

生物医药行业

行业报告

2012 年度策略报告

评级：推荐

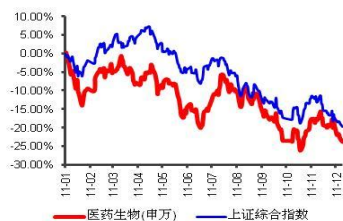
惨淡中寻找生机

重点推荐公司

评级

天士力	买入
昆明制药	买入
千金药业	买入
智飞生物	买入
瑞康医药	增持
通策医疗	增持
爱尔眼科	增持
新华医疗	增持

医药板块相对表现



相关研究

《医药投资关键词：资源，营销，创新》，2011.10.12

《不悲观，不放弃，精选个股》，2011.6.24

生物医药研究小组

李顶峰

证书编号 S0120511030002

联系人

郑一宁

8621-68761616-8519

zhengyn@tebon.com.cn

杨莹

8621-68761616-8565

yangying@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

投资要点:

- **投资扩张和刚性需求支撑医药行业长期发展：**近年来，A 股融资规模扩大，医药板块占比提升，国家对民生事业加大投资，医保基金支出增长迅速，新农合与城镇居民医保基金支出 2006-2009 年复合增长率达 81%和 30%。人口老龄化和城市化进程为医药行业刚性需求提供了长期支撑，卫生总费用和占 GDP 比重逐年提升。国家对医药行业投资的扩张和支持以及未来的刚性需求增长将支撑医药行业长期发展。
- **成本、创新和营销是医药行业发展重要因素，政策和国家投入是制约行业发展因素：**从医药产业链角度来分析医药行业的发展，我们发现成本和创新是影响生产环节的重要因素，渠道优势和创新营销模式是终端市场的主要竞争力。而医药行业的政策属性决定了政策因素和国家投入是制约行业发展的重要因素。
- **市场表现不如人意，子板块出现分化：**2011年可以说是一个沉闷的市场，整体表现惨淡，只有食品饮料取得0.12%的正收益，其他所有板块均为负收益，医药板块更是不如人意，跌幅达-24.38%，跑输大盘4.9个百分点。具体子板块来看，出现了一定程度的分化，医疗服务和中药板块跑赢大盘，跌幅最大的是化学制药板块，严厉的行业政策如药品降价、抗生素限用和基药招标共同影响下，化学制剂企业经营利润下滑明显，股票市场表现也不佳，短期内建议回避。
- **看好中药、生物、器械、服务和商业子板块：**根据产业链和行业制约因素分析，结合2011年各板块表现，我们认为2012年中药材价格将有所下降，中药企业成本压力缓解，盈利能力提升。生物板块2011年受批签发量和血站关停的影响，整体低位运行，在基本面未出现大的变动前提下，今年的低增速为明年的高增长埋下了伏笔。器械和服务是朝阳行业，国内发展较晚，市场空间较大，国家对基层医疗设施的支持和公立医院改革的鼓励将促进行业的整体发展，具有独特营销模式和资源优势的企业将受益。商业流通板块的全国性龙头已基本形成，区域性企业将在未来几年得到发展，符合国家政策的方向，也是未来行业发展的趋势。

● 重点公司盈利预测：

重点公司	EPS (摊薄)			PE			收盘价 (元)	目标股价 (元)	投资评级
	11E	12E	13E	11E	12E	13E			
天士力	1.35	1.61	2.02	31	26	21	42.03	51	买入
昆明制药	0.45	0.65	0.97	34	24	16	15.33	17	买入
千金药业	0.38	0.59	0.78	28	18	14	10.81	14	买入
智飞生物	0.73	0.94	1.24	36	28	21	26.19	33	买入
瑞康医药	1.04	1.4	1.76	27	20	16	27.81	31	增持
爱尔眼科	0.42	0.64	0.92	59	38	27	24.63	28	增持
通策医疗	0.47	0.67	0.93	47	33	24	21.90	25	增持
新华医疗	0.79	1.12	1.54	40	28	21	31.78	36	增持

截止日期：2011.12.18

正文目录

1. 医药板块长期受益于投资扩张和刚性需求	4
1.1. 近年来医药板块投融资额及占比逐年上升	4
1.2. 国家对民生的加大投资，医保基金支出增长迅速	5
1.3. 卫生总费用占 GDP 逐渐提升，人均医疗消费水平不断提高	6
2. 从医药行业产业链看医药企业发展机会	9
2.1. 行业发展机会	9
2.2. 制约行业发展的因素	11
3. 市场表现—医药行业跑输大盘，子板块出现分化	12
4. 2012 年看好生物、中药、医疗器械和服务板块	13
4.1. 生物制药板块：	13
4.2. 中药板块	14
4.3. 医疗器械：	15
4.4. 医疗服务和医药商业：	15
5. 重点推荐公司介绍	15
5.1. 千金药业	15
5.2. 天士力	16
5.3. 昆明制药	17
5.4. 智飞生物	18
5.5. 瑞康医药	19
5.6. 爱尔眼科	20
5.7. 通策医疗	21
5.8. 新华医疗	22
6. 盈利预测和风险提示	23
6.1. 重点公司盈利预测和评级	23
6.2. 风险提示	24

图表目录

图表 1：2007-2011 年 A 股融资规模及医药板块融资比例	4
图表 2：A 股各板块总市值（亿元）	5
图表 3：医药子板块总市值（亿元）	5
图表 4：2009 年世界各国卫生总费用占 GDP 比重，中国比重偏低	6
图表 5：医保基金支出快速增长	6

图表 6：历次人口普查 65 岁以上人口占比	7
图表 7：城镇和农村居民人均医疗保健支出（元）	7
图表 8：1990-2009 年全国卫生总费用及其增长率	8
图表 9：1990-2009 年人均卫生费用及其增长率	8
图表 10：1990-2009 年卫生总费用占 GDP 比重（%）	8
图表 11：各国 GDP 增速及医药工业在 GDP 占比	8
图表 12：药品供应链分析	9
图表 13：医药行业子板块的生命周期	11
图表 14：2000-2009 年卫生支出结构	12
图表 15：2011 年各板块涨跌幅情况	13
图表 16：2011 年医药子板块涨跌幅情况	13
图表 17：中药材价格指数图	14
图表 18：千金药业过去一年股价表现	16
图表 19：千金药业历史 PE Band	16
图表 20：天士力过去一年股价表现	17
图表 21：天士力历史 PE Band	17
图表 22：昆明制药过去一年股价表现	18
图表 23：昆明制药历史 PE Band	18
图表 24：智飞生物过去一年股价表现	19
图表 25：智飞生物历史 PE Band	19
图表 26：瑞康医药过去一年股价表现	20
图表 27：瑞康医药历史 PE Band	20
图表 28：爱尔眼科过去一年股价表现	21
图表 29：爱尔眼科历史 PE Band	21
图表 30：通策医疗过去一年股价表现	22
图表 31：通策医疗历史 PE Band	22
图表 32：新华医疗过去一年股价表现	23
图表 33：新华医疗历史 PE Band	23
图表 34：重点推荐公司盈利预测和评级	23
图表 35：近十年板块估值溢价（市盈率，整体法，剔除负值）	24

1. 医药板块长期受益于投资扩张和刚性需求

1.1. 近年来医药板块投融资额及占比逐年上升

近年来，A 股市场融资规模逐年扩大，特别是随着创业板的推出，2009 年融资规模同比增长率达到了 61%，医药板块占比从 2007 年的 0.30% 提高到 2010 年的 1.54%。A 股首发规模 2009 年和 2010 年同比增长分别达到了 96% 和 143%，医药板块占比逐年增加，从 2007 年的 0.14% 提高到 2010 年的 6.44%，甚至在 2008 年金融危机时，也保持了同比 2007 年 0.9% 的增长。

从融资规模的扩大以及医药板块占比的提升，我们可以看出，未来几年，关系民生的医药行业投资占比会有逐渐提升的趋势，而投资的扩张，对整个行业的发展都将是一个持续利好。长期来看，医药板块将受益于投资扩张带来的资本优势。

图表 1：2007-2011 年 A 股融资规模及医药板块融资比例

年份	行业名称	总额 (亿元)	融资占比	首发 (亿元)	首发占比
2007	全部	18,783.86		4,469.96	
	医药板块	56.65	0.30%	6.43	0.14%
2008	全部	17,677.85		1,034.38	
	医药板块	86.12	0.49%	10.74	1.04%
2009	全部	28,479.27		2,021.97	
	医药板块	163.77	0.58%	98.20	4.86%
2010	全部	33,160.81		4,911.33	
	医药板块	511.16	1.54%	316.49	6.44%
2011*	全部	39,286.13		2,643.68	
	医药板块	383.46	0.98%	159.59	6.04%

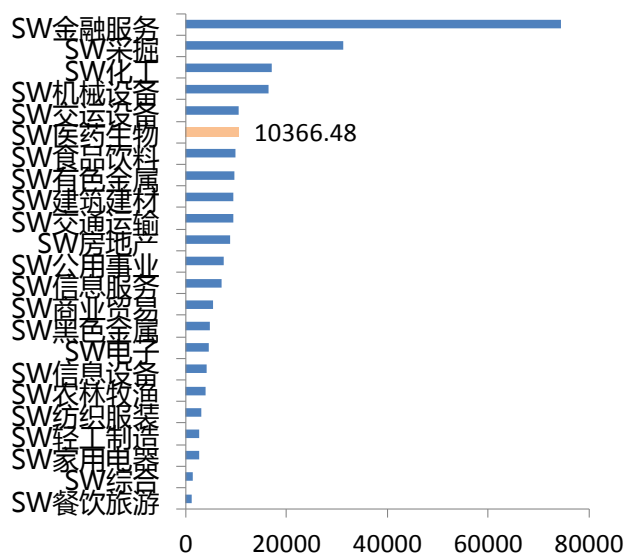
* 注：2011 年数据截至日期 2011.12.14，医药板块数据为 wind 划分标准，包括了制药和医疗保健，统计口径上的不同可能导致数额上的一定差异。

资料来源：wind，德邦证券研究所

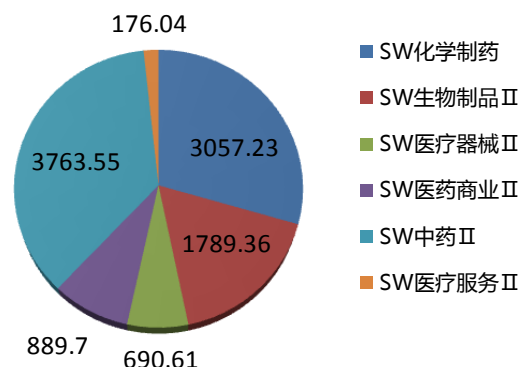
我们从 A 股各板块的总市值来看，医药板块还比较小，1 万亿左右，占 A 股总市值 4% 左右，市值最大的是金融服务行业，达到 7.4 万亿。随着投融资规模的扩大，医药板块总市值还有很大的上升空间。从子板块来看，化学制剂和中药市值超过 3000 亿元，医疗服务最少，只有 200 亿元不到，这也是因为医疗服务上市标的较少，目前只有爱尔

眼科和通策医疗两个专业医疗服务机构，随着公立医院改革以及国家鼓励社会资本进入医疗服务领域的政策实施，相信未来会有更多的医疗服务企业上市，这个子板块的增长空间巨大。

图表 2：A 股各板块总市值（亿元）



图表 3：医药子板块总市值（亿元）



截止日期：2011.12.14

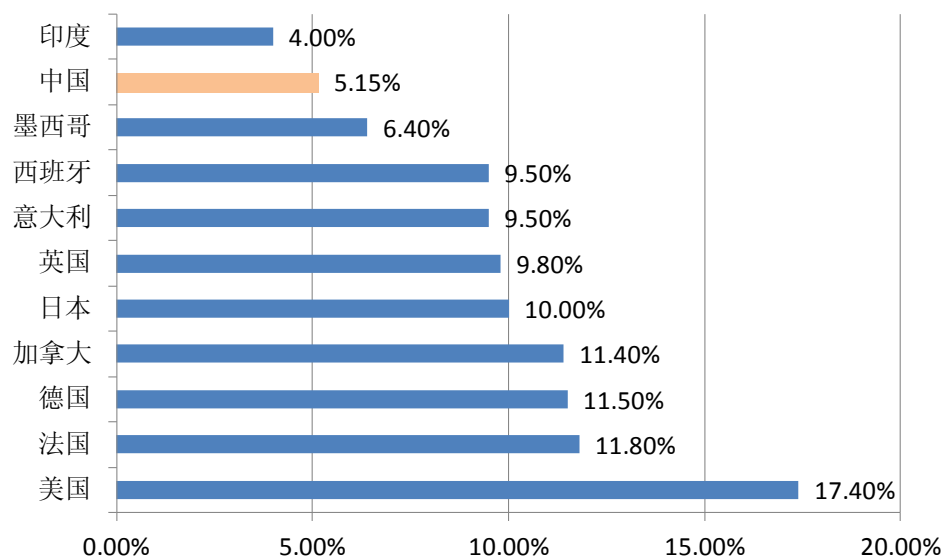
资料来源：卫生部，德邦证券研究所

1.2. 国家对民生的加大投资，医保基金支出增长迅速

国家加大对民生的投资，而医药是重要的民生行业，未来将会得到更多的投资，从世界各国的卫生总费用占 GDP 比重来看，中国还比较低，为 5.15%，美国和欧洲等发达国家普遍在 10% 以上，美国更是达到 17.40%，从这个数据上看，国内的医药投入还有很大的空间。

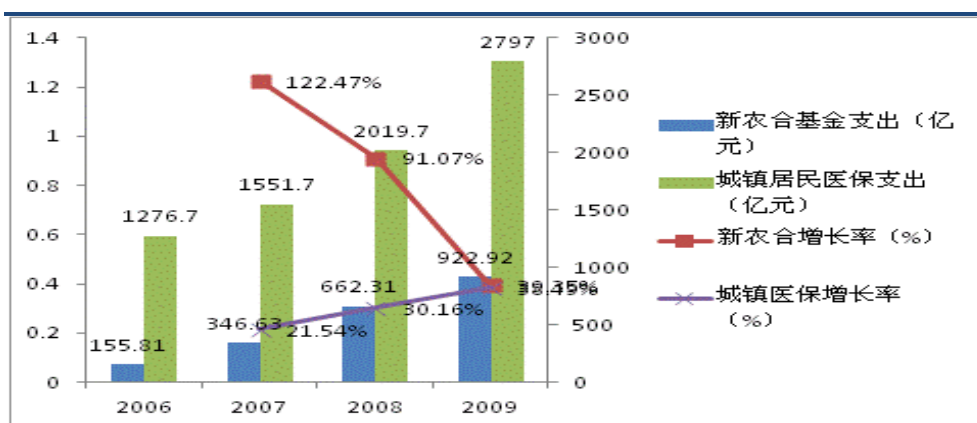
国内新农合与城镇居民医保基金支出 2006-2009 年复合增长率达 81% 和 30%，三年医改以来，新农合和城乡居民参保人数显著增加。截止 2011 年 7 月，全国城乡居民基本医保人数达到 12.7 亿人，覆盖率达到 95%。但是，目前新农合人均医保补贴 200 元的金额仍然较低，从 2009 年人均卫生费用 1314 元来看，仍然有很大的提升空间。

图表 4：2009 年世界各国卫生总费用占 GDP 比重，中国比重偏低



资料来源：OECD，德邦证券研究所

图表 5：医保基金支出快速增长



资料来源：卫生部，德邦证券研究所

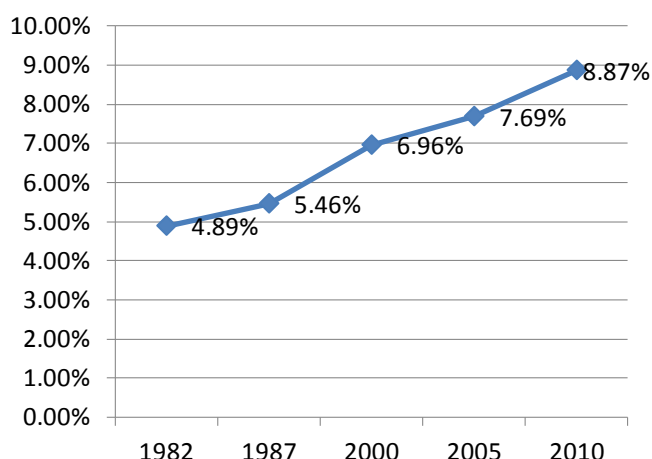
1.3. 卫生总费用占 GDP 逐渐提升，人均医疗消费水平不断提高

长期来看，人口老龄化和城镇化将维持医药行业的需求快速增长，医药行业的刚性需求将支撑行业的景气度长期保持较高水平。根据 2010 年第六次人口普查的结果显示，

中国总人口达 13.39 亿,比 2000 年增长 5.84%,65 岁以上人口达 1.18 亿,占比 8.87%,比 2000 年增长 1.91 个百分点。老年人的患病率和人均医药费用都比成年人高,老龄化进程加快将拉动医药行业的需求增长,同时也会导致疾病谱的变化,癌症、心脑血管疾病用药市场将扩大。

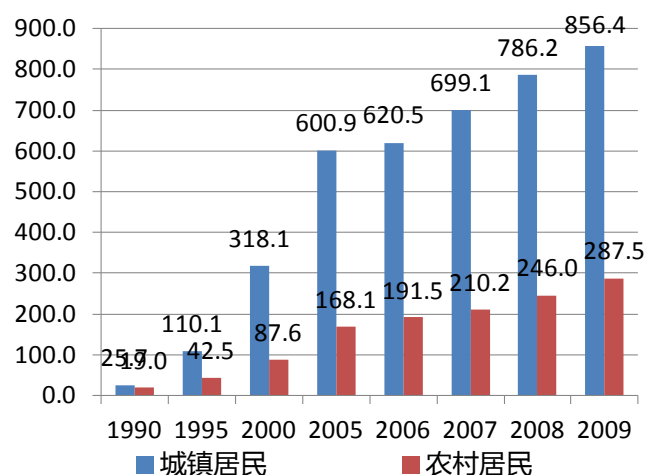
2010 年人口普查,城镇人口为 6.66 亿,占比 49.68%,同 2000 年第五次全国人口普查相比,城镇人口增加 2 亿人,乡村人口减少 1.33 亿人,城镇人口比重上升 13.46 个百分点。城镇人口与农村人口的人均医疗费用水平相差较大,根据卫生部统计数据,2009 年城镇居民人均医疗保健支出为 856 元,是农村居民人均医疗保健支出的 3 倍左右。同时,随着人民生活水平的提高,可支配收入的增加,医疗保健的支出也逐年增加。老龄化和城镇化的进程加快都将增加医药产业的刚性需求,医药板块将长期受益于刚性需求的增长。

图表 6：历次人口普查 65 岁以上人口占比



资料来源：统计局，德邦证券研究所

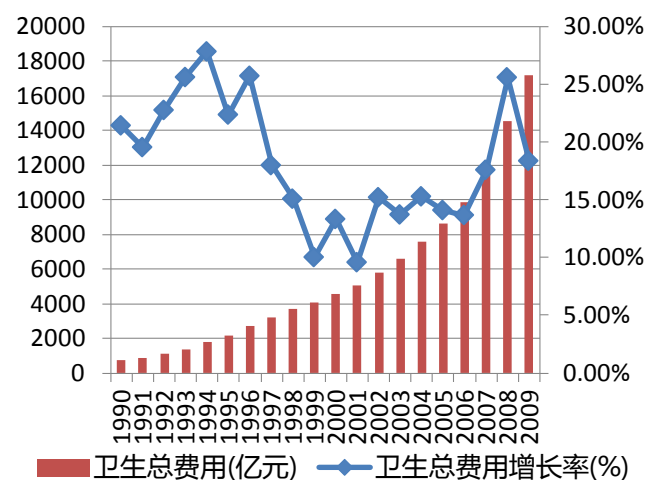
图表 7：城镇和农村居民人均医疗保健支出（元）



资料来源：卫生部，德邦证券研究所

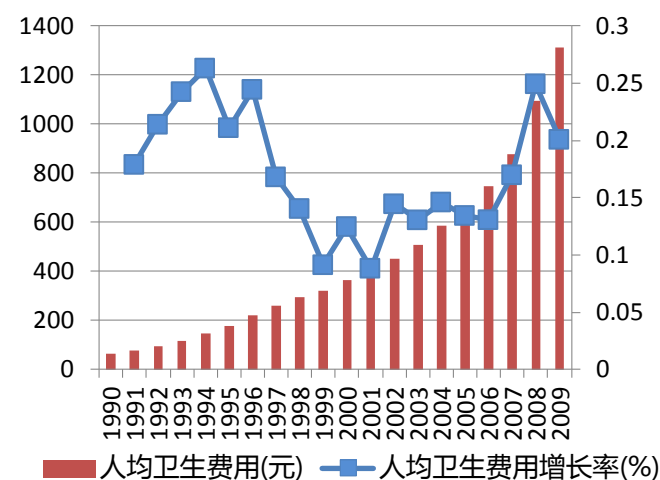
从 1990 年至 2009 年,全国卫生总费用以及人均卫生费用都在不断地增长,2009 年人均卫生费用达到 1314 元,2000 年至 2009 年复合增长率分别是 15.8%和 15.4%。卫生总费用占 GDP 比例也在逐年上升,2009 年达到 5.15%,比例仍然较低,有很大的提升空间。我们把世界各国医药工业占 GDP 的比例和 GDP 增速相比较,中国的 GDP 增速达 9%,是世界上最高的,而医药工业占 GDP 比例只有 4.22%,处于世界中游水平,与欧盟、美国等发达国家还有很大差距,同样是亚洲国家的韩国和日本也比中国高,并且我国的医药工业比重较大的还是附加值不高的原料药工业。就这些数据来看,我国医药行业还有很大的发展空间。

图表 8：1990-2009 年全国卫生总费用及其增长率



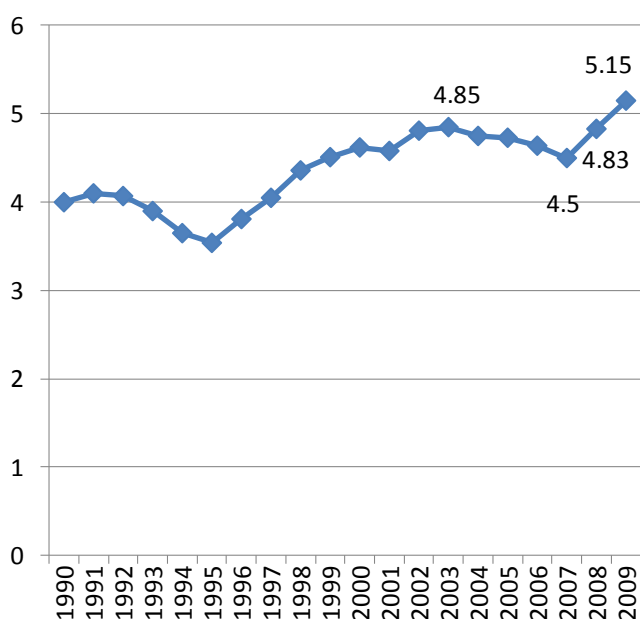
资料来源：卫生部，德邦证券研究所

图表 9：1990-2009 年人均卫生费用及其增长率



资料来源：卫生部，德邦证券研究所

图表 10：1990-2009 年卫生总费用占 GDP 比重 (%)



资料来源：卫生部，德邦证券研究所

图表 11：各国 GDP 增速及医药工业在 GDP 占比

国家	GDP 增速	医药工业在 GDP 占比
欧盟	1.50%	18.93%
美国	1.40%	14.33%
韩国	4.30%	9.54%
日本	0.70%	4.84%
中国	9.00%	4.22%
德国	1.70%	3.82%
法国	0.90%	2.98%
英国	1.10%	2.79%
意大利	0.00%	2.40%
俄罗斯	6.00%	1.76%
西班牙	1.30%	1.68%
巴西	5.20%	1.67%
加拿大	0.70%	1.56%
印度	7.30%	1.24%
墨西哥	2.00	1.14%
澳大利亚	2.10%	1.07%

资料来源：德邦证券研究所

2. 从医药行业产业链看医药企业发展机会

2.1. 行业发展机会

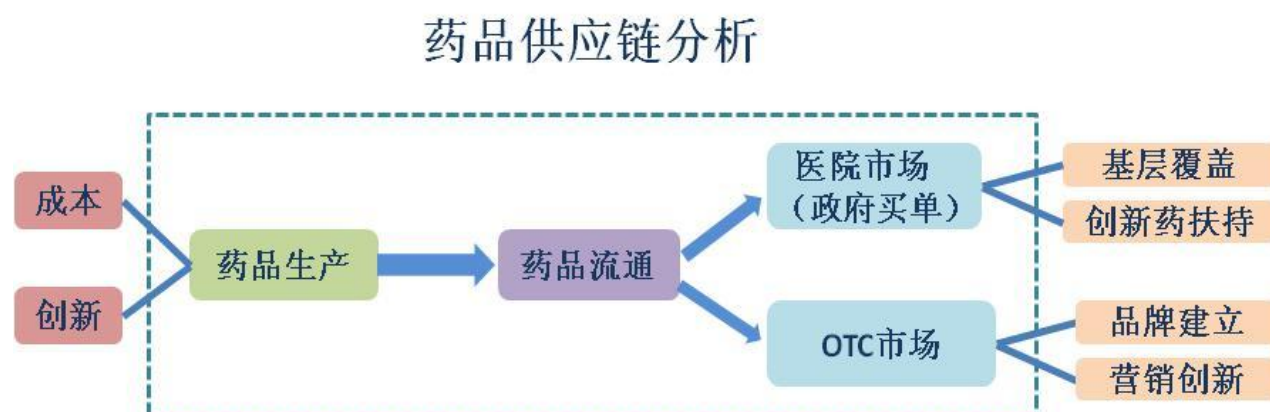
从上述分析我们可以看到，医药板块将长期受益于投融资扩张和医药的刚性需求，具体到行业来看，还需要深入的分析。我们通过对药品产业链的分析来看医药行业目前的发展机会，核心的产业链包括药品生产、药品流通以及终端市场。

药品生产环节主要受生产成本和产品创新能力等因素影响，生产成本决定了产品的盈利能力，产品创新能力决定了其与同类价格的溢价能力，具有成本和创新力优势的企业将会在未来的竞争中胜出。

药品流通领域受规模因素的影响较大，配送成本和配送渠道直接影响流通领域的盈利能力，因此具有全国性整合资源优势和地方性渠道优势的企业在药品流通领域的行业整合中将会有突出表现。

终端市场主要分为医院市场和 OTC 市场，医院市场的终端消费主要由政府买单，因此国家的医疗投入是关键因素，从近年来医改的基本药物覆盖、基层医疗配套设施的扶持以及对创新药的鼓励上来看，与基层医疗和创新药相关的板块或企业将有大的发展机会。OTC 市场消费群体分散，对产品的品牌认知和价格敏感度较高，因此品牌的建立以及营销的创新是在这一市场上胜出的关键因素。

图表 12：药品供应链分析



资料来源：德邦证券研究所

我们简化地把医药行业各个子板块按照行业生命周期特点进行划分，可能并不十分确切，但是在一定程度上表现了各子行业的特征。如图表 13 所示，我们认为生物药、医疗器械和医疗服务板块处于导入期，国内的生物药起步较晚，但是技术发展非常快，如果说要赶上欧美发达国家的医药技术水平，生物药也许是一个可能。国内医疗器械市

场长期被国外大品牌占据，特别是高端医疗器械，国内的医疗器械厂家则主要生产低端器械，技术还处于发展阶段，从国家对基层医疗的扶持角度看，低端医疗器械市场将有一个大的扩容过程。同时，对国外高端产品的进口替代进程也在推进，因此医疗器械市场还处于导入期。国内医疗服务上市公司标的较少，主要以公立医院为主，市场化程度很低。公立医院改革在即，国家鼓励社会资本进入医疗服务领域，促进民营医院的发展，是对医疗服务行业的一个很大的支持。处于导入期的行业，需求增长较快，技术和市场变化较快，不确定性也较大，需要我们密切关注。

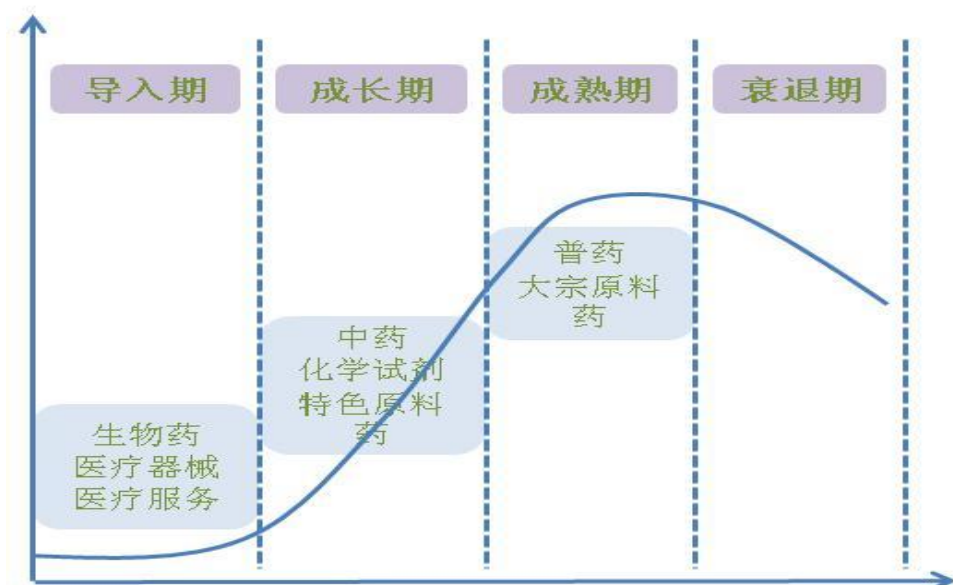
中药、化学制剂、特色原料药等板块，我们认为处于成长期。中药是我国几千年文化的结晶，但是由于功效成分难以明确，治疗效果见效慢等特点，在西药发明之后的这两百年中受到冲击，地位岌岌可危。但是，随着人们逐渐认识到西药的副作用，中药慢慢地重新获得大家的重视和认可，在很多疾病领域，特别是心脑血管这类慢性疾病中，中药占比相对较高。因此，尽管中药行业有着悠久的历史，我们认为在未来一段时间内，仍然是一个处于成长期的行业。具有较强的中医理论基础以及独家产品的企业值得长期关注。

国内的化学制剂以仿制药开始，逐步向创新药转变，目前来看，大部分企业做的还是仿制药，随着国际专利药到期潮的到来，仿制药仍将有长时间的生命期。国内的化学制剂出口基本空白，随着国际化进程的推进，国内企业的生产质量不断提高，出口也将是未来市场的一个增长空间。尽管化学制剂企业竞争激烈，但我们认为需求仍然比较旺盛，属于成长期。

仿制药市场的迅速发展将带动特色原料药的需求增长，而迫于成本和环保压力，特色原料药的生产转移也正在进行中。过去十几年，我们看到大宗原料药的生产向中国和印度的转移已经基本完成，未来也将实现特色原料药的生产转移，中国在特色原料药的国际市场地位也将逐渐凸显。

大宗原料药和普药是两个相对比较成熟的子行业，市场竞争激烈，技术也相对成熟，我们认为进入了成熟期，行业整体机会不大。

图表 13：医药行业子板块的生命周期



资料来源：德邦证券研究所

2.2. 制约行业发展的因素

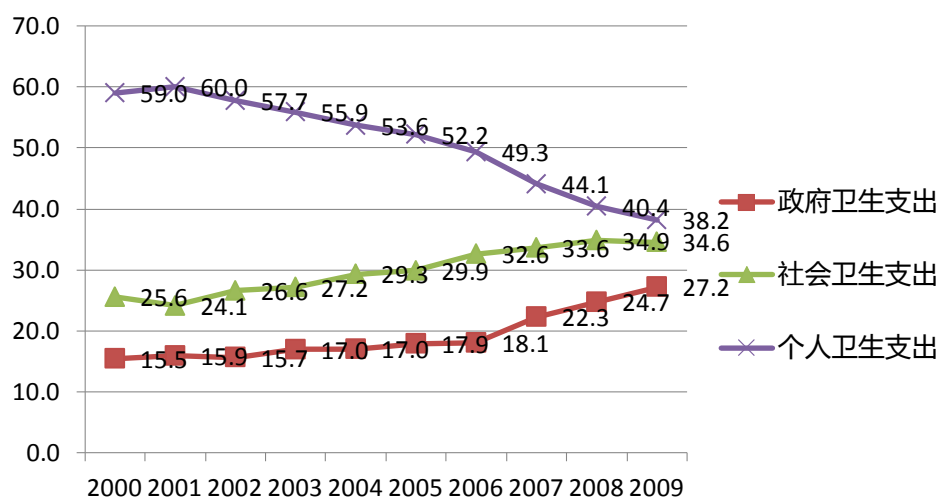
从上述产业链的分析，我们看到行业发展的各种机会，同样也要注意制约行业发展的因素。从药品生产环节来看，**产品的创新能力**是制约因素之一，过去国内的化学制剂厂家主要生产仿制药，创新成为很大的问题，而如今国际市场的化学新药创新都遇到了瓶颈，未来的创新可能来自于生物制药。

从终端市场来看，医院市场占整个药品销售市场的 70-80%，而医院市场的药品销售主要由政府买单，**国家对医药投入的多少**直接影响到医院药品销售收入的多少。从 2000 年到 2009 年，政府支出占卫生总费用比例在逐年提高，个人支出比例在下降，2009 年为 27.2%，目前来看绝对数值还是最小的，但是越来越高的趋势不会改变，这在一定程度上也反映了国家投入在医疗保健支出上的权重越来越大。因此，国家投入会成为未来制约行业发展的因素之一。

同时，医药行业是一个受政策影响很大的行业，今年的药品招标、药品降价和抗生素限用等政策都对医药企业造成了很大的打击，今年可以说是一个政策收紧年。**行业政策的限制**也是制约行业发展的因素，我们在四季度策略报告中提到，历史上医药行业整体利润增速的下滑都与政策的限制有很大关联。从长期来看，新的招标制度、按病种付费和公立医院改革等政策的出台，将有利于整个行业的良性发展，

促进行业整合，提高整体竞争力。但是，短期来看，改革的过程必然要经历阵痛，对实体经济造成一定的影响是必然的，这就看政策制定者如何能够最大程度地减少这种影响。

图表 14：2000-2009 年卫生支出结构

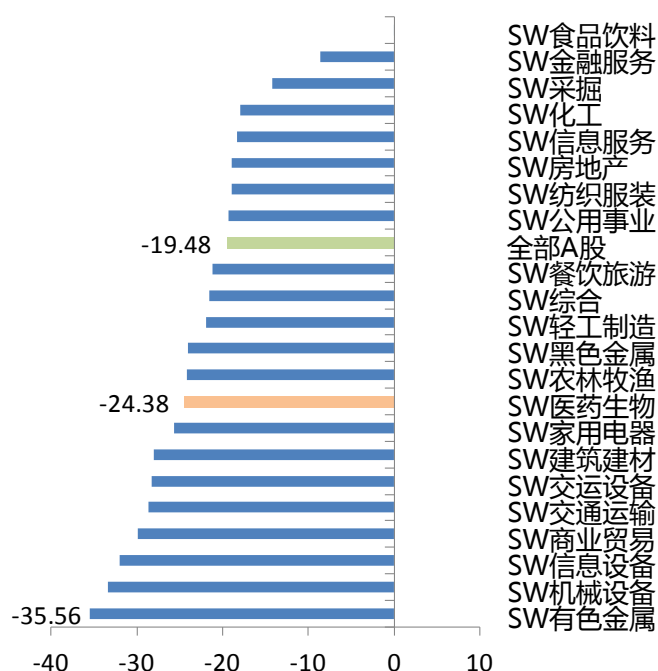


资料来源：卫生部，德邦证券研究所

3. 市场表现—医药行业跑输大盘，子板块出现分化

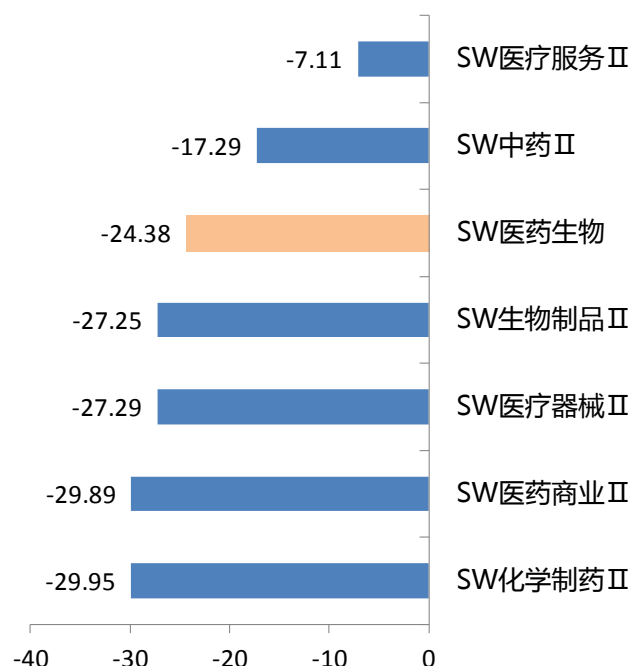
2011 年，整个 A 股市场表现很差，截止 12 月 14 日，全部 A 股跌幅达到-19.48%，而医药行业今年表现更是不佳，整体跑输大盘，跌幅达-24.38%。A 股表现最差的板块是有色金属，跌幅达-35.56%，表现最好的是食品饮料，获得 A 股唯一正收益，涨幅为 0.12%。医药行业子板块出现了一定程度的分化，医疗服务和中药板块都跑赢大盘，跌幅分别为-7.11%和-17.29%（相对大盘收益分别为+12.37%和+2.19%），跌幅最大的是化学制药板块，跌幅达到-29.95%，这与我们之前提到严厉的行业政策有关，药品降价、抗生素限用和基药招标的多项政策共同影响化学制剂企业的经营，导致经营利润下滑，股票市场也表现不佳。

图表 15：2011 年各板块涨跌幅情况



截止日期：2011.12.14 资料来源：wind，德邦证券研究所

图表 16：2011 年医药子板块涨跌幅情况



截止日期：2011.12.14 资料来源：wind，德邦证券研究所

4. 2012 年看好生物、中药、医疗器械和服务板块

我们根据前述的行业发展因素来具体分析医药子板块和个股，结合 2011 年各板块的表现，2012 年看好生物、中药、医疗器械和医疗服务板块。

4.1. 生物制药板块：

2011 年上半年，由于新版 GMP 认证的影响，国家调控减少了疫苗的批签发量，这导致大部分疫苗企业上半年业绩出现负增长。从今年下半年开始，疫苗批签发逐渐恢复，但是由于上半年的影响，整个全年仍然出现下滑。今年 7 月份，贵州血站的关停，对华兰生物甚至整个血制品行业造成了很大的冲击，血站的关闭导致国内本来就供应不足的血浆更加减少。

10 月 26 日，国务院通过的《疫苗供应体系建设规划》指出了疫苗行业的不足，同时提出了五个重点建设项目，手足口病等 6 种新疫苗将受到扶持，新型疫苗的研发是国家重点支持项目。

种种因素造成了今年生物制药板块整体低迷的表现,我们认为明年这两个政策上的因素都将消失,而今年的低增速正好为明年的高增长埋下了伏笔。

4.2. 中药板块

从 2010 年初至 2011 年上半年,中药材价格受到天气、游资等因素影响,一路上涨,部分品种涨幅近 20 倍,这给大部分的中药制剂生产企业带来很大压力。今年下半年开始,随着中药材新货的上市,过去市场上囤积的药材到了集中的抛售期,中药材价格开始下跌,预计这一趋势可能持续到明年上半年。所以,我们预计明年中药制剂企业将受益于中药材价格的下跌,成本压力缓解,盈利能力有所提升。

中药对资源的依赖性较强,因此具有独特资源禀赋的公司具有较大的优势,长期看好**云南白药**,**片仔癀**,**东阿阿胶**。同时,营销渠道的掌控为公司盈利提供保证。中药制剂看好营销改革初见成效,处于业绩拐点的老品牌**千金药业**。受太子参价格影响,江中药业今年业绩有一定下滑,随着健胃消食片和草珊瑚含片的自主定价,太子参价格的回落,以及参灵草和初元等新产品的逐步盈利,我们认为 2012 年,**江中药业**的业绩将有显著回升。

图表 17：中药材价格指数图



资料来源：中药材天地网，德邦证券研究所

4.3. 医疗器械：

医疗器械是医药行业的朝阳板块，持续看好受益于新版 GMP 认证的新华医疗和千山药机。**新华医疗**逐步走向一体化生产和销售，从感染控制设备到一体化清洁手术室，从医疗器械到医用耗材的全面覆盖。创新能力强，始终走在行业的前列，国内首创非 PVC 软袋生产线和塑料安瓿生产线，具有强大的技术优势和客户资源。

4.4. 医疗服务和医药商业：

作为 A 股市场上，标的最少，最有发展前景的板块，医疗服务算是一个。目前，只有爱尔眼科和通策医疗是专业医疗服务的上市公司，资源稀缺。**爱尔眼科**专注于眼科医院，独特的连锁加盟经营模式非常适用于眼科，因此能够快速复制成功医院的经验，良好的管理经验和医院的服务质量，迅速抢占市场。**通策医疗**从牙科起步，以杭州口腔医院为支撑，逐步向各地辐射，现在向妇幼保健领域拓展，目标成为专业的医疗服务管理公司。

商业流通领域是国家整合医药行业力度最大，集中度提高最快的板块，目前已经大致形成了国药，上药，九州通等全国性龙头企业，区域性龙头企业也正在形成，**瑞康医药**作为山东唯一上市的区域性龙头，具有强大的终端掌控能力和商业企业所需要的资金优势，通过与辉瑞的合作，借助产品的国际品牌效应，为以后的省外扩张建立良好的客户资源和渠道。

5. 重点推荐公司介绍

5.1. 千金药业

投资要点：

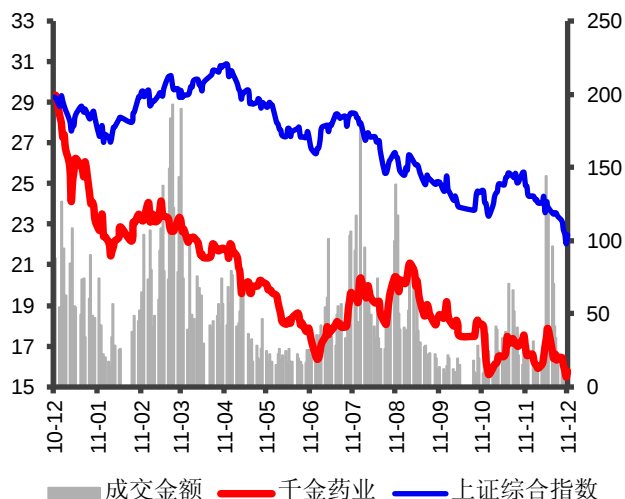
1. 营销改革给老产品带来新生机，保障公司目前盈利水平：公司自去年八月起实施营销改革，将公司主打产品千金片重新定位，销售终端下沉到第三终端，这一终端市场和消费者的特性非常适合妇科千金片的产品特性，营销改革能够有效地改变过去的价格混乱和地区性串货等现象，保证公司目前的盈利水平；
2. 女性健康大产业的定位支持公司未来的成长性：公司摆脱过去局限于妇科炎症领域的束缚，定位于女性健康大产业，这个产业的庞大市场支撑着公司未来成长的空间。公司已经涉足女性卫生用品，成立了合资子公司；
3. 目前公司处于业绩拐点期，股价处于历史地位，12 年将释放业绩：过去一年，由于

营销改革的进行，公司有意识地进行控货，业绩受到一定的影响，股价也因此有一定程度的下跌。无论从股价还是业绩表现来看，目前都处于一个历史的低位，随着营销改革的不断推进，12 年将释放业绩，公司股价也将有所表现。

相关研究：《营销改革初现成效，投资收益拖累整体利润》，2011.10.25

《营销改革助千金柳暗花明》，2011.8.25

图表 18：千金药业过去一年股价表现



图表 19：千金药业历史 PE Band



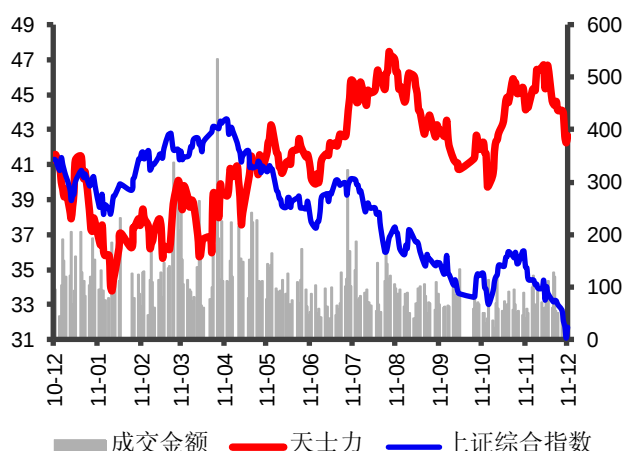
资料来源：wind，德邦证券研究所

5.2. 天士力

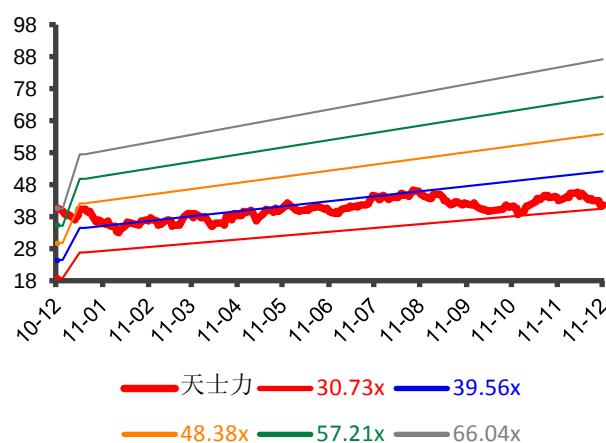
投资要点：

1. 丹参滴丸 III 期临床有望尽快启动：11 月 18 日，全资子公司天士力北美药业宣布与 ICON 和 PAREXEL 签订复方丹参滴丸全球 III 期临床研究合作意向，III 期临床试验启动在即，天士力在中药制剂的国际化道路上又进了一步，也是国内中药企业国际化探索的一个突破。
2. 与国际知名 CRO 公司合作：这两家公司在试验设计、中心选择及临床管理方面具备的出色经验和其拥有的丰富全球网络资源，为复方丹参滴丸的海外注册提供了丰富的资源和经验，更快实现中药的全球化战略。
3. 公司生物类产品“流感亚单位病毒疫苗”及“重组人尿激酶原”丰富了产品线，将公司产品结构从中药向生物类、化学类和中药类多产品结构调整，为公司未来盈利提供新的增长点。

图表 20：天士力过去一年股价表现



图表 21：天士力历史 PE Band



资料来源：wind，德邦证券研究所

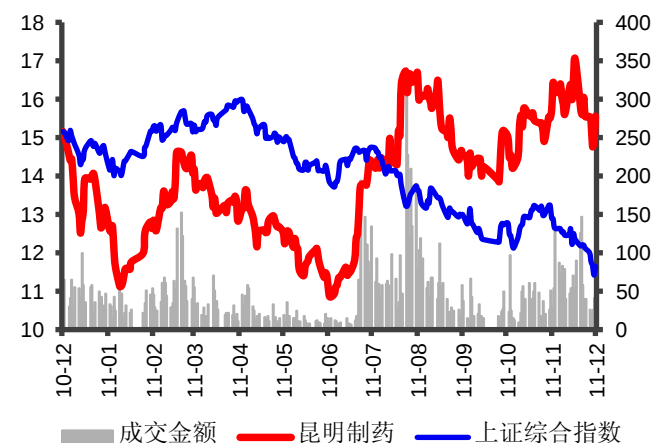
5.3. 昆明制药

投资要点：

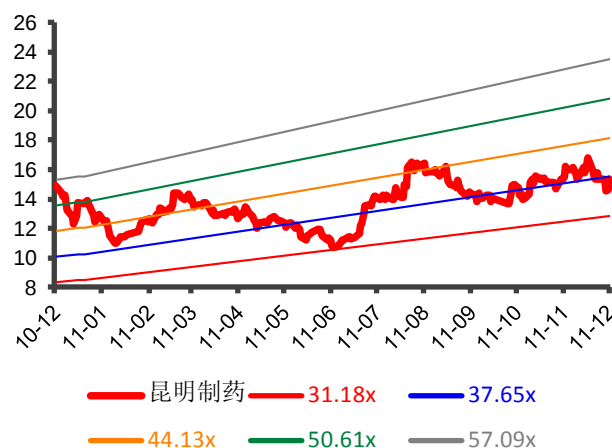
1. 血塞通新增产能提升公司业绩：公司扩建血塞通产能，预计达产之后产能达 3000 万支，达产后将增加原有产能 3 倍左右，能够有效缓解血塞通产能瓶颈。血塞通产品是公司的主打产品之一，产能瓶颈的解决对公司业绩提升有重大意义。
2. 中药厂管理改革提供新的利润增长点：公司对昆明中药厂进行管理层调整，公司高管亲自担任管理人，中药厂几大产品将得到快速增长，有望成为新的利润增长点，包括舒肝颗粒、清肺化痰丸和板蓝根颗粒等产品。
3. TEVA 合作拓展化药领域：公司与 TEVA 公司合作成立的贝克诺顿公司充分利用合资平台优势，通过引入 TEVA 公司好的产品进行生产销售实现收入。公司 2010 年引入阿奇霉素，销售业绩表现良好。公司通过与 TEVA 合作，学习国际仿制药巨头公司的先进经验和研发能力，为未来的化学仿制药研发打下坚实基础。
4. 激励机制提升管理层热情：公司自下而上的激励模式，有利于公司业务持续稳定增长。针对高级管理层实施股权激励，2011 年 6 月 28 日，完成股权激励方案的股票回购，实际授予数量 270,513 股，实际授予对象共 5 人，授予价格为 12.69 元/股。针对中层管理人员执行“金枪鱼计划”，培养储备干部，通过内生式的培训，培养选拔中层管理人员。主要储备研发、生产、营销人员，“金枪鱼计划”实施顺利，目前已有 5-6 人通过该计划晋升为中层管理人员。

相关研究：《昆明制药：天时地利酿昆药》，2011.7.12

图表 22：昆明制药过去一年股价表现



图表 23：昆明制药历史 PE Band



资料来源：wind，德邦证券研究所

5.4. 智飞生物

投资要点：

1. 在研产品丰富，打造研发竞争力：公司在二类疫苗领域在研产品线丰富，AC 多糖疫苗和 Hib 疫苗已经完成疫苗“生产现场核查”，AC-Hib 三联疫苗已进入申请生产文号阶段；
2. 默沙东合作项目充实疫苗品种：公司与美国默沙东公司签订了市场推广合作协议，新增销售美国默沙东药厂有限公司生产的 23 价肺炎多糖疫苗、麻腮风三联疫苗。合同约定疫苗产品价值总额为 2.2 亿，并向公司提供对价 4728 万元/年。同时拥有默沙东公司良好的品牌优势和智飞生物成功的深度营销网络，这两个产品销售收入高速增长可期，公司可获得代理收入和购销差额收入；
3. 由于新版 GMP 认证的要求，上半年疫苗的批签发量大幅减少，公司主要产品也受到一定影响，随着批签发的恢复，公司疫苗产品的销售收入也将得到提升。

相关研究：《二类疫苗龙头生产商》，2010.10.18

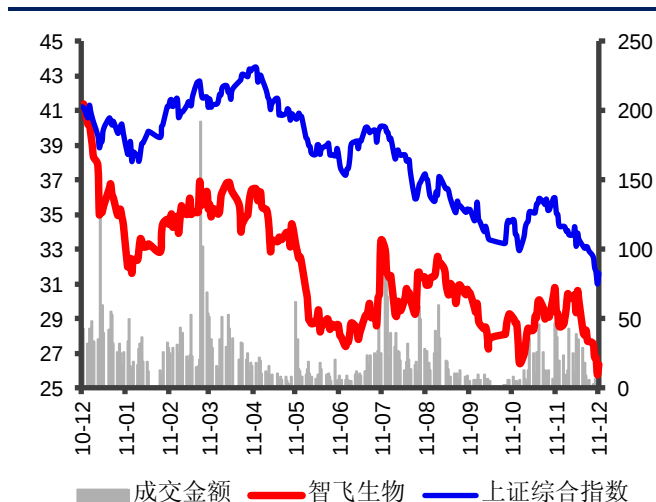
《稳健成长，持续发展的疫苗领跑》，2010.10.18

《智飞生物：2011 年一季报点评》，2011.5.13

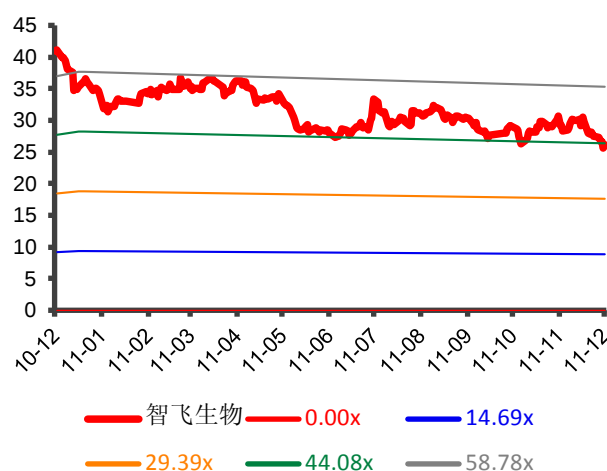
《“请进来，走出去”，开辟疫苗新地域》，2011.5.13

《智飞生物：2011 半年报点评》，2011.8.3

图表 24：智飞生物过去一年股价表现



图表 25：智飞生物历史 PE Band



资料来源：wind，德邦证券研究所

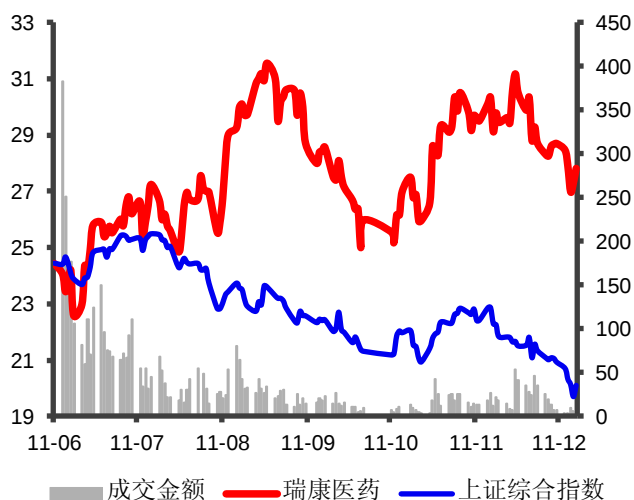
5.5.瑞康医药

投资要点：

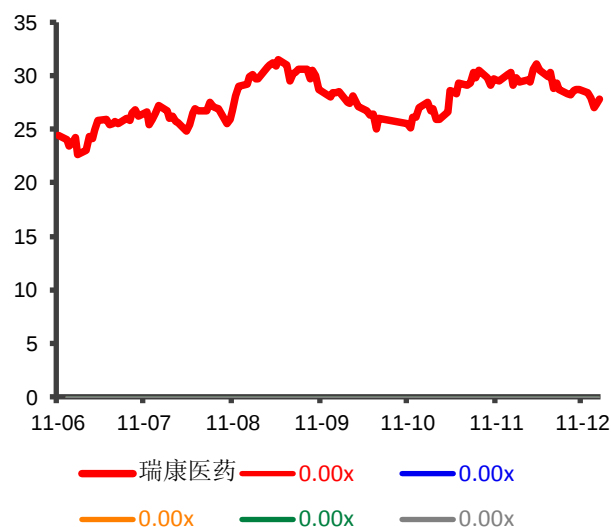
1. 医药商业区域龙头，渠道掌控能力强，对上游议价能力强，净利率高：公司比其他商业公司利润率高，原因在于其对医院终端具有较强的掌控能力，在山东市场上具有绝对的竞争优势，因此对上游药品生产企业有较强的议价能力，可以利用这一优势来压低价格，从而保证较高的利润率；
2. 涉足医疗器械及医用耗材，提升盈利能力：医用耗材目前没有执行招标政策，毛利率还较高，耗材的需求较稳定，受国家药品政策的影响较小，而这一市场与公司的医院终端市场重合，能够充分利用原有的渠道进行销售，市场前景广阔；
3. 与辉瑞签订代理意向协议，作为北中华区产品总代理：公司已在进行变更产品经营范围的工作，增加进出口产品的销售，为代理辉瑞公司产品做好准备。尽管辉瑞公司的产品代理毛利率较低，但是这对公司省外扩张，提高市场占有率有很大帮助。

相关研究：《瑞康医药：山东医药行业直销龙头》，2011.5.26

图表 26：瑞康医药过去一年股价表现



图表 27：瑞康医药历史 PE Band



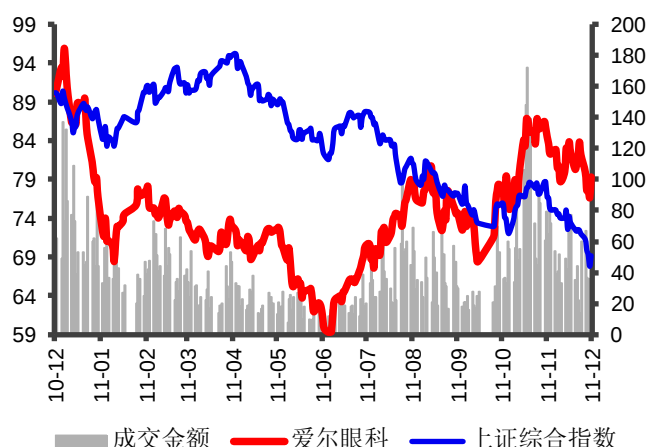
资料来源：wind，德邦证券研究所

5.6. 爱尔眼科

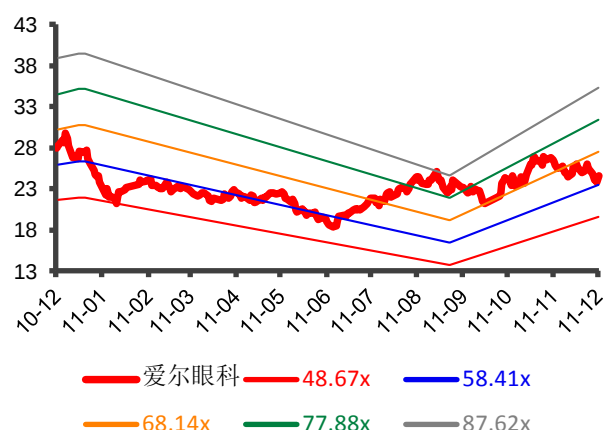
投资要点：

1. 国家鼓励民营资本进入医疗领域，利于公司新开和收购医院，作为 A 股市场上稀缺的专业医疗服务机构，具有独特的政策和资本优势。清晰的“三级”连锁模式，上市后迅速扩张，全国布局，占据先发优势。良好的品牌形象以及上市之后的资本优势利于公司推广独特的连锁模式。
2. 2011 年，新建南宁、永州、宜昌医院，收购西安眼科医院，在连锁医院扩张方面，逐步完善三级网络，保持快速增长，新店逐渐实现盈利，老店稳步增长，为公司提供持续稳定的盈利来源。
3. 2011 年，股权激励政策的适时推出，对调动公司管理层和核心业务人员的积极性有很大的作用。

图表 28：爱尔眼科过去一年股价表现



图表 29：爱尔眼科历史 PE Band



资料来源：wind，德邦证券研究所

5.7.通策医疗

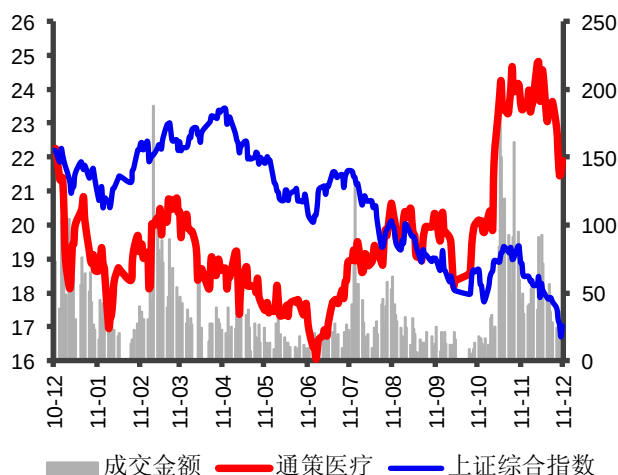
投资要点：

1. 民营资本引入医院的专科特点和政策机遇：口腔和眼科、妇幼保健一样，是最可能最先引入民营资本的医学领域，这和口腔科的独立性强、收入占比低等特性有关。公立医院改革政策多次提到鼓励社会资本进入医疗服务领域，这给公司未来并购业务提供了很好的支持。大型口腔专科医院的发展形式与我国经济发展趋势是相匹配的，公司抢占这一市场的先机，必将分享趋势带来的硕果。
2. 立足口腔这一小专科的大市场：公司业务仍然以口腔专科为主，2010 年医疗服务收入 2.4 亿元，占营业收入总额 99.23%，我们预计中国口腔市场容量至少达 100 亿以上，发达国家如美国口腔市场达到 4000 亿美元，中国市场的发展潜力巨大。公司近三年营收增长率分别是 52.24%，36.02%和 28.19%，净利润增长率分别是 52.48%，44.33%和 121.81%，作为 A 股市场上一家致力于口腔医疗服务并有所建树的公司，正在分享口腔市场的增长。
3. 明星医院支撑，开拓妇幼保健新领域：公司立足口腔，以杭州口腔医院为核心，“新建+收购”的双品牌扩张模式运作，辐射浙江省，逐步向省外扩张。2011 年，公司与昆明妇幼保健院合作成立昆明呈贡新院，充分利用昆明妇幼保健院的优质医疗资源和品牌效应，开拓妇幼保健新领域，打造医疗服务系统化工程。
4. 五大事业部分工协作：金融事业部通过产业基金的运作，为公司提供超额业绩收益，降低管理成本，增厚公司业绩。不动产事业部将为公司不动产资产保值增值，提高

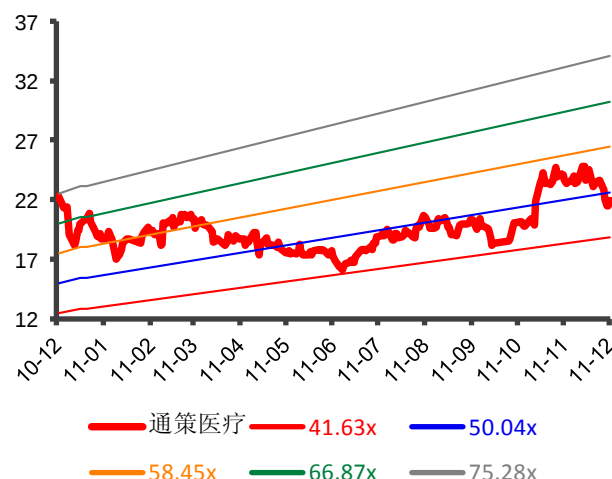
公司在医院不动产资源管理方面的竞争力。

相关研究：《金口银牙塑通策》，2011.07.05

图表 30：通策医疗过去一年股价表现



图表 31：通策医疗历史 PE Band



资料来源：wind，德邦证券研究所

5.8.新华医疗

投资要点：

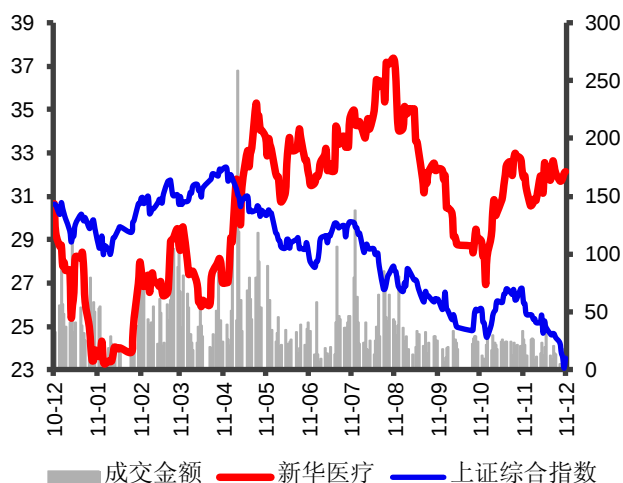
1. 新版 GMP 认证给制药装备企业带来一次大的行业性机会，医药机械行业也将迎来新一轮的景气周期，新版 GMP 对生产企业无菌条件提出了更高的要求，公司的感染控制产品是核心产品之一，在消毒灭菌设备市场上具有一定的市场地位。非 PVC 软袋生产线受益于大输液的升级换代也有望获得大发展，尤其是公司非 PVC 软袋生产线价格极具优势，能取得进口替代的市场份额，公司固液双室非 PVC 软袋生产线前景也值得看好；
2. 一体化：公司逐步走向一体化生产和销售，从感染控制设备到一体化清洁手术室，从医疗器械到医用耗材的全面覆盖，一体化清洁手术室是医院升级改造的一个大市场，目前市场没有形成一个大的龙头企业，公司虽然进入较晚，但是过去一年已经取得较好的成绩，未来市场前景广阔；
3. 着眼健康大产业：覆盖医疗器械，制药装备，医疗服务等几大领域。公司收购的泰美已为公司带来利润，这也是公司涉足骨科领域的一步。公司还将在其他方面进行发展。公司还将在医院整体解决方案领域进行拓展，开辟一片蓝海。公司在医院整

体解决方案领域具有先天优势，公司有自身的产品，介入该领域比其他供应商有更高的毛利率。

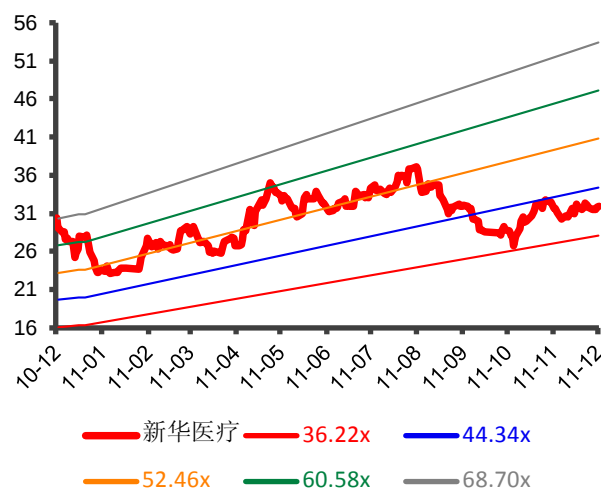
相关研究：《新版 GMP 发布，提示投资机会》，2011.2.12

《医疗器械着力成为中国的 GE，整体解决方案工程是未来亮点》，2011.2.12

图表 32：新华医疗过去一年股价表现



图表 33：新华医疗历史 PE Band



资料来源：wind，德邦证券研究所

6. 盈利预测和风险提示

6.1. 重点公司盈利预测和评级

图表 34：重点推荐公司盈利预测和评级

重点公司	EPS (摊薄)			PE			收盘价 (元)	目标股价 (元)	投资评级
	11E	12E	13E	11E	12E	13E			
天士力	1.35	1.61	2.02	31	26	21	42.03	51	买入
昆明制药	0.45	0.65	0.97	34	24	16	15.33	17	买入
千金药业	0.31	0.48	0.71	35	23	15	10.81	14	买入
智飞生物	0.73	0.94	1.24	36	28	21	26.19	33	买入
瑞康医药	1.04	1.40	1.76	27	20	16	27.81	31	增持
爱尔眼科	0.42	0.64	0.92	59	38	27	24.63	28	增持
通策医疗	0.47	0.67	0.93	47	33	24	21.90	25	增持
新华医疗	0.79	1.12	1.54	40	28	21	31.78	36	增持

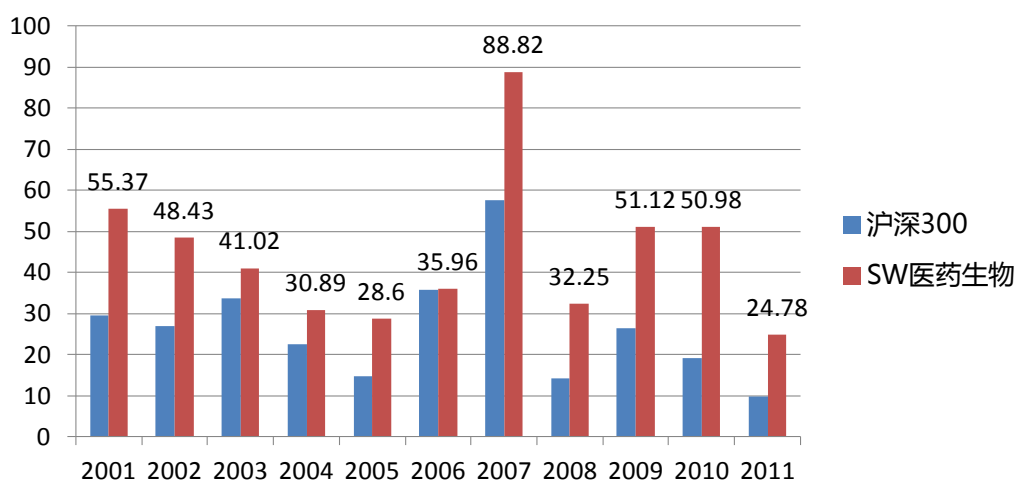
收盘价截止日期：2011.12.16

资料来源：德邦证券研究所

6.2. 风险提示

1. 医药板块近几年估值溢价一直很高,从 2006 年的最低值接近 0% 到今年的 152%,一直以来医药股的高成长性被大家所认同,这一高成长性也一直支撑着医药股的高溢价率,目前来看,医药板块估值不高,目前预测市盈率 24 倍左右,但是相比大盘溢价却仍是历史最高,因此板块的高溢价是目前最大风险。

图表 35：近十年板块估值溢价（市盈率，整体法，剔除负值）



资料来源：wind，德邦证券研究所

2. 化学原料药受外围市场的影响较大，人民币升值对出口产品的盈利带来风险，提示人民币汇率变化的风险；
3. 原材料成本和人工成本的进一步上升将压缩医药企业盈利空间，提示成本上升带来盈利下滑的风险；
4. 唯低价是取的招标政策给医药企业造成很大打击，这一招标模式如果不能发生改变，行业系统性风险将凸显；

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive : 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line : 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious : 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy : 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform : 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性 – Neutral : 预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%
减持 – Sell : 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证,不保证该信息未经任何更新,也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下,我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发,需注明出处为“德邦证券有限责任公司”,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。