMP 行业标准逐步推进，2015 年过渡期来到之前，由于制药企业为满足新 GMP 标准而进行的生产线新建、改建将大幅带动相关制药装备需求，制药装备行业将面临整体行业机会。而以普通医疗器械为主营的医疗器械企业在基础医疗机构新建改建高峰过后增速有放缓的趋势，而医疗器械招投标价格下跌则对企业盈利增长造成不利影响。

图表 22 两家医疗服务上市公司季度环比增长情况



资料来源：万德、华创证券研究所

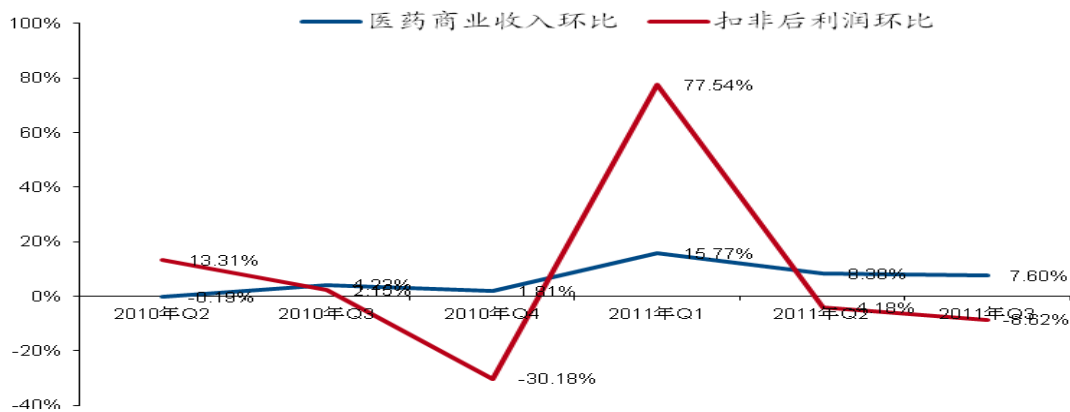
图表 23 8 家医疗器械上市公司季度环比增长情况



资料来源：万德、华创证券研究所

2.6 医药流通业集中度提高将加速。医药招标指定配送商制度直接导致我国医药流通领域集中度提高，而医药流通十二五规划要求到2015 年，我国要形成1-3 家年销售额过千亿的全国性大型医药商业集团，20 家年销售额过百亿的区域性药品流通企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发总额85%以上，药品零售连锁百强企业年销售额占药品零售企业销售总额60%以上；连锁药店占全部零售门店的比重提高到2/3 以上。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20 位达3013亿元，占同期全国市场规模的53%；前三位达到1533亿元，占同期市场规模的 26.7%，比2009年提高5.8个百分点。可以预见，在招标采购制度进一步落实、两票制进一步推进以及政策导向的作用下，我国医药流通领域集中度将得到快速提高，具有全国配送能力的全国性医药流通商业及地方龙头医药商业企业将受益。统计6家医药商业上市公司2011年前三季度收入和利润表明，虽然医药商业企业面临财富负担加重和药品降价带来的毛利率降低等不利因素，但6家医药商业企业前三季度收入增长31%、扣非后净利润增长24%，远高于整体医药行业增长。2011年前三季度单季度环比增长虽然呈下降趋势，但我们认为随着国家货币政策趋缓和行业集中度提高，医药商业盈利能力有望进一步提升。

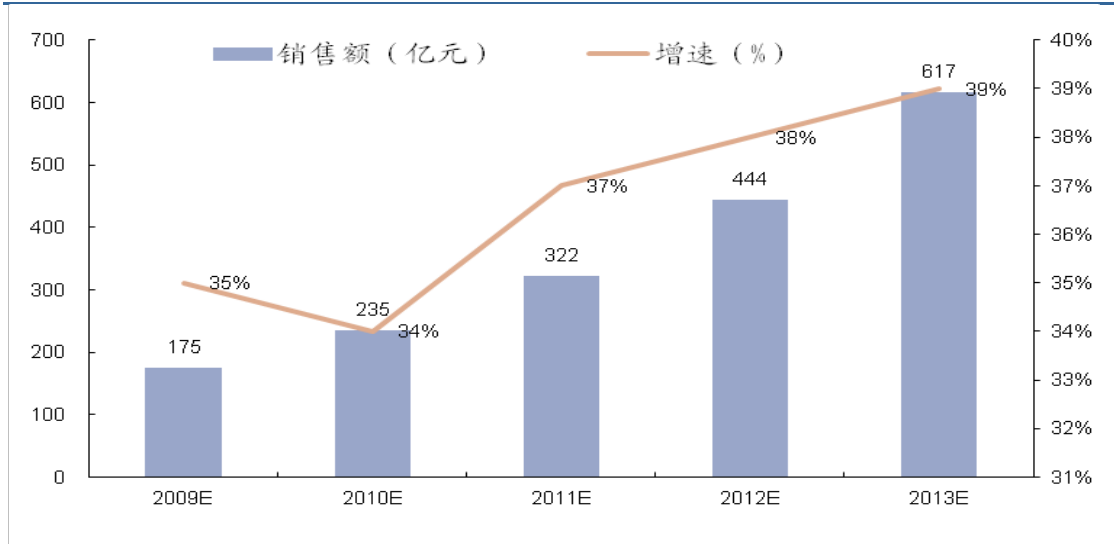
图表 24 6 家医药商业上市公司季度环比增长



资料来源：万德、华创证券研究所

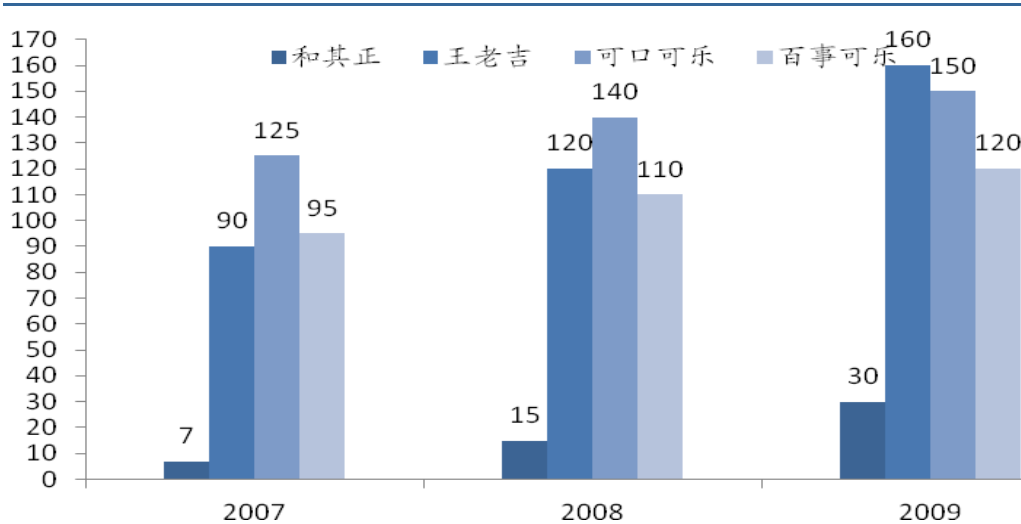
3、消费升级带动中药衍生品行业快速增长。老年化、亚健康人群增加及健康意识增强将导致人们对保健品需求的大幅增加，消费升级趋势形成。而我国源远流长的中药文化将使得中药衍生品成为此轮消费升级最主要受益行业。中药衍生品包括中药日化、中药饮品和保健品。根据相关市场调研资讯，我们测算中药日化未来增长可望保持在 30%左右、而中药饮品也将保持在 25%左右的增长。保健品行业有望保持 15%或以上的增长，但我们认为历史悠久的品牌中药保健品增长将更为突出。我们重点推荐中药日化代表企业云南白药、集中药保健品及日化为一身的片仔癀和中药饮品代表企业广州药业。

图表 25 三大类中药日化产品销售预测



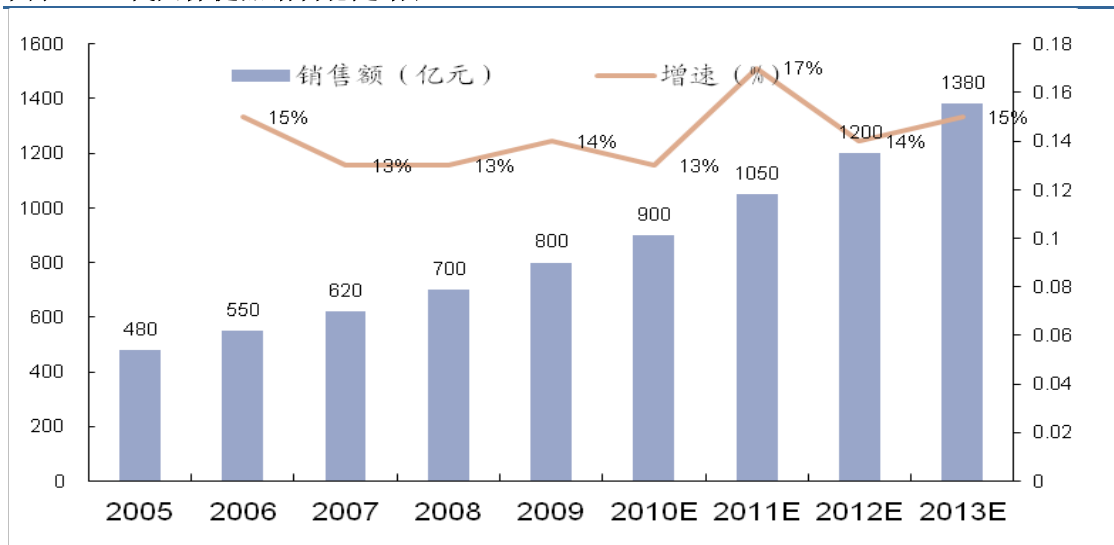
资料来源：万德、华创证券研究所

图表 26 中药饮料和两乐销售收入变化情况



资料来源：万德、华创证券研究所

图表 27 我国保健品销售稳定增长



资料来源：中国保健品协会 华创证券研究所

4、创新成为企业增长的原动力。创新包括管理创新、模式创新和科技创新，管理创新和模式创新可以使企业突破发展瓶颈，进入新的发展阶段。但我们更看重医药行业科技创新新产品对公司发展的巨大作用，因为医药科技创新新产品不仅为患者带来新的更有效的解决方法，更会为公司带来巨大利益，是公司发生根本性转变的原动力。从早期的安进公司促红细胞生成素到近期的辉瑞公司的立普妥都是医药科技创新为企业带来革命性转折的经典例子。而历年全球新品销售收入占全球药品销售收入近 40%的比例也说明创新的重要性。我国生物医药十二五规划明确提出十二五期间要完成 15 个现代生物技术药物研发、10 个以上有自主知识产权的化学药投放市场、50 个以上质量标准完善、药效机理清楚、安全、高效、稳定、可控的现代中药、培育 50 个以上拥有自主知识产权、掌握核心技术、达到国际先进水平的生物医学工程产品。同时将拿出 100 亿重大新药专项资金和 50 亿元重大传染病防治专项资金支持科技创新。重点推荐重庆啤酒、海南海药和瀚宇药业。

图表 28 全球药品销售增长高度依赖新药上市

年份	数量（个）	销售额（亿美元）	销售额增长率（%）	占全球药品销售比例（%）
2005	103	2171.26	23.6	33.9
2006	104	2405.62	10.8	36.1
2007	119	2807.69	16.7	39.4
2008	126	3023.95	7.7	39.3

资料来源：美国制药协会

三、 **投资建议：推荐（维持）。**虽然医药行业短期整体机会难以预期，但医药行业扩容趋势不改，长期增长趋势明确，以医疗扩容、消费升级及创新为投资重点获得超额收益的可能性将超过行业整体配置。重点推荐重庆啤酒、海南海药、通策医疗、片仔癀、瀚宇药业、舒泰神、新华医疗、昆明制药及精华药业。

图表 29 华创证券研究所重点推荐个股及投资要点

公司	10A	11E	12E	13E	投资要点
重庆啤酒	0.75	0.43	0.5	0.57	合成肽乙肝疫苗 2 期试验结束进入 3 期，并有可能走绿色通道申请新药注册
海南海药	0.14	0.83	1.01	1.66	制药产业链完整有望保持快速增长、人工耳蜗业绩贡献
通策医疗	0.31	0.5	0.7	0.97	医疗扩容受益、高增长持续
片仔癀	1.39	1.89	2.76	3.88	稀缺资源提价能力增强、日化产业有望快速增长、携手华润长远发展可期
新华医疗	0.45	0.79	1.17	1.72	新 GMP 标准实施行业机会致公司高增长持续、增发项目实施带来新盈利增长点
昆明制药	0.27	0.43	0.6	0.81	血塞通放量有望加速，业绩弹性加大
精华制药	0.53	0.55	0.78	1.07	营销改革致业绩爆发增长可能、进入日化产业促进公司长远发展
瀚宇药业	0.53	0.83	1.29	2.02	多肽药物龙头、爱菲肽和卡贝缩宫素获批促进公司爆发增长
舒泰神	0.77	1.35	1.91	2.5	医保至苏太生放量延续、销售模式改革促进舒泰清增长。突出研发实力有利公司长远发展

资料来源：华创证券研究所

重庆啤酒 (600132. SH) / 63.73 元

巨大市场潜力促进股价节节攀高

主要观点

- 预测治疗用合成肽乙肝疫苗 II B 临床试验接盲 E 抗原转阴率 40%以上：**公司公告治疗用合成肽乙肝疫苗 II B 临床试验已于 9 月底结束，目前应以开展实验样品统一检测、实验病人资料整理及化验单收集整理等工作，预计实验结果将于 11 月中下旬接盲。我们预计最终接盲结果其 E 抗原转阴率将在 40%以上，高剂量组有可能达到 50%。如果这一预测成为现实，这将是目前为止治疗慢性乙肝药物疗效最为有效也是最为安全的药物（至目前为止治疗用合成肽乙肝疫苗临床试验没有发现严重不良反应），一旦其上市，必将成为治疗慢性乙肝病人的首选药物。
- 启动申请美国 FDA III 期临床试验有助于治疗用合成肽乙肝疫苗全球市场的上市：**公司董事会同意佳辰生物工程有限公司在治疗用合成肽乙肝疫苗 II 期临床试验接盲后启动向美国 FDA 申请 III 期临床试验的程序，这不仅表明公司或研究者对治疗用合成肽乙肝疫苗未来前景的信心，更有利于该产品获批后在全球统一上市。治疗用合成肽乙肝疫苗上市后的市场潜力扩大 2 倍，由面临国内 1.2 亿乙肝人口（包括乙肝病毒携带者）转而面临全球 3.5 亿乙肝人口的可能。
- 对治疗用合成肽乙肝疫苗临床试验及新药注册进程预测：**由于解决乙肝是十二五规划重大专项，属于药品注册管理办法绿色通道可选项目。根据药品管理法规，II B 临床试验接盲后其实验总结报告需要提交给国家药监局评审中心进行评审，预计最终 SFDA 承认结果将在 2012 年 2 月前后公布。预计在治疗用合成肽乙肝疫苗 II B 实验结果公布后，公司有可能以 II 期试验结果向 SFDA 申请新药注册。我们认为如果公司进行申报，SFDA 受理和批准的可能性较大，如此，治疗用合成肽乙肝疫苗将可能在 III 期临床试验结束之前获得新药证书并上市。由于 III 期临床试验变更为国际多中心临床试验，在 SFDA 结果于 2012 年 2 月前后公布后，公司将申请美国 FDA 国际多中心临床试验，因此，我们预计 III 期临床试验正式启动将可能在 2012 年底，并于 2014 年或 15 年结束。因此我们判断治疗用合成肽乙肝疫苗有可能于 2013 年获批（绿色通道）或者 2015 年获批并上市，但 2015 年后的市场必将是全球市场。
- 投资建议：**强烈推荐（维持）。上调公司 2011 年、2012 年及 2013 年 EPS 为 0.43 元、0.5 元和 0.57 元。我们认为治疗用合成肽乙肝疫苗将可能成为治疗乙肝疾病革命性的药物及首选药物，且有可能在 2013 年国内上市，并于 2015 年全球上市，面临 3.5 亿乙肝人口其市场潜力巨大，维持强烈推荐评级。

风险提示：II B 试验接盲结果只是预测，实际结果有可能低于预期而影响股价表现；假设绿色通道申请新药注册存在不确定性；III 期国际多中心临床试验进程存在不确定性。

证券分析师：廖万国
执业编号：S0360210100002
Tel: 0755-82027735
Email: liaowanguo@hczq.com

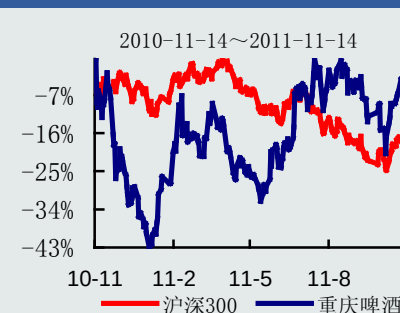
投资评级

投资评级：强推
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	48397
流通 A 股/B 股(万股)	48397/0
资产负债率(%)	60.35
每股净资产(元)	2.97
市盈率(倍)	193.24
市净率(倍)	21.47
12 个月内最高/最低价	79.98/43.71

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《市场潜力预期由 1.2 亿人口向 3.5 亿人口转变》	2011-10-27
《主营业务稳定增长 治疗用合成肽乙肝疫苗临床试验进展顺利》	2011-03-24
《治疗用合成肽乙肝疫苗临床试验均进展顺利 成功概率加大》	2011-01-25
《重庆啤酒-治疗用乙肝疫苗临床试验进展顺利、建议继续买入并持有》	2010-09-02
《疑虑消除、安心持股》	2010-06-26
《股权高价转让部分体现了治疗用乙肝疫苗价值》	2010-06-11

化学制药

海南海药 (000566.SZ) / 26.65 元

制药和医疗器械双轮驱动

业绩爆发增长在即

证券分析师：廖万国
执业编号：S0360210100002
Tel: 0755-82027735
Email: liaowanguo@hczq.com

主要观点

一、**主营业务大幅增长。**1-9 月实现主营业务收入 5.14 亿元，同比增长 16.91%；实现净利润 1.42 亿元，同比增长 327%，扣非后净利润 6522 万元，同比增长 95%。公司年初对营销政策进行了重大调整效果显现，公司将制剂销售分为 4 个事业部，即胃肠事业部、肿瘤事业部、招商事业部和普药事业部，权责明确，有利公司长远发展

二、**增发成为公司转折点。**公司将利用募集资金进行力声特人工耳蜗生产线及销售体系建设、390 吨投保中间体头孢噻吩酸、7-ACCA、7-ANCA 生产线建设以及海药研发中心建设。海南海药将占有力声特 91.17% 股权，占有天地药业股权也由目前的 69.44% 上升至 91.79%。

2.1 人工耳蜗市场潜力巨大。上海力声特医学科技有限公司人工耳蜗目前已进入批量生产。我们预计人工耳蜗 2011 年销售量在 300 套左右，实现销售收入 1500 万元左右，按照 30% 的净利率计算可以产生 450 万净利润。预计 2012 年将会有 2000 套左右的销售量，形成 1 亿元左右的销售收入（税后）和 3000 万左右的净利润。我们认为人工耳蜗将在 2013 年进入爆发期，形成 5000 至 10000 套销售，并成为公司重要的利润来源。

2.2 头孢中间体生产线建设将完善公司头孢制剂产业链有利于增强竞争力。头孢噻吩酸、7-ACCA 及 7-ANCA 属于头孢关键中间体，其生产线建成有利于公司打通头孢系列产业链。目前头孢噻吩钠和 7-ACCA 价格依然维持 1950 元/公斤和 2000 元/公斤，和一年前价格持平，侧面说明其需求的刚性。而 7-ANCA 价格目前为 6000 元/公斤，虽然较一年前 6500 元的价格有所下跌，但基本平稳。因此，我们认为上市三种头孢中间体生产线建成不仅会为公司打通头孢产业链，有利于其头孢产业链成本降低，而且 390 吨关键中间体的建成本身也会为公司带来 8 亿元左右的销售收入和超过 2 亿元的毛利。将会成为公司未来重要的利润增长点。

三、**投资建议：强烈推荐（维持）。**我们维持公司 2011 年、2012 年及 2013 年主营业务净利润为 1.3 亿元、2.49 亿元和 4.12 亿元的预测，按增发后股本摊薄 EPS 分别为 0.53 元、1.01 元及 1.66 元。2011 年由于房地产转让等非经常损益收益 7300 万元，贡献 EPS0.3 元，全年摊薄 EPS0.83 元。我们认为海南海药成功增发后占有力声特 91.17% 和天地药业 91.79% 的股权，公司制药业务产业链将完全打通，制药业务将迎来快速增长。同时，力声特作为我国人工耳蜗的先行者，未来潜力不可估量。在目前的市场条件下，公司的估值应不低于 40 倍 PE，目前 25.7 元的股价未能反映公司未来价值，维持强烈推荐评级。给予 12 个月 40.4 元的目标价。

风险提示：抗生素管理新规对公司抗生素产品影响需要观察、人工耳蜗销售低于预期

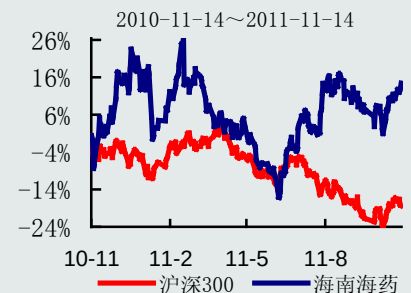
投资评级

投资评级： 强推
评级变动： 维持

公司基本数据

总股本(万股)	24759
流通 A 股/B 股(万股)	21037/0
资产负债率(%)	28.06
每股净资产(元)	5.46
市盈率(倍)	46.26
市净率(倍)	4.88
12 个月内最高/最低价	30.74/19.41

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《主营业务大幅增长 爆发增长可期》	2011-10-28
《增发成为公司转折点 主营业务爆发增长可期》	2011-08-31
《成功增发 扬帆起航》	2011-08-23
《人工耳蜗获批 未来爆发增长值得期待》	2011-03-03
《盈利大幅下降 爆发增长可期》	2011-02-27
《主营业务有望大幅增长 人工耳蜗提升估值》	2011-01-23

医疗服务 II

通策医疗 (600763. SH) / 20. 23 元

业绩持续高增长，内生外延双轮驱动长期发展

主要观点

1. 期间费用下降，业绩高增长略超预期。公司前三季度共实现收入 2.31 亿元，同比增长 30.07%；净利润 5695 万元，同比增长 38.15%，对应 EPS 为 0.36 元。前三季度公司每股经营活动现金流 0.38 元，同比增长 31.03%。第三季度单季度实现收入 9835 万元，同比增长 30.99%；净利润 2601 万元，同比增长 24.89%，对应 EPS 为 0.16 元，扣除非后每股收益 0.16 元，同比增长 25.55%。前三季度口腔医疗服务毛利率 47.49%，同比提升 0.51 个百分点，种植牙、口腔正畸等美容需求高附加值项目提振盈利能力；前三季度期间费用 3021 万，同比增长 1.81%，但期间费用率下降 3.61 个百分点。

2. 下属口腔医院增长趋势良好，宁波口腔医院扩建有望明年投入使用，高增长有望持续。杭州口腔医院是公司的核心优质资产，今年上半年营业收入约 1.06 亿元占公司收入的 80%，并以 27.65% 的较快增速，为公司业绩提供了强力支撑；杭州片区的门诊部主要集中在上城区和西湖区，未来仍有较大发展空间。宁波市人口与杭州接近，宁波口腔医院上半年营业收入仅为 1133 万元，今年上半年实现了 58.42% 较快增长，而且明年宁波口腔中心医院有望明年开业，将成为公司业绩增长新亮点。长期看公司有可能借杭口、宁波口腔逐步积累的品牌效应，辐射周边区域，实现其他区域如衢州、沧州的快速增长。

3. 借政策东风，打造医疗服务服务投资集团，外延式发展值得期待。公司定位清晰，不仅仅是发展口腔医疗服务，未来将发展成为医疗服务投资集团。卫生部今年2月发布了《公立医院改革试点的指导意见》，提出鼓励、支持和引导社会资本进入医疗服务领域。公司是国内第一家专注于医疗服务行业投资管理的上市公司，目前16 个试点城市的项目都有参与，公司参与昆明市公立医院改革试水较为成功，未来有望成为公司参与公立医院改革的新样板。而且公司产业基金的成立有利于公司横向规模性并购、纵向产业链衍生等方面提供支持，协助公司做大做强。

4. 投资建议：推荐（维持）。我们调高盈利预测为2011-2013年EPS 0.5/0.7/0.97 元，对应PE分别为40X/29X/21X。考虑医疗服务扩容趋势加速，口腔业务市场增长潜力巨大，公司宁波口腔中心医院有望明年开业并成为公司利润新的增长点，且公司参与公立医院改革符合国家政策发展，未来公司有望借政策东风实现外延式扩张走医疗集团化道路，看好公司长期发展，维持“推荐”的投资评级。

风险提示：公司扩张过程中医生资源和管理能力存在瓶颈问题

证券分析师：廖万国
执业编号：S0360210100002
Tel: 0755-82027735
Email: liaowanguo@hczq.com
联系人：胡朝凤
Tel: 010-59370816
Email: huchao Feng@hczq.com

投资评级

投资评级：推荐
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股) 16032
流通 A 股/B 股(万股) 16032/0
资产负债率(%) 13.04
每股净资产(元) 1.97
市盈率(倍) 56.95
市净率(倍) 10.27
12 个月内最高/最低价 23.1/15.6

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《主营高速增长，高附加值业务盈利能力持续增强》 2011-08-18
《医疗需求释放助推业绩持续增长》 2011-07-19
《专注医疗服务 快速增长趋势显现》 2011-04-24
《进军妇幼保健医疗，大型综合性医院管理集团已具雏形》 2011-04-12
《理顺组织架构，优化资源配置》 2011-03-10
《2010 年业绩预增 100%以上，符合预期》 2011-01-10

中药 II

片仔癀 (600436. SH) / 76.92 元

片仔癀提价能力增强

携手华润有利公司长远发展

主要观点

- 片仔癀未来提价幅度和频率将更高更快:** 由于片仔癀产品以天然麝香入药, 原料由国家统一供应, 极大限制产能, 有别于其他产品, 随着天然麝香货源逐渐紧缺, 我们认为片仔癀提价是必然趋势, 3 年内价格有望倍增, 公司业绩有望保持快速增长。11 年 10 月公司宣布片仔癀再次提价, 内销每粒提价 40 元人民币 (涨幅 18.18%)、外销每粒提价 6 美元 (涨幅 25%), 按照内销 55% 和外销 45% 量计算, 综合提价幅度 21.2%, 符合我们此前预期, 按照目前 230 万粒产量计算, 此次提价将为公司增加近 1 亿元毛利和 7000 万左右净利润。
- 通过与合资公司平台公司有望保持长期稳定发展:** 公司目前产品销售以片仔癀为支柱, 但受制于原材料资源紧缺, 公司只能通过片仔癀提价增强盈利能力, 难以保持公司长远发展。而茵胆平肝胶囊、护肝片、心舒宝、金糖宁胶囊、片仔癀含片、片仔癀软膏、片仔癀痔疮膏、片仔癀润喉糖等产品经营多年结果惨淡, 皇后牌药装系列、片仔癀日化系列亦无力支撑业绩。此次与华润集团合资成立子公司, 引入更为先进的营销理念, 依托华润系统的销售网络, 长期看有利于公司稳定发展。
- 高端销售策略初显成效:** 公司片仔癀系列产品在国内高端市场初见规模, 自实行 VIP 会员制度以来, 据不完全统计 10 年 VIP 渠道实现营收 3500 万, 预计 11 年增速达 100%, 显示出良好的增长势头, 有效地控制了期间费用率, VIP 客户渠道逐渐稳定贡献业绩。
- 药妆业务有望突破亿元大关:** 中药题材日化产品将逐渐成为细分市场的热点, 公司上半年完成牙膏产品的包装更新与市场铺货工作, 加大广告投入, 继续推进化药妆业务, 受益于片仔癀的品牌优势与保健功效, 药妆产品将成为公司盈利的新增长点, 我们预计 11-13 年复合增长率在 50% 以上, 11 年有望突破亿元大关。
- 投资建议:** 强烈推荐 (维持)。在不考虑片仔癀 2012 年继续提价的前提下, 我们维持公司 11-13 年 EPS 为 1.89、2.76、3.88 元的业绩预测, 目前股价对应的 PE 分别为 33X、22X、16X。我们认为片仔癀价格随着天然麝香货源逐步紧缺将大幅提高, 2012 年存在再次提价 10% 可能, 3 年内有望成倍提价, 公司业绩有望保持高速增长。目前股价显然低估公司价值, 维持强烈推荐评级。按照 40 倍 PE 计算, 公司 12 个月目标价位 110 元。

风险提示: 片仔癀后续提价幅度不达预期、中药材价格波动影响业绩

证券分析师: 廖万国
执业编号: S0360210100002
Tel: 0755-82027735
Email: liaowanguo@hczq.com

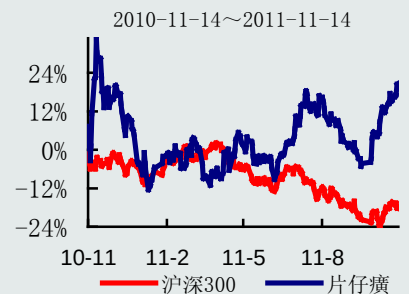
投资评级

投资评级: 强推
评级变动: 维持

公司基本数据

总股本(万股)	14000
流通 A 股/B 股(万股)	14000/0
资产负债率(%)	25.47
每股净资产(元)	8.05
市盈率(倍)	55.69
市净率(倍)	9.56
12 个月内最高/最低价	94.83/56.82

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: 港澳资讯

相关研究报告

- 《打造合资平台, 利好长期发展》
2011-11-09
- 《提价推动业绩, 持续增长可期》
2011-10-20
- 《提价符合预期 未来提价空间仍然大》
2011-10-12
- 《片仔癀提价增强盈利能力 药妆产品快速增长》
2011-08-23
- 《量价齐升 高增长可望持续》
2011-04-29
- 《业绩快速增长, 产品仍有提价空间》
2011-04-11

新华医疗 (600587. SH) / 32.58 元

新 GMP 行业标准实施促进公司高增长

主要观点

- 业绩增长符合预期，高增长有望持续：**公司报告期内营收同比大幅增加达到 71.59%，三季度单季度营收同比增幅达 50.98%，环比增长 19.47%，符合我们之前预期。我们认为，得益于新版 GMP 认证的行业机遇，公司实现爆发式增长，为期 5 年的新 GMP 改造将为公司主营产品消毒设备和大输液生产线带来持续快速增长，行业景气度有望维持 3-4 年时间。随着第一批新版 GMP 认证的通过，将有更多企业加大建设力度，力争 15 年关门之前获得认证，公司快速增长趋势有望持续。
- 公司产品锁定新版 GMP 改造市场，快速增长可期：**公司主营灭菌消毒设备生产销售、全自动非 PVC 大输液生产线生产销售和医院消毒中心整体工程建设，其中灭菌消毒设备是公司的核心业务和主要盈利产品，占到我国 90% 以上的市场份额，业内已形成品牌效应，成为众多医药企业设备改造的首选；而公司拟加大低温灭菌设备投入，也将成为公司重要的利润增长点。非 PVC 大输液生产线技术处于我国领先地位，新版 GMP 实施后，许多半自动大输液生产线需要更新换代，这为公司带来极好的发展机遇。公司产品锁定新版 GMP 改造，是众多医疗企业设备改造的首选，其快速增长值得期待。
- 整体工程解决方案将成为重要利润增长点，医院渠道优势明显：**近年来开展的医院感染控制中心整体工程建设发展快速，公司两年前涉足医院感染控制中心整体工程解决方案领域，预计目前年收入超亿元。由于公司与医院多年的合作关系，积累了医院整体解决方案经验，公司拟通过融资进入数字一体化手术室工程预计将成为公司另外一个重要的利润增长点。同时，公司目前拥有的空气净化系统设备制造是新 GMP 标准实施后企业需求较大的领域，如果公司加强此领域的投入力度，也将会成为公司持续爆发增长的动力。销售方面，经过多年的市场培育，公司在医院渠道优势明显，淄博矿业入主后其旗下多家医院也成为公司的有力支持。
- 投资建议：推荐（维持）。**我们维持公司 2011 年、2012 年及 2013 年 EPS0.79 元、1.17 元和 1.72 元业绩预测不变。PE 分别为 40 倍、26 倍和 18 倍。考虑到新 GMP 标准实施将带来 3-4 年的行业景气度，公司未来高增长值得期待，维持对公司推荐评级不变，给予 12 个月目标价 46.8 元。

风险提示

产能瓶颈有可能至公司业绩增长低于预期；融资项目进程和盈利能力有可能低于预期。

证券分析师： 廖万国
 执业编号： S0360210100002
 Tel: 0755-82027735
 Email: liaowanguo@hczq.com
 联系人： 平晓川
 Tel: 010-66500867
 Email: Pingxiaochuan@hczq.com

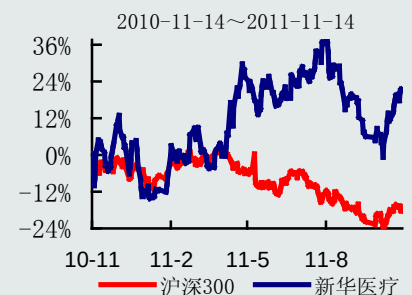
投资评级

投资评级： 推荐
 评级变动： 维持

公司基本数据

总股本(万股)	13439
流通 A 股/B 股(万股)	13439/0
资产负债率(%)	55.63
每股净资产(元)	5.67
市盈率(倍)	56.11
市净率(倍)	5.75
12 个月内最高/最低价	37.85/21.98

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

- 《业绩保持高增长，符合预期》
2011-10-27
- 《业绩增长符合预期 高增长有望持续》
2011-10-20
- 《行业性机会致业绩爆发增长 未来可望维持》
2011-08-31
- 《业绩持续高增长值得期待》
2011-07-12
- 《业绩快速增长，未来将受益于新版 GMP》
2011-03-14
- 《业绩大幅增长、行业机会不可忽视》
2010-10-27

中药 II

昆明制药 (600422. SH) /14. 69 元

血塞通放量可望加快 业绩弹性加大

主要观点

- 主营产品快速增长符合预期，四季度好于三季度：**我们预计 11 年 1-9 月公司主营产品血塞通粉针、天麻素注射液等植物药营收增速达 40%以上，主要受益于较好的药物投标策略以及基药政策逐步推广，冬春季节是心脑血管疾病高发季节，我们认为四季度主营产品销售将好于三季度，预计 11-13 年公司主营产品营收增速将保持 30-50%水平。
- 产能扩张着眼未来发展，计划公增投入新生产基地建设：**血塞通冻干粉针车间扩建工作已完成，乐观估计年底可以达产，达产后产能增加 3000 万支，产能瓶颈将得到明显改善。公司计划通过公开增发募集 7 亿元资金，其中生产基地建设与产能扩张项目投入达 6.72 亿元，在新签约的呈贡工业园区打造国际化制剂基地、小容量注射液生产车间和中药现代化基地，为 15 年之后公司稳步发展奠定坚实基础。
- 血塞通放量有望持续：**我们预计公司血塞通针剂今年销售量在 2000 万支左右，而同是基本药物品种的血栓通粉针剂预计销售 2 亿支左右，而两者的销售模式雷同。因此，我们认为昆明制药血塞通针剂有望继续大幅放量，公司业绩因此具有较大增长潜力。同时，公司的血塞通及灯银脑通胶囊估测报告期内实现销售额 4000-6000 万元，同比增长约 100%，公司胶囊产品有望成为业绩新的支撑点。
- 盈利预测：**维持推荐评级。维持公司 11-13 年 EPS 分别为 0.43、0.60 和 0.81 元，目前股价对应的 PE 为 33X、23X、17X。公司着力心脑血管产品，具有良好的成长性，故维持推荐评级，未来 12 个月目标价 21 元。

风险提示

- (1) 产能扩张不达预期；(2) 中药材价格变化影响公司盈利能力。

证券分析师：廖万国

执业编号：S0360210100002

Tel: 0755-82027735

Email: liaowanguo@hczq.com

投资评级

投资评级：	强推
评级变动：	调高

公司基本数据

总股本(万股)	31418
流通 A 股/B 股(万股)	31391/0
资产负债率(%)	42.80
每股净资产(元)	2.47
市盈率(倍)	50.02
市净率(倍)	5.95
12 个月内最高/最低价	17.38/10.55

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

- 《主营产品快速增长，中期高增长看血塞通放量》 2011-10-24
- 《股权激励触发在即，业绩持续增长可期》 2011-08-31
- 《激励机制改变业绩快速增长》 2011-07-29

中药 II

精华制药 (002349.SZ) / 25.29 元

营销改革助推公司快速发展

主要观点

1、具有良好的产品线。公司王氏保赤丸、大柴胡颗粒、季德胜蛇药片均为独家品种和医保品种，其他产品也是两家生产品种或实际只有一家生产品种。涉及消化、清热解毒等领域。前三季度所销售四个中药制剂合计增长 22%，其中王氏保赤丸增长 16%、正柴胡饮增长超过 30%、金桥麦片增长 10%以上。由于原料药如苯巴比妥及保泰松价格下降及出口量下降，致公司业绩增长放缓。但由于主要产品王氏保赤丸、正柴胡饮及金桥麦片销售旺季均在 4 季度，预计全年公司制剂销售增长将达到 25%以上。

2、销售改革有望成为公司重要转折点。公司原来基本没有系统销售体系，只有上海、江苏和浙江有销售队伍，且三地分配极不平衡，上海 100 多人、江苏 60 人、浙江 10 几个人。其他地区只有 10 来个人主要负责发货和回款。就产品销售方面来讲，王氏保赤丸主要销售地区为京津冀地区、季德胜蛇药片主要为南方地区、正柴胡饮主要为江浙沪地区，因此存在广大的空白地区。2011 年 9 月开始，公司将全国分成三个片区，：一区京津冀、河南河北、东北；二区江苏、安徽、湖北、山西陕西新疆；三区包括华东地区、华南地区和西南地区。建立商业、医院队伍和 OTC，采用自建队伍销售、代理销售混合模式。

3、发展日化产业可能会成为公司重要的盈利增长点。公司正在筹备日化产业，以季德胜蛇药原理或配方发展日化产品，比如治疗蚊虫叮咬喷雾剂、妇科洗液等品种。我们认为公司借季德胜品牌发展中药日化产业成功概率较大，预计 2-3 年后其日化产业有可能成为公司重要的利润增长点。

4、进入中药材及中药饮片行业有利于公司业绩增长。精华制药拥有精华康普 67%股权。康普药业中药饮片 2 年后有望实现 2.4 亿元销售收入；中药材贸易有望实现 2.6 亿元销售收入。如果按照 7%的净利润估算，安徽康普 12/13/14 给公司贡献利润将在 938 万，1800 万和 2300 万元。

5、投资建议：推荐（首次）。预测公司 2011 年、2012 年及 2013 年 EPS 分别为 0.55 元、0.78 元和 1.07 元，PE 分别为 46 倍、32 倍和 23 倍。我们认为公司处于转型期，营销改革将成为公司重要的转折点，1-2 年后存在跨越式发展可能，目前 25 亿元的市值并不能反映其长远发展价值，因此给予推荐评级。

风险提示

1. 营销改革成功与否是公司转折的重要标志，但营销改革显效需要时间，在这个过程中公司业绩增长有可能低于预期。
2. 公司主营产品均为中药制剂和中药材贸易及中药饮片，因此中药材价格变动对公司盈利能力影响较大。

证券分析师：廖万国

执业编号：S0360210100002

Tel: 0755-82027735

Email: liaowanguo@hczq.com

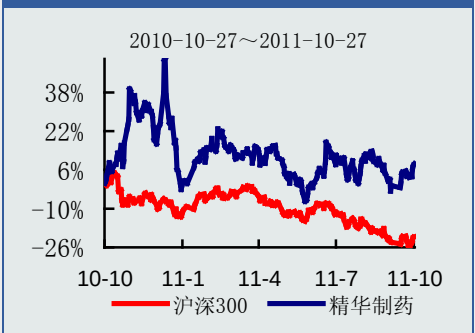
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	10000
流通 A 股/B 股(万股)	5378/0
资产负债率(%)	14.16
每股净资产(元)	5.79
市盈率(倍)	60.61
市净率(倍)	4.37
12 个月内最高/最低价	46.4/21.54

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

生物制品 II

翰宇药业 (300199.SZ) / 38.24 元

多肽龙头发展战略清晰 5 年 10 倍值得期待

主要观点

公司研发实力雄厚首仿产品较多，首仿产品特利加压素以及即将上市的首仿产品卡贝缩宫素有望成为重磅药物，公司和科信必成合作缓控释制剂有望再造几个大品种，未来制剂出口有望提升公司估值，我们认为公司 5 年 10 倍值得期待。

投资要点：

一、受益医保扩容和销售策略改变，公司主要产品快速增长。公司是生产规模最大、拥有化学合成多肽药物品种最多的企业之一。主要产品胸腺五肽市场 2009 年市场占有率第三位，该产品共进 13 个省医保，医保扩容该产品以量补价，销售大幅增长，上半年的增长达到 100%。生长抑素公司通过加大二、三线城市的销售以及加速胃溃疡出血等新适应症的推广，专家认知度提高，未来该产品仍会有一定的增长。

二、特利加压素、卡贝缩宫素未来有望成为重磅产品，公司即将迎来业绩的爆发期。特利加压素主要用于治疗食管胃静脉曲张出血，是《肝硬化门静脉高压食管胃静脉曲张出血的防治共识》推荐急性食管胃静脉曲张出血一线用药，未来有望部分替代生长抑素和奥曲肽共约 20 亿元的市场，未来发展空间较大。该产品新进 10 个省医保，上半年销售大幅增长。卡贝缩宫素较一般缩宫素具有具有起效快、药物疗效长、应用便捷等优点，且为乙类医保，预计该产品明年上市销售，上市后将部分替代普通缩宫素，乐观预测市场容量达到 20 亿元左右。

三、公司多肽制剂有望出口规范市场开启国内先河。公司通过和规范市场药企合作 DMF+ANDA 申报，OEM 模式生产的方式，加快公司比伐卢定制剂出口美国的步伐，估计 2013 年有望获批通过，开启我国多肽制剂出口规范市场的先河。

四、与科信必成合作锦上添花。翰宇药业出资 9000 万元受让科信必成 21 个口服固体缓控释制剂品种并与其建立了相关的战略合作关系，利好公司缓控释剂型的发展，为公司成为缓控释剂型专家提供可能。

五、投资评级：强烈推荐（上调）。上调 2013 年的盈利预测，预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.83/1.29/2.02 元，净利润 CAGR 为 56%；我们给予公司 12 年 40X PE，6 个月的合理目标价为 51.6 元。考虑到公司高成长性，且公司的业绩真正爆发可能在 2013 年及以后年份，公司长期投资价值明确，上调投资评级，首次给予“强烈推荐”的投资评级。

六、风险提示：1) 新产品获批进度不达预期；2) 全国各地医保执行进度低于预期；3) 如果公司进行股权激励，则短期有可能对股价产生抑制。

证券分析师：廖万国

执业编号：S0360210100002

Tel: 0755-82027735

Email: liaowanguo@hczq.com

联系人：胡朝凤

Tel: 010-59370816

Email: huchaofeng@hczq.com

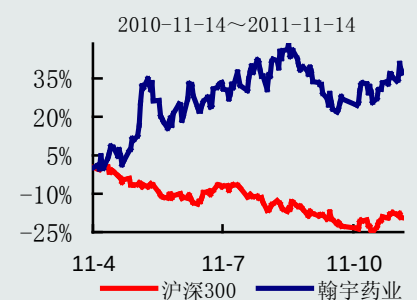
投资评级

投资评级：	强推
评级变动：	维持

公司基本数据

总股本(万股)	10000
流通 A 股/B 股(万股)	2500/0
资产负债率(%)	5.33
每股净资产(元)	9.46
市盈率(倍)	75.51
市净率(倍)	4.04
12 个月内最高/最低价	41.7/28.1

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《全年业绩符合预期概率大，公司长期发展值得期待》	2011-10-24
《业绩增速符合预期 高增长有望持续》	2011-10-17
《多肽龙头长期战略明确，5 年 10 倍值得期待》	2011-09-08
《重磅产品有望明年上市，业绩爆发或在 12-13 年》	2011-07-25
《在研产品空间大、公司长期发展潜力足》	2011-07-15
《合作提升公司缓控释制剂水平、利好制剂出口》	2011-06-23

生物制品 II

舒泰神 (300204.SZ) / 43.60 元

苏肽生高增长确定性大、新产品值得期待

主要观点

一、北京、上海、广州销售逐步恢复，预计在医保带动下下半年50%以上增长概率较大。苏肽生之前浙江进省医保之后，一年的销售翻了三番，苏肽生进入2009版国家医保，我们认为在医保刺激下全年销量有望大幅上涨，而且一季度影响销售的北京、广州、上海问题也基本得到解决，二季度收入同比增长56%，预计下半年50%以上的增长概率较大。

二、苏肽生目前基数还比较低，长期增长空间较大，未来两年增长无忧。去年苏肽生去年全国销量130万瓶左右，2010年1-9月共覆盖1132家。但是招股书介绍实现规模销售的医院仅占已进驻医院的2.33%，据了解目前约70%的医院基本是月销售小于100支的“尾巴医院”，公司今年开始推行切掉尾巴计划，如果这部分尾巴医院的销售量上量到1000支/月，未来两年增长无忧。

2009年公司共覆盖729家医院，2010年1-9月共1132家。而且目前苏肽生主要是销售在一线城市，二线城市逐步已经开始销售，招股书介绍二级以上医院覆盖率仅为9.14%，未来可新增医院量空间较大。

三、舒泰清代理转自营较为成功，积极开发便秘药市场，前景看好。由于舒泰清价格较低，导致代理商代理积极性不是很高，但是舒泰清治疗是国内唯一不含硫酸根离子的聚乙二醇电解质散剂，也是国内唯一一个同时拥有清肠和便秘两个适应症的聚乙二醇电解质散剂，具有长期服用不会造成电解质失衡等优点，我们分析认为由于心内科等多个科室药物副作用会导致便秘，便秘药物需求较大，未来公司药物在便秘适应症的拓展上具有较大的空间。

四、国内首访新产品有望明年上市，曲司氯铵进军中国开拓潜力处女地--尿失禁市场，发展前景看好。公司美他沙酮、曲司氯铵两个产品有望明年上市，曲司氯铵已经具有新药证，等原料批件就可以生产。曲司氯铵主要治疗尿失禁，是2008年全球销售前十大的尿失禁药物。美他沙酮2009年全球处方药排名第90位，而且该药是中枢性肌肉松弛药，可阻断脊髓多突触通路，具有镇静作用，也具有抗胆碱和解热镇痛作用。

五、投资建议：推荐（维持）。预测2011-2013年收入为，EPS为1.23/1.83/2.44元，对应的PE为36x/24x/18x，鉴于公司的高成长性，且公司业绩有超预期的可能，维持公司“推荐”评级。

风险提示：新产品上市进程低于预期致业绩后续增长乏力

证券分析师：廖万国

执业编号：S0360210100002

Tel: 0755-82027735

Email: liaowanguo@hczq.com

联系人：胡朝凤

Tel: 010-59370816

Email: huchaofeng@hczq.com

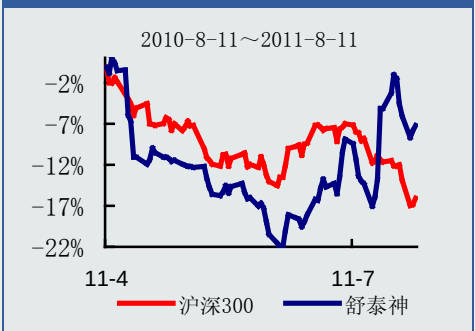
投资评级

投资评级：	推荐
评级变动：	维持

公司基本数据

总股本(万股)	6670
流通A股/B股(万股)	1670/0
资产负债率(%)	3.72
每股净资产(元)	15.45
市盈率(倍)	89.39
市净率(倍)	2.82
12个月内最高/最低价	52.48/36.18

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《二季度净利润同比增长 61%，全年高增长概率较大》 2011-07-29

医药组分析师介绍

医药首席廖万国：解放军军事医学科学院医学硕士和上海中欧国际工商管理学院工商管理硕士/从业4年。1990年起先后从事基础医学研究和药品营销管理，任产品经理、销售经理和营销总监。2008年进入平安证券综合研究所任医药行业研究员，2009年底进入华创证券研究所任高级医药行业研究员和首席医药行业研究员、医药组组长。

胡朝凤：理学博士，毕业于武汉大学，负责生物制药、医疗服务

兰兰：首都医科大学神经生物硕士学位，临床医学本科。曾就职于赛诺菲安万特及拜耳医药公司，具有5年医药销售经验。2011年加盟华创证券，负责化学原料、化学制剂及医药流通子行业。

平晓川：医学博士，毕业于北京协和医学院，安贞医院两年工作经验，专业功底扎实，2011年加入华创医药组，负责中药、医疗器械。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinyong@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558