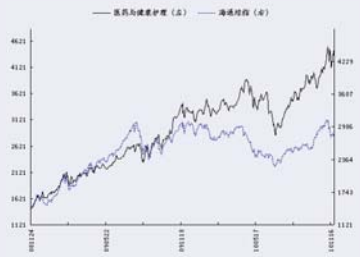


增持 维持
深度报告
2010年11月25日
市场表现


资料来源：海通证券研究所

相关研究

2010年四季度策略报告：风险逐渐释放，长线机会值得关注 20101015

生物制药：政策和技术革新推动生物制药行业蓬勃发展 20100811

政策虽不明朗，调整后子行业估值优势渐显 20100715

大跌后估值趋于分化 20100706

2010年中期策略报告：攻防兼备，医药个股将出现分化 20100524

医药行业分析师

江维娜

SAC 执业证书编号：

S0850210040012

电话：021-23219610

Email: jiangwn@htsec.com

联系人

刘宇

电话：021-23219608

Email: liuy4986@htsec.com

联系人

刘杰

电话：021-23219269

Email: liuj5068@htsec.com

2011年度策略报告：
增长是主旋律，长期看好

- **医药板块估值处于高位。**过去两年医药板块相对上证综指超额收益率为 191%，在最近的上涨中重新获得高估值，相对全部 A 股的市盈率高出 136%，处于历史高位，相对来说风险已经积聚，但基本面依然向好，行业增长的因素远大于风险。
- **中国医药行业发展处于快车道。**卫生总费用持续上升，增速加快，2009 年同比增长 22%，但占 GDP 仍低于 5%，与发达国家美国的 17% 还有很大差距，整体趋势是增加的，政府支出比例不断加大，而个人支出比例不断减少。2010 年这个数字有望突破 1 万亿元，2015 年达到近 2 万亿元。预计全球医药市场增速在 4.5-5.5%，中国医药行业发展处于快车道，有望在 2020 年超越发达国家，成为全球第二大。
- **老龄化推动医药需求增加。**2008 年我国 65 岁以上人口占 8.3%，表明我国已经达到老龄化社会，我们预计老龄化的增速将快于总人口的增速，老龄化的趋势正在加强。老年阶段的医药消费量约占人一生 80% 以上，因此，老年人是医药消费的主力军，老龄化是驱动医药需求的重要因素。
- **新药研发艰难，仿制药进口替代迎机遇。**全球新药研发艰难，纷纷转向仿制药，国内优秀仿制药企业将迎来大好机遇，这将不局限于心脑血管用药、抗肿瘤药等重大专科领域，如人福医药芬太尼系列等。
- **新医改促进蛋糕做大。**2020 年将达到全民医保，基本药物目录、医保目录、药价调整、公立医院改革等措施正在进行，我们认为，这将促进医药行业的长期发展，产业结构调整将引导资源和利益向优势企业集中，短期内医药商业表现明显，整合和集中乃行业主题，国药集团、华润集团、上海医药等巨头正紧锣密鼓全国扩张。
- **医药行业“增持”评级。**目前医药行业估值相对市场处在高位，但医药行业的发展主题还是增长，建议关注康美药业、人福医药、乐普医疗、恩华药业、天士力、上海医药等上市公司，给予医药行业“增持”评级。

代码	股票名称	EPS (元)			投资评级	
		2010E	2011E	2012E	上期	本期
600518	康美药业	0.47	0.71	0.87	买入	买入
300086	康芝药业	1.50	2.05	2.72	买入	买入
300003	乐普医疗	0.55	0.84	1.27	买入	买入
300119	瑞普生物	1.36	2.00	2.89	买入	买入
002262	恩华药业	0.36	0.51	0.76	买入	买入
600079	人福医药	0.47	0.62	0.79	买入	买入
600535	天士力	0.86	1.07	1.33	买入	买入
601607	上海医药	0.71	0.92	1.14	买入	买入
600664	哈药股份	0.89	1.06	1.24	买入	买入
002038	双鹭药业	1.21	1.64	2.12	买入	买入

目 录

1. 医药板块市场表现	5
1.1 医药板块超额收益率 191%	5
1.2 市盈率相对市场整体处于历史高位	6
2. 中国医药行业发展处于快车道	8
2.1 卫生总费用持续上升，呈加速态势	8
2.2 我国医药市场规模将突破万亿元	8
3. 老龄化推动医药需求增加	10
3.1 我国已进入老龄化社会	10
3.2 老龄化是驱动医药需求的重要因素	11
4. 新药研发艰难，仿制药进口替代迎机遇	11
4.1 医药研发费用逐年增加与新药获批减少形成对比	11
4.2 专利纷纷到期，研发转向仿制药	12
5. 新医改促进蛋糕做大	14
5.1 覆盖范围加大	14
5.2 重大改革正在进行	15
6. 资源和利益向优势企业集中	17
6.1 结构调整势在必行	17
6.2 基药目录优势企业将集中	17
6.3 医药商业向龙头集中渐行渐近	17
7. 医药行业运行良好	18
7.1 各子行业稳步增长	18
7.2 维持毛利率提升，期间费用率略降的态势	21
8. 选股策略	21
8.1 康美药业（600518）	22
8.2 乐普医疗（300003）	23

8.3 康芝药业 (300086)	24
8.4 瑞普生物 (300119)	25
8.5 人福医药 (600079)	26

图目录

图 1 医药板块累计超额收益情况 (2008.11-2010.11)	5
图 2 医药板块周度超额收益情况 (2008.11-2010.11)	5
图 3 医药板块月度超额收益情况 (2008.11-2010.11)	6
图 4 医药板块PE相对大盘溢价处于高位 (2010.01-2010.11)	6
图 5 我国卫生总费用及其增速 (亿元)	8
图 6 我国卫生支出构成	8
图 7 我国卫生总费用及其占GDP比例 (亿元)	8
图 8 人均卫生持续上升 (元/人)	8
图 9 分国家/地区对全球制药市场增长的贡献	10
图 10 欧美日等发达国家仍占较大市场份额	10
图 11 IMS预测中国医药市场排名变化	10
图 12 我国人口数量及增长率	11
图 13 我国大于 65 岁人口数量及增长率	11
图 14 我国各年龄段两周患病率 (千分之)	11
图 15 我国各年龄段住院率 (千分之)	11
图 16 FDA新批准的NCE/生物制剂数量减少 (个)	12
图 17 全球制药企业研发费用增加 (亿美元)	12
图 18 每十亿美元产出的NCE/生物制剂个数在逐年减少 (个)	12
图 19 仿制药市场销售规模及其增速	13
图 20 全球排名前 20 的制药企业将有大量专利到期	13
图 21 门诊、出院医药费增速低于卫生总费用增速	15

图 22 2008 年医疗保障制度构成.....	15
图 23 参加新农合人数及参合率（亿人）.....	15
图 24 补偿支出受益人次不断增加.....	15
图 25 医药上市公司收入及其增速.....	18
图 26 医药上市公司利润总额及其增速.....	18
图 27 原料药上市公司收入及其增速.....	18
图 28 原料药上市公司利润总额及其增速.....	18
图 29 化学制剂上市公司收入及其增速.....	19
图 30 化学制剂医药上市公司利润总额及其增速.....	19
图 31 生物制品类上市公司收入及其增速.....	19
图 32 生物制品类医药上市公司利润总额及其增速.....	19
图 33 医疗器械上市公司收入及其增速.....	19
图 34 医疗器械医药上市公司利润总额及其增速.....	19
图 35 医药商业上市公司收入及其增速.....	20
图 36 医药商业医药上市公司利润总额及其增速.....	20
图 37 中药类上市公司收入及其增速.....	20
图 38 中药类医药上市公司利润总额及其增速.....	20
图 39 医疗服务上市公司收入及其增速.....	20
图 40 医疗服务医药上市公司利润总额及其增速.....	20
图 41 公司一体化产业链.....	22
图 42 2011 年国内药物支架系统竞争格局预测.....	24
图 43 公司支架系统价格及展望（元/套）.....	24

表目录

表 1 重点关注的上市公司估值指标.....	7
表 2 多个畅销药品的专利权即将到期.....	14
表 3 新医改相关政策.....	16
表 4 2010 年医药商业整合事件.....	17
表 5 医药行业 2010 年前三季度利润指标统计（%）.....	21

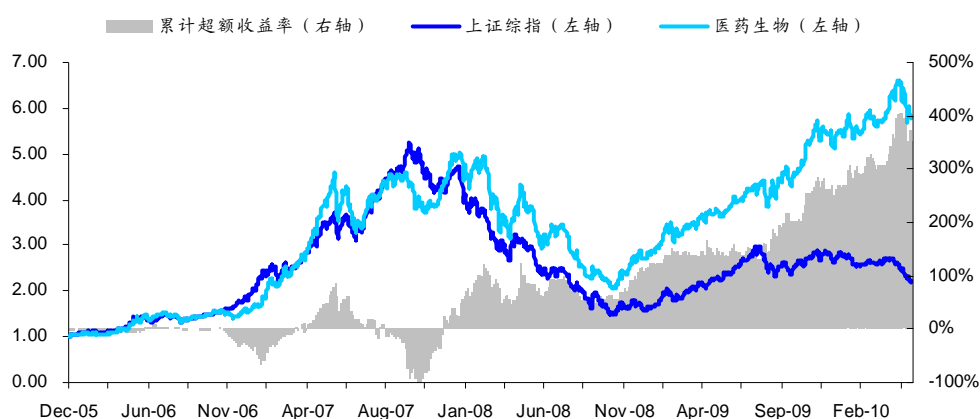
1. 医药板块市场表现

1.1 医药板块超额收益率 191%

医药板块长期享有高溢价，因此我们认为对本板块市场表现的研究主要从超额收益率和估值溢价来等几方面着手。以 2008 年 11 月 6 日为基准，截至 2010 年 11 月 19 日，医药板块收益率为 359%，同期上证综指收益率为 168%，超额收益率为 191%，投资医药板块收益率明显高于市场整体。

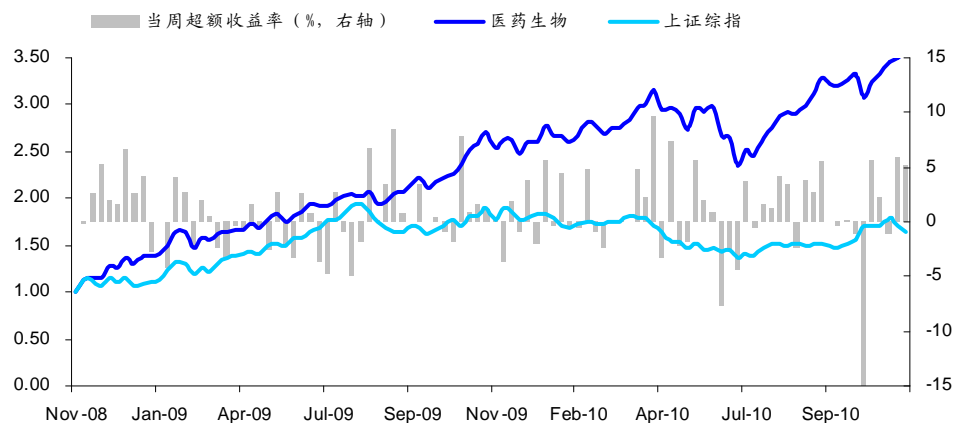
11 月 5 日至 11 月 19 日两周周内超额收益率分别为 5.81% 和 5.13%，11 月 1 日至 11 月 19 日不足一个月的时间内的超额收益为 12.35%，说明短期内医药板块走强。

图 1 医药板块累计超额收益情况（2008.11-2010.11）

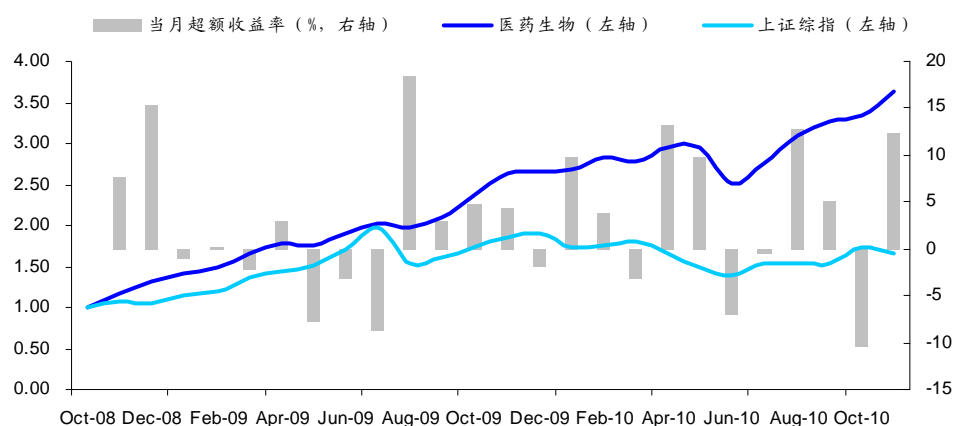


资料来源：Wind，海通证券研究所

图 2 医药板块周度超额收益情况（2008.11-2010.11）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 医药板块月度超额收益情况 (2008.11-2010.11)


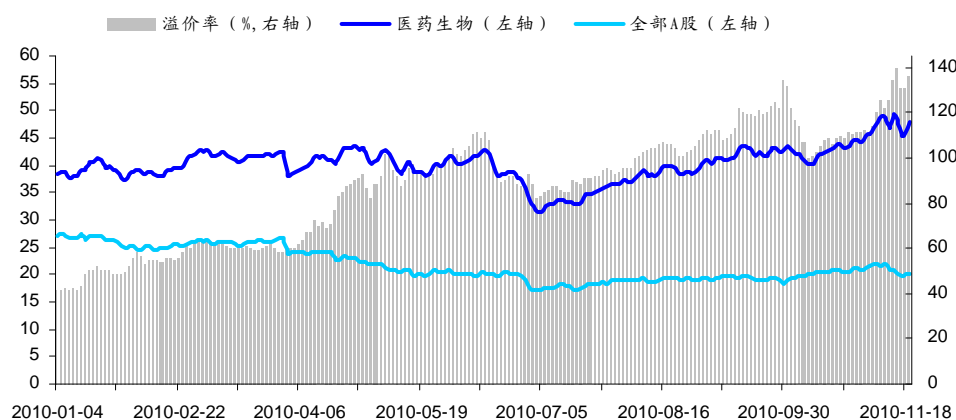
资料来源：Wind，海通证券研究所

1.2 市盈率相对市场整体处于历史高位

今年医药板块整体基调是上涨，尤其是4月15日房地产新政等利空袭来，股指下跌较快，资金受避险驱动涌入医药板块，板块相对大盘溢价率不断走高，凸显医药股的防御特性（行业报告《攻防兼备，医药个股将出现分化》2010年5月24日）。

6月下旬由于医药板块高估值、高超额收益率和高仓位配置的特征，在《药品价格管理办法》。随着股指的走高，医药板块风险逐渐释放，医药板块呈现了攻防兼备的特征，在周期性板块前景不明朗和货币政策紧缩预期的带动下，医药板块继续走强。（征求意见稿）的打击下而下跌（行业报告《政策虽不明朗，调整后子行业估值优势渐显》2010年7月15日）。

下图列出了2010年1月1日至11月19日医药板块的PE、全部A股的PE和相对溢价率（医药板块市盈率/A股市盈率-1），医药板块一直保持着相对大盘的溢价，但溢价高低随行情走势变化。我们在今年中期策略中提到，历史平均溢价率为100%，而目前已达136%，处于高位。

图4 医药板块 PE 相对大盘溢价处于高位 (2010.01-2010.11)


资料来源：Wind，海通证券研究所

目前医药板块静态市盈率为48倍左右，考虑多家新兴细分子行业中的企业登陆创

业板从一定程度上拉高了板块总体估值水平，我们认为医药行业增长前景相对确定，此市盈率绝对值并不算高，但是行业内部仍将出现分化。

表 1 重点关注的上市公司估值指标

代码	公司	股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
600518	康美药业	22.17	0.47	0.71	0.87	50.40	37.02	27.10
300086	康芝药业	84.21	1.50	2.05	2.72	60.34	44.48	32.95
300003	乐普医疗	33.58	0.55	0.84	1.27	66.38	48.55	35.88
300119	瑞普生物	77.50	1.36	2.00	2.89	58.21	42.29	32.14
002262	恩华药业	27.33	0.36	0.51	0.76	75.23	53.57	36.02
600079	人福医药	29.27	0.47	0.62	0.79	57.82	44.43	33.56
002399	海普瑞	149.17	3.26	4.69	6.61	44.00	30.49	22.05
000423	东阿阿胶	52.50	0.96	1.31	1.75	56.74	42.61	32.53
600535	天士力	44.65	0.86	1.20	1.50	52.14	41.60	33.49
000999	华润三九	28.49	0.87	1.09	1.37	32.59	26.13	20.78
000513	丽珠集团	43.16	1.63	1.94	2.33	26.49	22.24	18.54
601607	上海医药	24.68	0.71	0.92	1.14	34.89	26.93	21.56
002437	誉衡药业	87.53	1.30	1.87	2.52	67.12	46.89	34.68
600664	哈药股份	25.21	0.89	1.06	1.24	28.28	23.84	20.34
600867	通化东宝	17.93	0.26	0.42	0.64	86.45	65.70	48.04
601607	上海医药	24.68	0.71	0.92	1.14	34.89	26.93	21.56
002038	双鹭药业	62.79	1.21	1.64	2.12	51.85	38.27	29.55
	平均					51.99	38.94	29.46

备注：股价按 2010 年 11 月 24 日收盘价计
资料来源：Wind，海通证券研究所

从历史表现看，现在医药板块的估值确实在高位，相对来说风险已经积聚，很难从单方面再挑选出在未来一年会有较好表现的公司，因此我们重新审视医药行业基本面。医改仍是主线，其推动的基本药物目录、全国医保目录，公立医院改革等政策，将促进医药需求量增长和支付制度的改进，对于基本药物目录品种，销量的增长或许不能弥补价格的降低所带来的负面影响，《药品价格管理办法》的出台可能对行业是个短期利空，产业结构调整 and 十二五规划等政策也将对医药行业产生结构性和全面的促进作用。

我们认为，**医药行业能够持续增长，基本面持续向好，行业增长的因素远大于风险**，也为我们投资医药公司股票提供有力依据。主要汇集了以下几点：

- (1) 医药行业的规模处于增长轨道，以中国为代表的新兴市场增速快于全球；
- (2) 老龄化、城市化成为推动医药需求的基本因素；
- (3) 新医改促进医疗体制改革，蛋糕做大，提高支付能力，激发需求；
- (4) 新药研发艰难，面对国内巨大市场，仿制药进口替代药品将迎来机遇；
- (5) 产业结构调整等政策将资源和利益向优势企业集中。

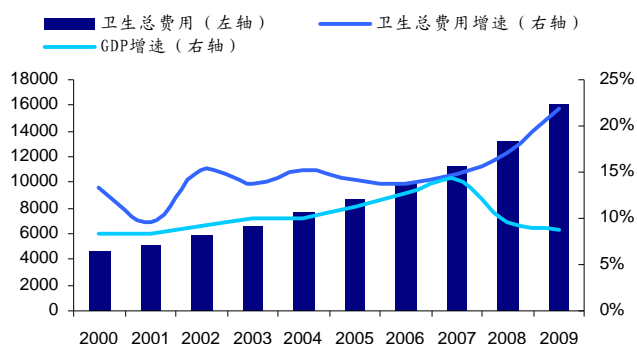
2. 中国医药行业发展处于快车道

2.1 卫生总费用持续上升，呈加速态势

我国卫生总费用支出一直保持了一个较快的增长，尤其自 2006 年行业低谷反弹以来，呈现出加速的态势，根据卫生部最新数据，2009 年卫生总费用为 1.6 万亿元，同比增长 22%，远快于 GDP 的增速，2008 年增速为 17%，呈加速态势。

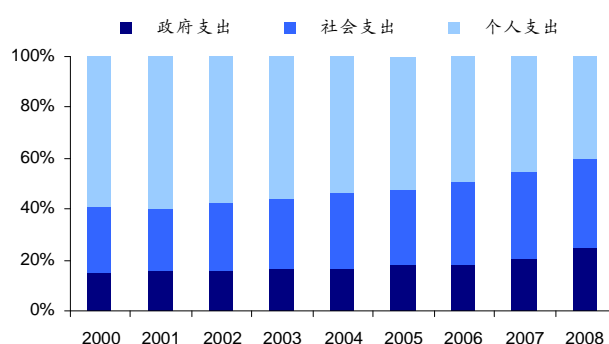
从支出构成看占比最大的个人支出的比例逐渐降低，取而代之的是不断加大的政府投入和萌生的社会支出部分。医改的目标是全民医保，在这样一个大背景下，我们认为个人支出的比例将继续降低，政府投入的比例将继续增加，且增量部分会做大带来医疗市场的蛋糕。

图 5 我国卫生总费用及其增速（亿元）



资料来源：卫生部，海通证券研究所

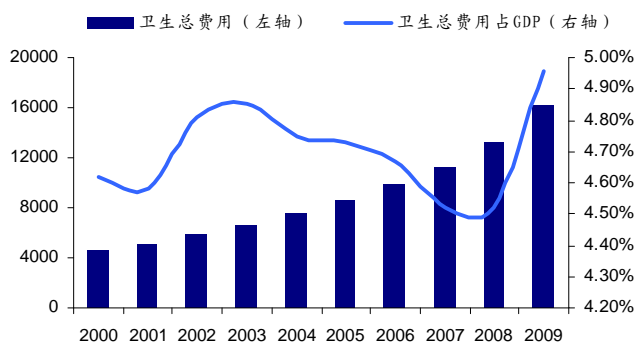
图 6 我国卫生支出构成



资料来源：卫生部，海通证券研究所

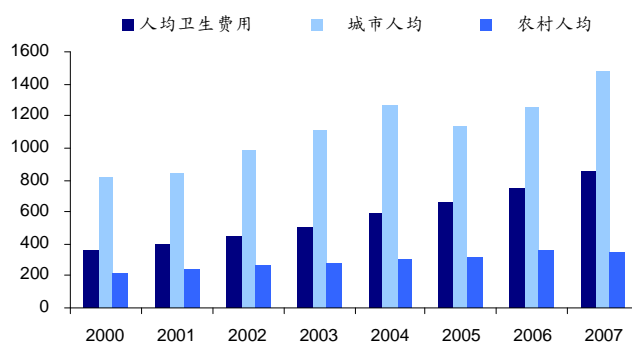
我国卫生总费用占 GDP 的比例仍处于低水平，不足 5%，对比发达国家美国的 17%，还存在相当大的差距，但近年来持续攀升，根据卫生部 2010 年 2 月 22 日公布的《2009 年我国卫生事业发展情况简报》，我国 2009 年卫生支出占 GDP 比例从 2008 年的 4.52% 升至 4.96%。

图 7 我国卫生总费用及其占 GDP 比例（亿元）



资料来源：卫生部，海通证券研究所

图 8 人均卫生持续上升（元/人）

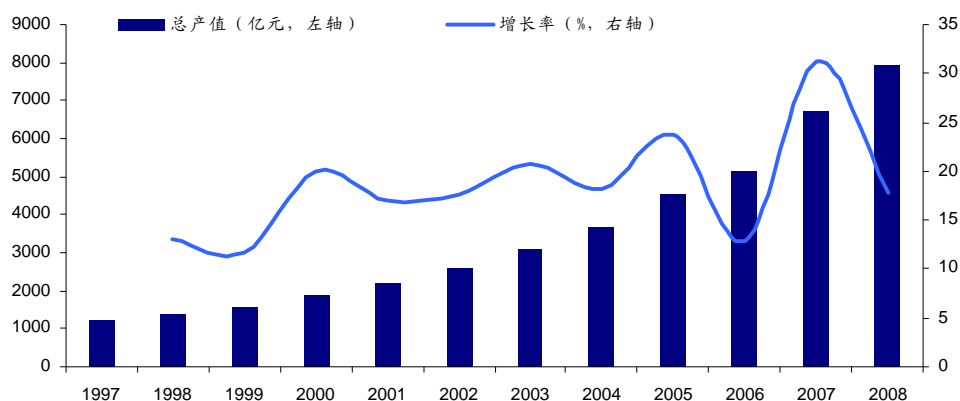


资料来源：卫生部，海通证券研究所

2.2 我国医药市场规模将突破万亿元

2008 年医药行业工业增加值为 7913 亿元，同比增长 18%，在新医改政府加大投入的前提下，行业蛋糕将越做越大，预计能保持两位数的增长，如果保持 14% 的增速，2010 年很有可能超过 1 万亿元，至 2015 年可能会达到将近 2 万亿元。

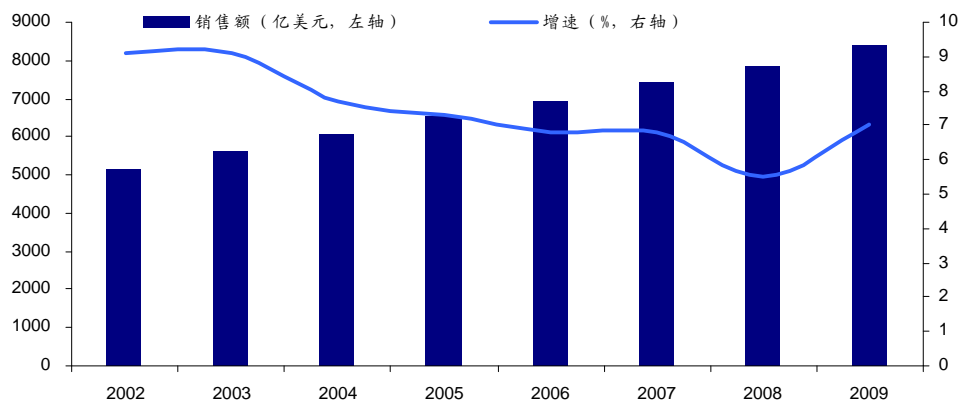
图1 我国医药工业总产值及其增速



资料来源：南方所，海通证券研究所

2009年全球医药市场规模达8280亿美元，过去几年增速保持在4-6%的水平，虽然高于GDP的增速，但从内部增长结构来看，美日欧等发达国家市场的增速已降低，尤其是欧洲发达国家普遍降低到3%以下，据IMS预测，2009-2013年复合增长率美国、日本、英国、德国、法国、意大利分别为4.4%、4.1%、3.5%、2.9%、1.4%、2.8；而另一方面，新兴市场增长迅速，成为未来全球医药市场的主要动力，主要来源于中国、印度、巴西、俄罗斯、土耳其等国，据IMS预测，2009-2013年复合增长率分别高达24.0%、14.6%、13.8%、11.5%和7.4%。

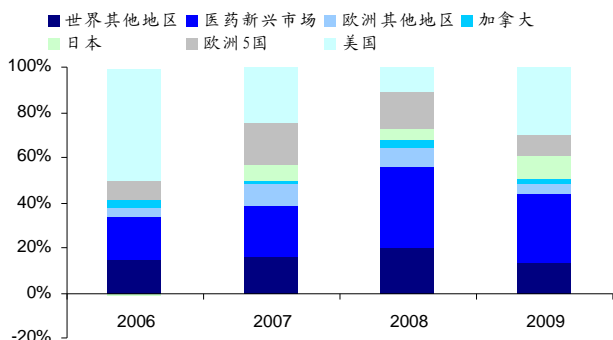
图2 全球药品市场销售额及增速



资料来源：IMS，海通证券研究所

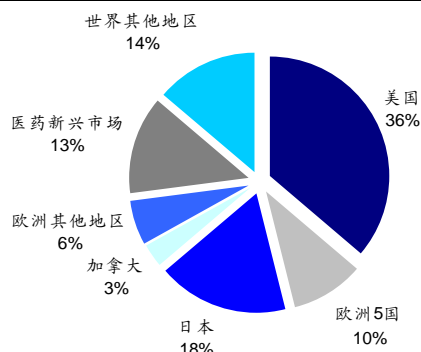
全球医药市场在不断增长，但由于经济增速缓慢、新药研发缓慢等因素，发达国家增速缓慢，对整体增长的贡献逐渐减弱，反而，增长的贡献主要来源于新兴市场，从2006年的19%的贡献增加到了2009年的31%，而同期成熟市场的代表美国对全球市场的增长贡献从50%降低到了30%，但从地区份额来看，2009年美国仍占36%，排名第一。

图 9 分国家/地区对全球制药市场增长的贡献



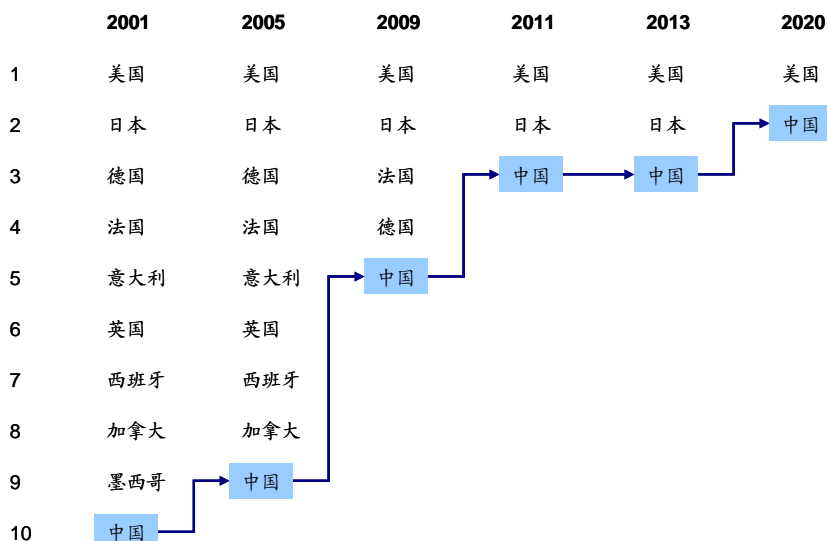
备注：按美元计
资料来源：IMS，海通证券研究所

图 10 欧美日等发达国家仍占较大市场份额



资料来源：IMS，海通证券研究所

图 11 IMS 预测中国医药市场排名变化



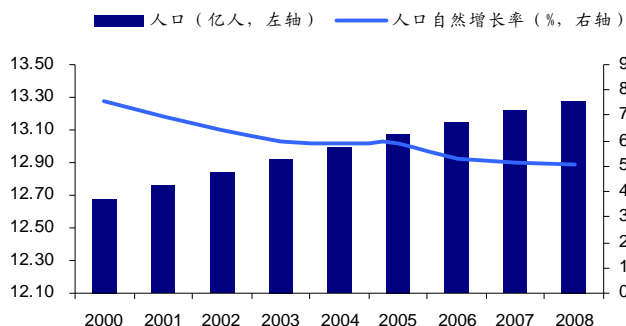
资料来源：IMS，海通证券研究所

3. 老龄化推动医药需求增加

3.1 我国已进入老龄化社会

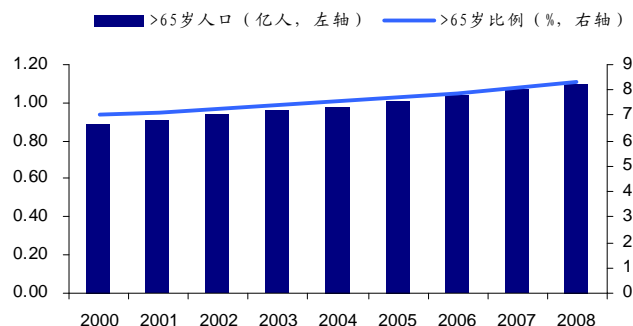
医药消费的直接主题是人，因此人口的数量和结构对医药的需求构成主要因素，根据官方数据，我国 2008 年已有人口 13.28 亿人，保持 0.5% 左右的增速增加。在人口增长的过程中，其结构也正发生重大变化，65 岁以上老年人的比例逐渐增大，且呈加速态势，2008 年占比约为 8.3%，比 2007 年增加 0.2 个百分点，国际上通常把 60 岁以上的人口比例达到 10%，或 65 岁以上人口占总人口的比例达到 7% 作为国家或地区进入老龄化社会的标准，数据表明我国已经达到老龄化社会，我们预计老龄化的增速将快于总人口的增速，老龄化的趋势正在加强。

图 12 我国人口数量及增长率



资料来源：卫生部，海通证券研究所

图 13 我国大于 65 岁人口数量及增长率

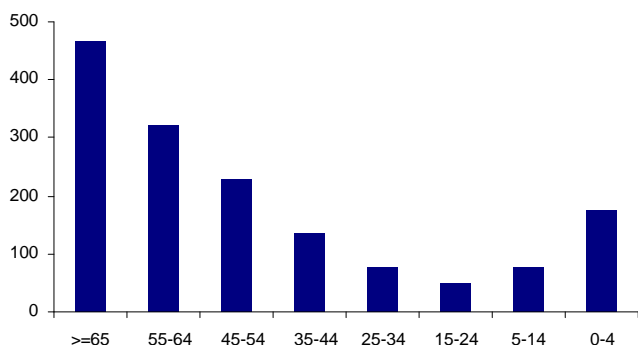


资料来源：卫生部，海通证券研究所

3.2 老龄化是驱动医药需求的重要因素

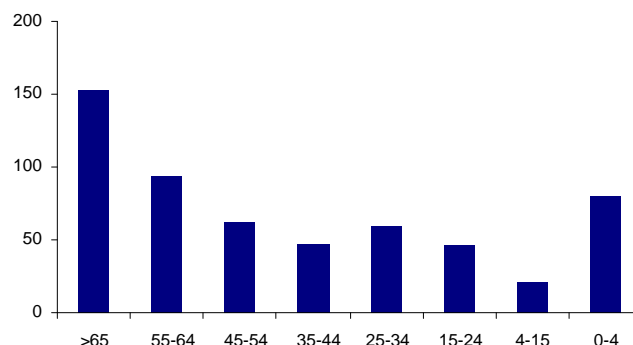
随着年龄的增大，身体机能衰退，患病率将显著提升，据卫生部的统计，65岁以上老人的两周患病率为466‰，远高于其他年龄段，25-34岁年龄段才75‰，老年阶段的医药消费量约占人一生80%以上，因此，老年人是医药消费的主力军，老龄化是驱动医药需求的重要因素。

图 14 我国各年龄段两周患病率（千分之）



资料来源：卫生部，海通证券研究所

图 15 我国各年龄段住院率（千分之）



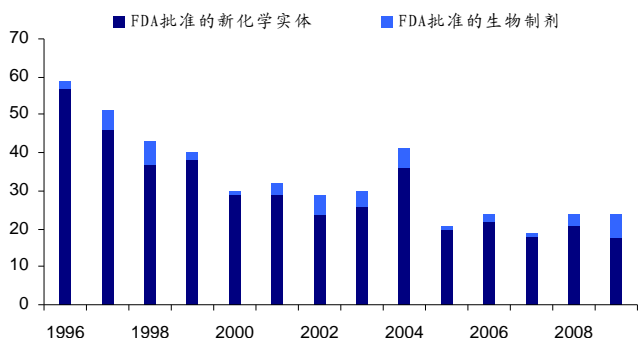
资料来源：卫生部，海通证券研究所

4. 新药研发艰难，仿制药进口替代迎机遇

4.1 医药研发费用逐年增加与新药获批减少形成对比

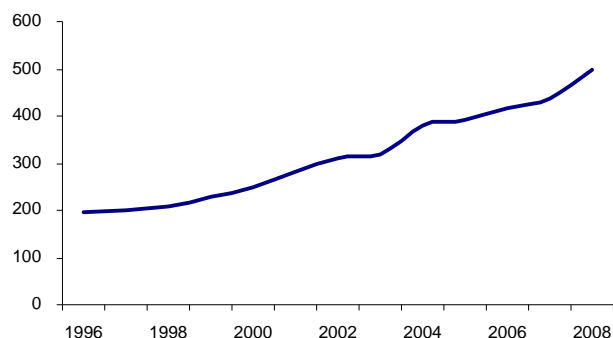
新药研发是企业生存的根本之所在，各大制药巨头都非常重视研发，每年投入占销售收入约10%左右的资金用于研发，这个费用在过去几年持续增加，2008年全球制药企业研发投入高达500亿美元，而FDA批准的新化学实体（NCE）和生物制剂数量呈逐年递减的趋势，2008年批准了24个NCE，而2004年这个数字高达30-40左右，1996年高达50-60个。

图 16 FDA 新批准的 NCE/生物制剂数量减少 (个)



资料来源: IMS, 海通证券研究所

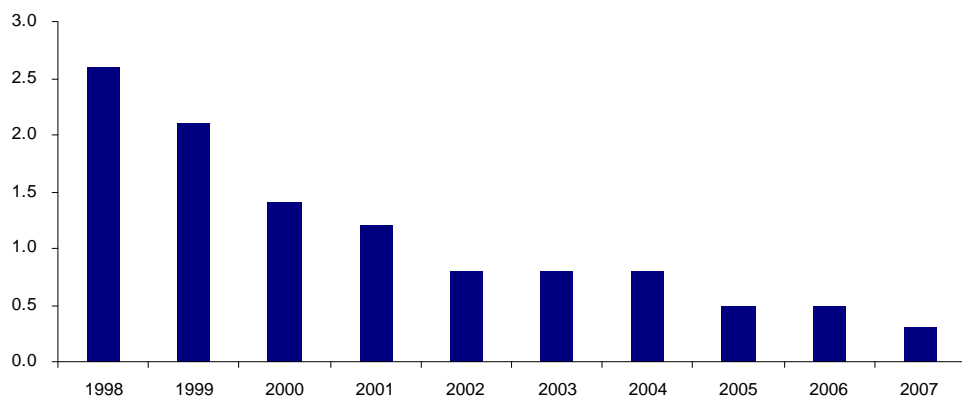
图 17 全球制药企业研发费用增加 (亿美元)



资料来源: IMS, 海通证券研究所

医药研发费用逐年增加与新药获批减少形成对比, 显示了研发难度加大, 单位资金的新药产出降低, 2007 年每十亿美元产出的 NCE/生物制剂个数约为 0.3, 而 2004 年为 0.8, 2000 年高达 1.4 个。

图 18 每十亿美元产出的 NCE/生物制剂个数在逐年减少 (个)



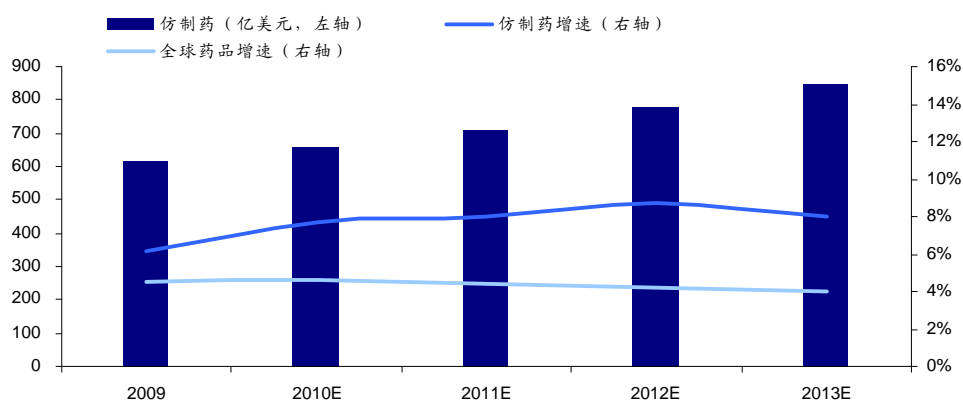
资料来源: IMS, 海通证券研究所

4.2 专利纷纷到期, 研发转向仿制药

迫于研发难度加大, 全球最大的十家制药企业在研发上的投入开始转向对现有产品新的适应症的扩充和仿制药上, 大越有 20% 的研发费用用于新适应症的扩充, 较小的企业这个比例可能会高达 40%。

2009 年全球仿制药市场约为 350 亿美元, 同比增速超过 6%, 略高于医药整体市场的增速, 据 IMS 预计 2009-2013 年间复合增长率将达 8%, 远高于后者的增速。

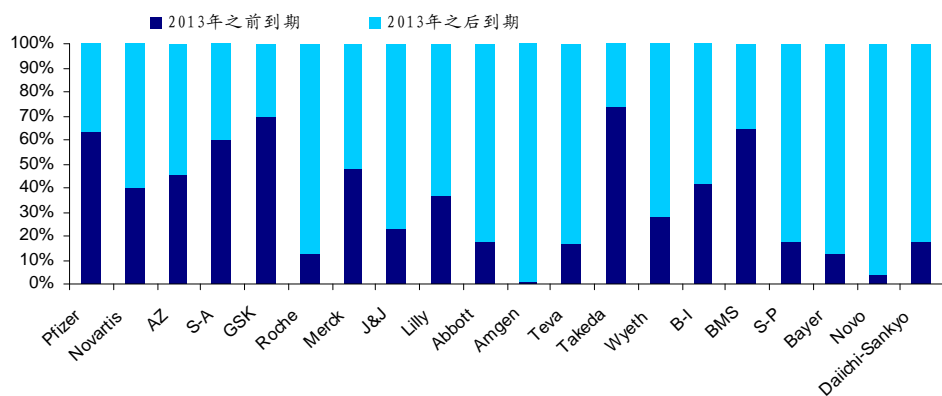
图 19 仿制药市场销售规模及其增速



资料来源: IMS, 海通证券研究所

全球药品市场不乏重磅炸弹产品, 但很多已经或将要专利到期, 据统计全球排名前 20 的制药企业将有 35% 的专利在 2009-2013 年间到期, 这将给仿制药企业带来机会, 仿制药市场规模将逐渐扩大。

图 20 全球排名前 20 的制药企业将有大量专利到期



资料来源: IMS, 海通证券研究所

表 2 多个畅销药品的专利权即将到期

国家	2008	2009	2010	2011	2012	
美国	康士得 福善美 普乐可复 利培酮 赛尔特 托吡酯 丙戊酸钠	坦索罗辛 酒石酸唑吡坦缓释片 剂 瑞宁得 麦考酚酸酯 乙拉西坦 舒马曲坦 兰索拉唑 伐昔洛韦	盐酸多奈哌齐 盐酸吉西他滨 拉莫三嗪 立普妥 泰素帝	科索亚 海捷亚 左氧氟沙星 潘妥洛克	艾可拓 氧可酮 波立维 舒利迭 思乐康 金普萨膜衣錠	罗格列酮 缙沙坦 草酸依他普仑 顺尔宁 万艾可 齐派西酮 得舒妥 雷洛昔芬 依诺肝素 适礼达 择泰
法国	康士得 文拉法辛	科素亚 健择 泮托拉唑 普乐可复 托吡酯 伐昔洛韦	利塞 瑞宁得 麦考酚酸酯 海捷亚 乙拉西坦 依诺肝素钠 耐德 布地奈德/福莫特罗 泰素帝	代文 立普妥 适礼达 金菩萨	盐酸多奈哌齐 博脉舒 盐酸度洛西汀 得舒妥 水合糠酸莫米松 氧可酮 雷贝拉唑钠 顺尔宁 择泰	
德国	康士得 文拉法辛	科素亚 健择 泮托拉唑 普乐可复 托吡酯 伐昔洛韦 威博隽持续药效錠	利塞 瑞宁得 海捷亚 乙拉西坦 耐德 布地奈德/福莫特罗 泰素帝 择泰	麦考酚酸酯 代文 立普妥 依诺肝素 适礼达	盐酸多奈哌齐 博脉舒 得舒妥 水合糠酸莫米松 雷贝拉唑钠 思乐康 顺尔宁	
英国	康士得 文拉法辛 丙酸氟替卡松 / 沙美特罗	科素亚 健择 泮托拉唑 普乐可复 托吡酯 伐昔洛韦	利塞 瑞宁得 麦考酚酸酯 海捷亚 乙拉西坦 耐德 布地奈德/福莫特罗 泰素帝	代文 立普妥 依诺肝素 适礼达 金菩萨	盐酸多奈哌齐 博脉舒 得舒妥 水合糠酸莫米松 氧可酮 雷贝拉唑钠 顺尔宁 择泰	

资料来源：海通证券研究所

我们估计可能有超过 1000 亿美元销售额的药品专利将到期（包括立普妥和波立维等重磅药品），我们认为国内优秀仿制药企业将迎来大好机遇，这将不局限于心脑血管用药、抗肿瘤药等重大专科领域。

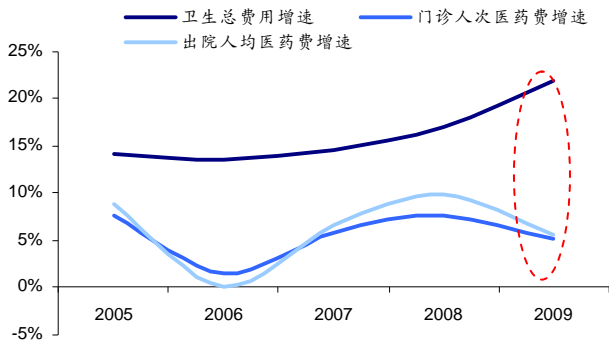
5. 新医改促进蛋糕做大

5.1 覆盖范围加大

《2009 年我国卫生事业发展情况简报》显示，2009 年综合医院门诊病人人均医药费为 153.98 元，同比上涨 5.12%，增速比 2008 年大幅下降 2.5 个百分点；综合医院出院病人人均医药费为 5775.50 元，同比上涨 5.70%，增速比 2008 年大幅下降 4.2 个百分点；但同期卫生总费用增速为 21.96%，增加 4.9 个百分点，远高于同期医药费的增速。我们认为随着国家对卫生系统投入加大，全民医保制度的建立，患者看病负担有望减轻。

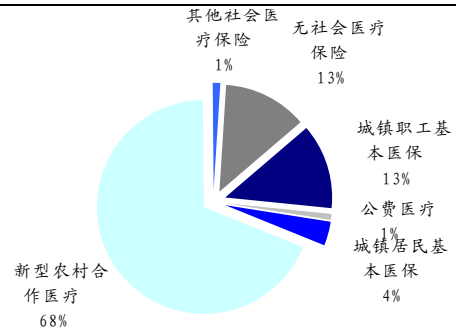
由于我国农村人口众多，因而我国医疗保障制度的构成也偏基层，其中 2008 年新农合占全国医保比例为 68.66%，城镇职工基本保险和城镇居民基本保险分别为 12.69% 和 3.79%，还有约 12.86% 的人口无社会医疗保险，新医改目标在 2020 年前达成全民医保，覆盖范围加大将促进蛋糕做大。

图 21 门诊、出院医药费增速低于卫生总费用增速



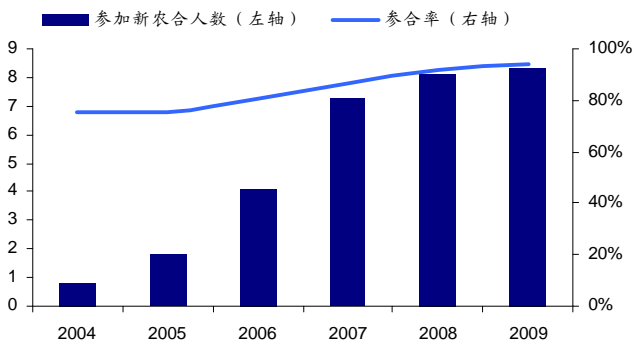
资料来源：卫生部，海通证券研究所

图 22 2008 年医疗保障制度构成



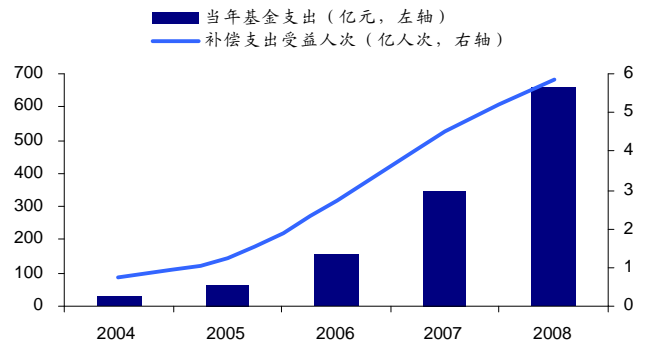
资料来源：卫生部，海通证券研究所

图 23 参加新农合人数及参合率 (亿人)



资料来源：卫生部，海通证券研究所

图 24 补偿支出受益人次不断增加



资料来源：卫生部，海通证券研究所

5.2 重大改革正在进行

政策的走向对医药行业的发展至关重要，自 2009 年 4 月 6 日颁布《关于深化医药卫生体制改革的意见》纲领性文件以来，陆续颁布了一系列医改方案。

表 3 新医改相关政策

时间	政策	内容和目标
2009 年 4 月 6 日	《关于深化医药卫生体制改革的意见》	建立健全覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度,形成四位一体的基本医疗卫生制度:建设覆盖城乡居民的公共卫生服务体系、医疗服务体系、医疗保障体系、药品供应保障体系。
2009 年 4 月 7 日	《医药卫生体制改革近期重点实施方案(2009-2011 年)》	加快推进基本医疗保障制度建设;初步建立国家基本药物制度;健全基层医疗卫生服务体系;促进基本公共卫生服务逐步均等化
2009 年 4 月 8 日	《关于全面开展城镇居民基本医疗保险工作的通知》	2009 年全国所有城市都要开展城镇居民基本医疗保险工作。2009 年新开展这项工作的城市,参保率力争达到 50%以上。2009 年前已开展试点的城市,参保率力争达到 80%以上
2009 年 7 月 2 日	《关于巩固和发展新型农村合作医疗制度的意见》	逐步提高筹资水平,完善筹资机制。2009 年,新农合筹资水平要达到每人每年 100 元,农民个人缴费增加到不低于 20 元。2010 年开始,新农合筹资水平提高到每人每年 150 元,农民个人缴费由每人每年 20 元增加到 30 元。
2009 年 7 月 22 日	《医药卫生体制五项重点改革 2009 年工作安排》	加快推进基本医疗保障制度建设,初步建立国家基本药物制度,健全基层医疗卫生服务体系,促进基本公共卫生服务逐步均等化,推进公立医院改革试点。
2009 年 8 月 18 日	《关于建立国家基本药物制度的实施意见》《国家基本药物目录管理办法(暂行)》《国家基本药物目录(基层医疗卫生机构配备使用部分)》(2009 版)	2009 年每个省(区、市)在 30% 的政府办城市社区卫生服务机构和县(基层医疗卫生机构)实施基本药物制度,包括实行省级集中网上公开招标采购、统一配送,全部配备使用基本药物并实现零差率销售。到 2011 年,初步建立国家基本药物制度;到 2020 年,全面实施规范的、覆盖城乡的国家基本药物制度。
2009 年 10 月 2 日	《改革委关于公布国家基本药物零售指导价的通知》	涉及 23 49 个具体剂型规格品,与现行规定价格比,有 45% 的药品降价,平均降幅 12% 左右;有 49% 的药品价格未做调整;有 6% 的短缺药品价格有所提高
2009 年 11 月 23 日	《改革药品和医疗服务价格形成机制意见》	改革药品价格管理,改革医疗服务价格管理。
2009 年 11 月 30 日	《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2009 年版)》	新版《医保药品目录》中,西药和中成药品种共 2151 个。与 2004 年版药品目录相比,新版《药品目录》共增加了 260 个药品,增幅为 13.7%,其中甲类药品增加了 53 个,增幅为 11.8%;中药增加数超过西药。
2010 年 2 月 23 日	《关于公立医院改革试点的指导意见》	选定 16 个城市作为国家联系指导的公立医院改革试点地区,将逐步取消药品加成,增设药事服务费。
2010 年 6 月	《药品价格管理办法(征求意见稿)》	对药品分类、药品价格形成机制做了具体规定,并具体给出了期间费用率、销售利润率和流通差价率。《药品价格管理办法》有望下半年出台。
2010 年 10 月	《关于加快医药行业结构调整的指导意见》	基本药物主要品种销量居前 20 位企业所占市场份额应达到 80% 以上;对于 3-5 年内产业集中度的提高,《意见》设定了“医药百强企业销售收入占到全行业的销售收入的 50% 以上;加强创新,而中国在仿制药领域积累了丰富的经验。
待出	“十二五”规划	对生物产业、医药流通业等刺激。
待出	公立医院改革细则	弱化药品收入在医院收入中的占比。单病种付费、按人头付费和总额预付等支付制度改革和补偿机制
待出	《药品价格管理办法》	或可能采取统一定价、差比价定价、区别定价等三种定价方式,差比价定价规则将同时采取剂型比价和规格比价,以重点打击限价药品更换剂型或规格变相涨价的行为。

资料来源:卫生部,海通证券研究所

6. 资源和利益向优势企业集中

6.1 结构调整势在必行

2010年10月9日，工业和信息化部、卫生部和国家食品药品监督管理局联合出台了《关于加快医药行业结构调整的指导意见》，指出我国医药行业发展中结构不合理的问题长期存在，自主创新能力弱、技术水平不高、产品同质化严重、生产集中度低等问题十分突出，加快结构调整既是医药行业转变发展方式、培育战略性新兴产业的紧迫任务，也是适应人民群众日益增长的医药需求，提高全民健康水平的迫切需要。具体内容我们将在附录列出。

6.2 基药目录优势企业将集中

在调整产品结构方面，适应基本药物不断扩大的市场需求，增加生产保障供应。进一步规范基本药物生产流通秩序，推动基本药物生产企业的兼并重组，促进基本药物生产向优势企业集中，鼓励其采用新技术、新设备进行技术改造，提高基本药物产品质量和供应保障能力。基本药物主要品种销量居前20位企业所占市场份额应达到80%以上，实现基本药物生产的规模化和集约化。

虽然基药产品价格整体将受到降低，销量的增加也不一定能够弥补，各个地方或多或少都有当地的普药生产企业，地方保护注意的存在或许对普药龙头的扩张产生影响，但我们认为，长期而言，基药目录优势企业将逐渐集中。

6.3 医药商业向龙头集中渐行渐近

即将出台的十二五规划或将鼓励药品流通企业兼并重组，鼓励零售连锁业态的发展，培育国家级、地市级龙头航母企业。从国外经验看，医药流通行业的大趋势是“整合”和“集中”。美国市场前三家医药流通企业市场份额在90%以上，日本前三家企业市占率从19%提高到73%仅用了10年的时间，而我国前三大约为20%左右。

由于医药商业利润率较低，对规模化合低成本的要求也就限制了小企业的发展，我们认为医药商业的整合速度将提速，未来五年前三大的市占率或将提升至30%。

表4 2010年医药商业整合事件

时间	事件	备注
2010年2月	上海医药整合上实医药和中西药业	
2010年4月	国药集团收购上海医药工业研究院	集团收入达650亿元
2010年7月	华润集团收购北京医药	
2010年11月	华润集团与济南中信共同组建山东北药中信医药	济南中信为山东第一，北药股份控股95%以上，总投资5亿元
2010年11月	华润集团以北药注资苏州礼安	苏州礼安是苏南第一，北药注资10亿元控股礼安65%。江苏礼安目前在苏南地区医药商业市场占有率排名第一，在二级以上重点医院市场占有率超过50%，2010年预计销售43亿元。华润北药方面表示，将在3年内促使江苏礼安达到20%的年均递增，在苏南地区实现100亿元的商业规模。

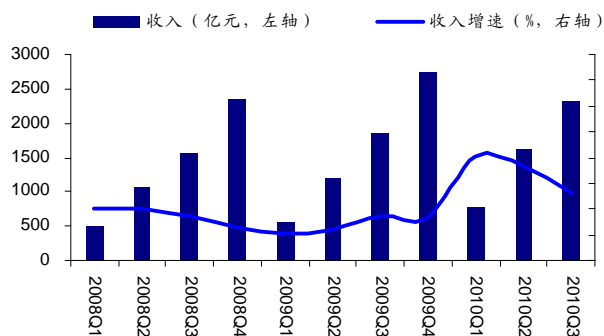
资料来源：海通证券研究所

7. 医药行业运行良好

7.1 各子行业稳步增长

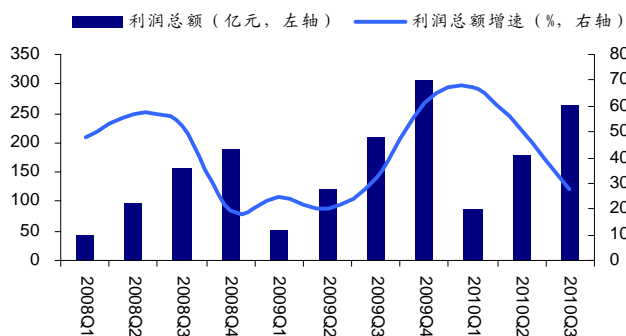
医药上市公司收入增速呈现出底部回升趋势,2010年前三季度实现收入 2327 亿元,同比增长 26%;实现利润总额 266 亿元,同比增长 28%。虽然利润总额增速与收入增速的差额有所缩小,但仍略高于后者,整体盈利水平还处于良好局面。

图 25 医药上市公司收入及其增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

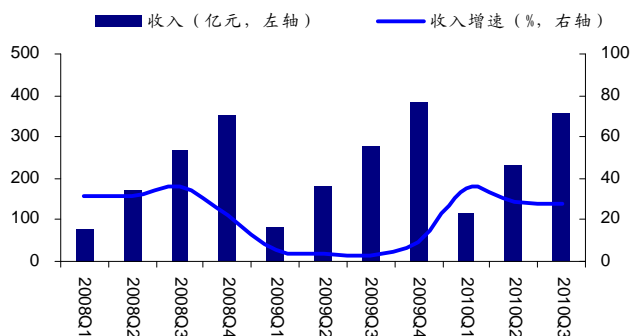
图 26 医药上市公司利润总额及其增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

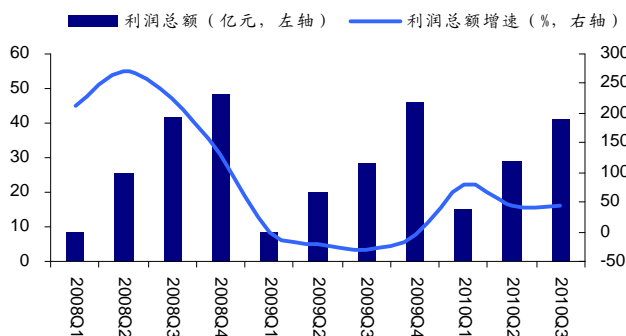
原料药上市公司收入增速自 2009 年下半年迅速攀升,主要由于大部分原料药的价格随经济转暖而上升,2010 年前三季度实现收入 357 亿元,同比增长 28%;实现利润总额 41 亿元,同比增长 45%。

图 27 原料药上市公司收入及其增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

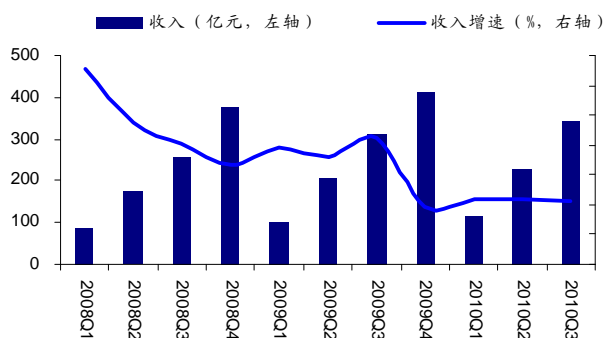
图 28 原料药上市公司利润总额及其增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

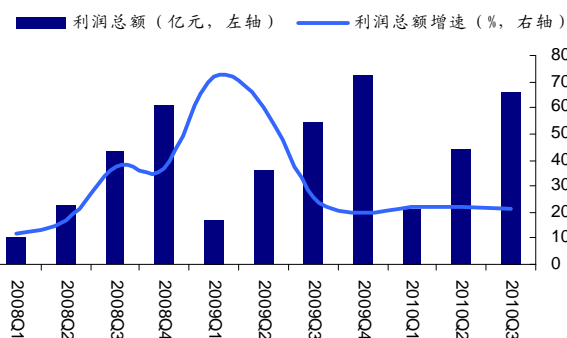
化学制剂上市公司收入增速自 2009 年下半年虽然有所回升,但增速仍缓慢,2010 年前三季度实现收入 344 亿元,同比增长 11%;实现利润总额 49 亿元,同比增长 21%。

图 29 化学制剂上市公司收入及其增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

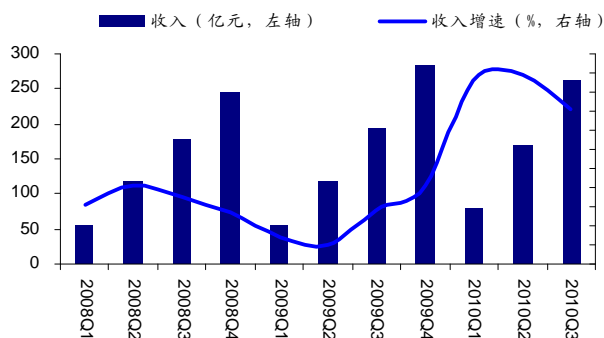
图 30 化学制剂医药上市公司利润总额及其增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

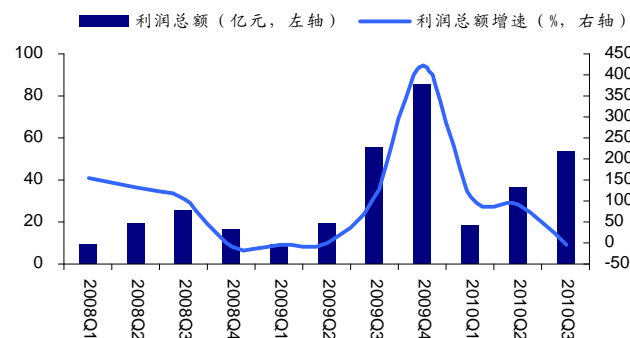
生物制品上市公司在 2009 年甲型流感疫情和国家增加相应免疫计划的刺激下, 2009 年下半年生物制品子行业的销售额和利润大幅增长, 因基数较大导致今年的增速降低, 2010 年前三季度实现收入 263 亿元, 同比增长 36%; 实现利润总额 54 亿元, 同比增长-1%。

图 31 生物制品类上市公司收入及其增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

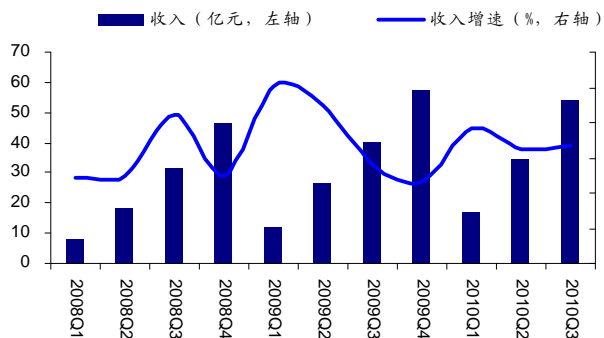
图 32 生物制品类医药上市公司利润总额及其增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

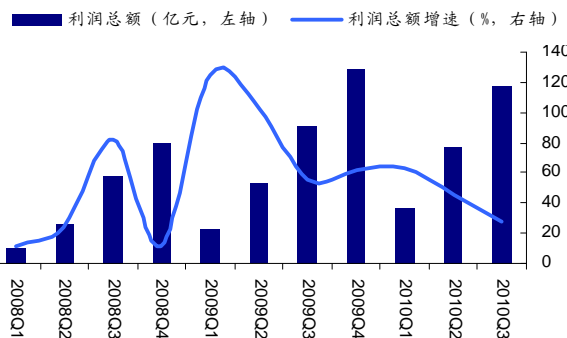
医疗器械上市公司 2010 年前三季度实现收入 54 亿元, 同比增长 34%; 实现利润总额 10 亿元, 同比增长 28%。

图 33 医疗器械上市公司收入及其增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

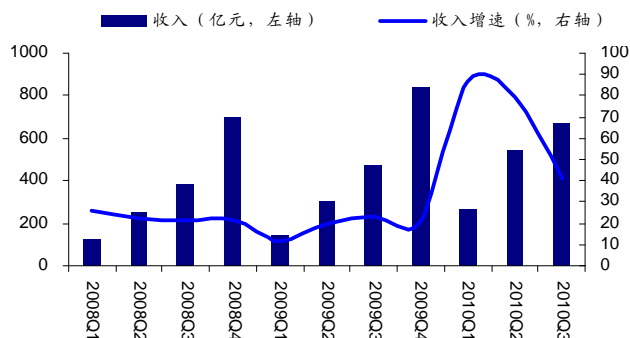
图 34 医疗器械医药上市公司利润总额及其增速



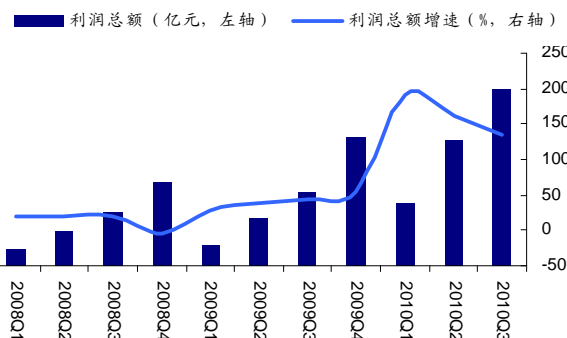
资料来源: Wind, 海通证券研究所

医药商业上市公司经营状况良好, 随着基本药物制度开始实施, “省级招标、统一配

送”政策使资源向大型优势企业集中，2010 年前三季度实现收入 665 亿元，同比增长 41%；实现利润总额 29 亿元，同比增长 136%，增速远大于收入的增速。

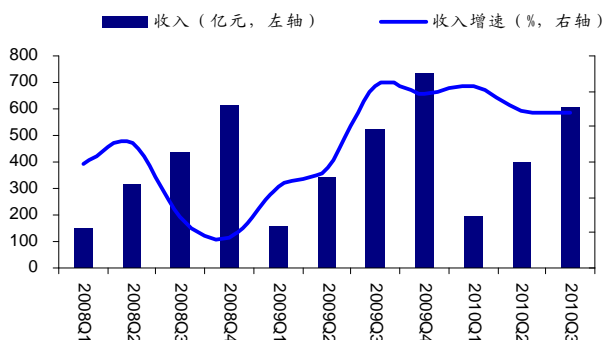
图 35 医药商业上市公司收入及其增速


资料来源: Wind, 海通证券研究所

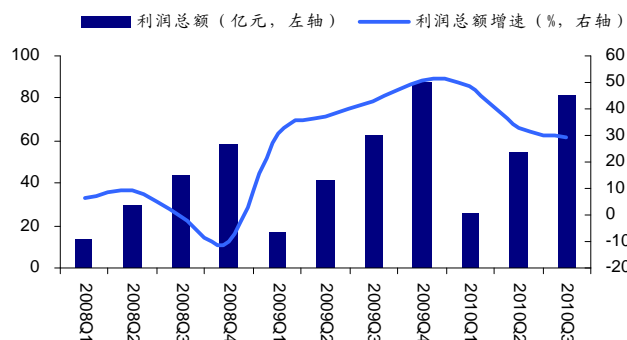
图 36 医药商业医药上市公司利润总额及其增速


资料来源: Wind, 海通证券研究所

中药类上市公司 2010 年前三季度实现收入 611 亿元，同比增长 17%；实现利润总额 81 亿元，同比增长 29%。

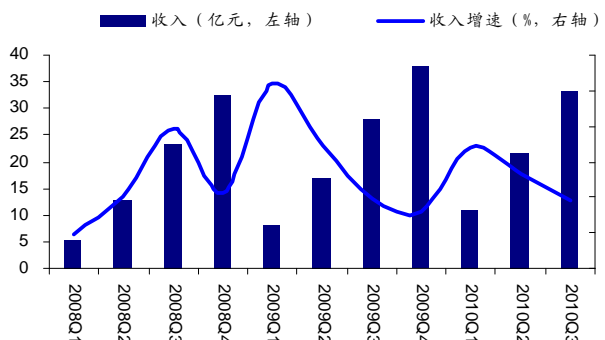
图 37 中药类上市公司收入及其增速


资料来源: Wind, 海通证券研究所

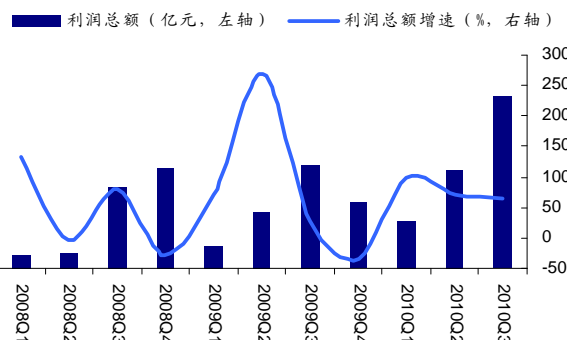
图 38 中药类医药上市公司利润总额及其增速


资料来源: Wind, 海通证券研究所

医疗服务类上市公司数量较少，2010 年前三季度实现收入 33 亿元，同比增长 19%，增速有所放缓；实现利润总额 2 亿元，同比增长 66%。

图 39 医疗服务上市公司收入及其增速


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 40 医疗服务医药上市公司利润总额及其增速


资料来源: Wind, 海通证券研究所

7.2 维持毛利率提升，期间费用率略降的态势

医药类上市公司个子行业毛利率近几年整体呈上升趋势，尤其是中药和医疗器械上升比较明显，医药商业由于行业特性毛利率在各子行业内最低。2010年前三季度各子行业毛利率都不同程度上升，原料药、化学制剂、中药、生物制剂、医药商业、医疗器械和医疗服务子行业2010年前三季度毛利率分别达28%、41%、39%、36%、13%、42%和19%，行业整体为30%，比去年同期的28%提升了2个百分点。

医药类上市公司个子行业期间费用率呈略微下降的态势，但由于行业的特殊性，医药商业有所提升，2010年前三季度原料药、化学制剂、中药、生物制剂、医药商业、医疗器械和医疗服务子行业期间费用率分别为16%、27%、26%、20%、10%、23%和19%。

表5 医药行业2010年前三季度利润指标统计(%)

	收入增速			利润总额增速			净利润增速		
	2009	2009Q3	2010Q3	2009	2009Q3	2010Q3	2009	2009Q1	2010Q1
原料药	9.13	3.06	27.89	-4.86	-31.81	44.69	-6.03	-31.77	51.54
化学制剂	9.60	21.08	10.60	19.48	25.64	21.44	24.95	36.13	21.11
中药	19.72	20.74	16.87	50.86	42.84	29.47	48.76	45.78	30.48
生物制品	15.58	9.03	35.73	420.96	115.50	-3.63	519.10	110.95	-1.43
医药商业	20.52	22.91	41.39	53.19	43.13	135.63	53.00	42.94	149.61
医疗器械	22.98	28.02	33.62	62.33	55.62	27.94	58.41	59.89	26.78
医疗服务	16.01	19.76	19.04	-33.21	28.15	66.03	-80.83	11.24	73.27
医药行业	16.34	17.10	26.11	61.28	31.95	27.55	64.16	34.83	29.63
	毛利率			期间费用率			净利润率		
	2009	2009Q3	2010Q3	2009	2009Q3	2010Q3	2009	2009Q3	2010Q3
原料药	31.65	30.09	27.69	17.48	17.10	15.79	9.86	8.09	9.59
化学制剂	39.33	33.28	41.11	26.60	25.69	26.59	11.24	11.06	12.12
中药	39.36	37.68	39.11	27.71	27.26	26.24	10.12	10.14	11.32
生物制品	37.75	30.19	36.20	22.84	22.67	19.72	25.55	23.31	16.93
医药商业	9.09	9.53	13.68	6.43	7.05	9.85	1.93	2.02	3.56
医疗器械	41.60	41.00	41.94	24.56	25.49	22.53	16.82	16.73	15.88
医疗服务	18.14	18.43	18.51	13.24	12.74	12.62	0.43	2.84	4.13
医药行业	28.64	27.61	29.83	18.86	19.57	18.99	9.36	9.33	9.59

资料来源：Wind，海通证券研究所

8. 选股策略

医药板块一向保持着攻防兼备的特征，正如上文所述，受到投资者的青睐，估值已处于高位，近期重新获得较高超额收益，我们提示风险，但考虑到宏观货币层面的变化，而引发周期性和非周期性板块的轮动，以及医改、老龄化和政策推动，**我们认为，增长是医药行业主旋律，内部将再次出现分化，具备技术优势、进口替代、受政策负面影响小的公司将继续保持强势，我们建议投资者重点关注以下几类公司：**

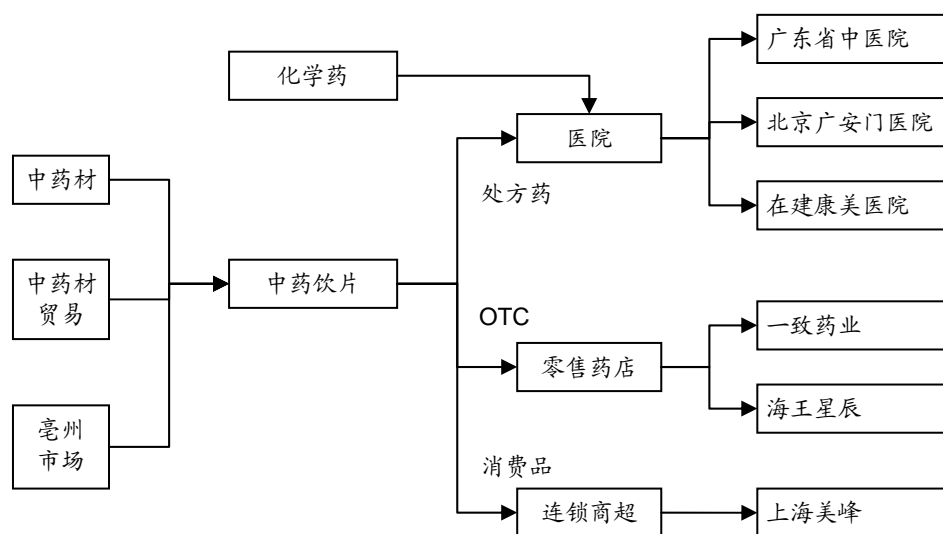
- (1) 抗通胀，经营模式独特，上下游一体化的中药饮片龙头：**康美药业**；
- (2) 专利到期潮，麻醉专科仿制药：**人福医药**，**恩华药业**；

- (3) 高端进口替代医疗器械: 乐普医疗;
- (4) 动物药市场龙头: 瑞普生物;
- (5) 估值低, 医改政策利好: 哈药股份;
- (6) 区域医药商业龙头, 全国扩张: 上海医药;
- (7) 中药现代化龙头: 天士力;
- (8) 享受第三终端经营模式的创业板企业: 康芝药业;
- (9) 生物制药, 享受政策大力支持: 双鹭药业。

8.1 康美药业 (600518)

公司 7-9 月实现营业收入 8.30 亿元, 同比增长 51.17%; 实现归属于母公司净利润 1.62 亿元, 同比增长 60.79%; 实现基本每股收益 0.10 元。1-9 月实现营业收入 23.03 亿元, 同比增长 32.09%; 实现归属于母公司净利润 4.72 元, 同比增长 46.96%。中药材贸易、食品及新开河产品销售收入增加, 成为公司未来主要增长点。

图 41 公司一体化产业链



资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

中药材交易市场领域地位巩固。十大市场收其三, 进一步扩大药材市场话语权。收购亳州药材市场、普宁药材市场之后, 又一次出重拳, 收购全国交易量第二大市场(安国市场)。继公司收购安国市场后, 全国十大药材市场将有三大落入公司囊中, 上下游一体化更加明确, 这将继续扩大公司在药材市场的话语权。公司也已形成上控稀缺资源, 下联医院渠道, 坐拥中药材交易市场, 一体化产业链, 我们认为这是公司长期的战略, 将不断推进, 巩固在中药饮片子行业的龙头地位。

中药饮片加工业务稳定, 提供业绩支撑。饮片现在全国以销售城市为主要布局, 另外布局产地的粗加工, 相对大品种为主, 单味品种经营思路会拓展, 以产区品种为主。

原料储存时间长，但是饮片时间短，需要快速反应的体系，因此有一定规模效应。我们认为公司中药饮片将为公司提供稳定增长的利润，提供业绩支撑。

上下游一体化，协同效应强。公司中药饮片加工、贸易、交易市场、医院等上下游一体化的产业链，加强公司对本细分行业的判断力与控制能力，造就了专业化，我们认为中药材贸易业务将继续做大做强，盈利能力将在市场中得到加强。

上调目标价 28 元，维持“买入”评级。目前公司已实现饮片、快消品、贸易、市场上下游一体化，该项收购利于进一步提升公司对于中药材上游的掌控能力，公司望享受估值上的溢价。三季度增速相对于前两季度有所提升，我们认为此趋势将在四季度延续，也就是达到我们之前报告中的盈利预测水平，维持 2010-2012 年 EPS 分别为 0.47 元、0.71 元和 0.87 元，鉴于全球流动性过剩，通胀预期强烈，中药材价格或存在继续上涨的可能，作为医药股里规避抗通胀的主力品种，我们建议重点关注，给予 2011 年 30 倍市盈率，上调目标价为 28 元，维持“买入”评级。

风险提示。（1）几个中药材交易市场收购能否顺利完成并运营良好；（2）中药材加价格宽幅波动的风险。

8.2 乐普医疗（300003）

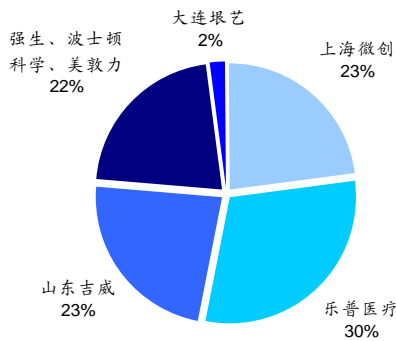
7-9 月实现营业收入 1.81 亿元，同比增长 33.41%，实现归属于母公司净利润 0.95 亿元，同比增长 41.22%，实现基本每股收益 0.1173 元。1-9 月实现营业收入 5.64 亿元，同比增长 35.32%，实现归属于普通股股东的净利润 3.04 元，同比增长 41.39%。

全国冠脉介入支架需求将维持高景气。我国冠状动脉介入治疗病例维持较高增速，2002-2008 年复合增长率达到 30%，介入治疗已覆盖全国约 900 家医院，3376 家二甲医院，我们认为随着医改覆盖面继续增大，医改所带来的支付能力提升，医患双方对介入治疗的认识程度也会得到提升，行业将维持高景气。

注重研发，增强核心竞争力。1-9 月管理费用为 5718 万元，同比上年同期增长 53.44%，主要是因为公司坚持研发投入，研发费用增长较快，为 2142 万元，同比增长 89.31%。公司继续贯彻“生产销售一代，研制注册一代，预先研究一代”的研发创新方针，以心血管药物支架、封堵器为核心，以球囊扩张导管等介入辅助配套器械为重点，不断加快新领域技术和产品的创新拓展。报告期内，公司完成了无载体药物支架第二次评审后相关资料的上报工作，无载体支架属于第三代支架，是公司未来拳头产品，或引发行业洗牌，行业集中度将进一步提升。

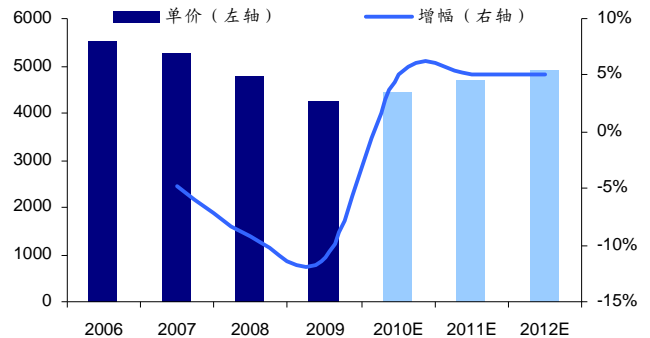
新产品无载体支架有望年内推出，或引发行业洗牌。我们推测，公司年内推出无载体药物支架可能性仍然很大，而我们之前也在深度报告中论述过，新产品推出后或引发行业洗牌。根据 SFDA 最新规定，该类产品的临床要求将大大提升，加大了竞争对手的进入成本和延长了进入时间。我们认为如果年内新产品推出，有理由享受比原有产品更高的市场定价，因此产品整体抵御降价风险的能力将随着新产品的销售得到一定程度的加强。

图 42 2011 年国内药物支架系统竞争格局预测



资料来源：公司资料，海通证券研究所

图 43 公司支架系统价格及展望 (元/套)



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

迈入心血管药物领域，进军千亿市值。公司将天方中药作为双方发展心脑血管业务的平台，最终公司将取得天方中药 51% 的股权，这种方式有利于公司快速进入心血管药物领域，除阿托伐他汀以外，天方药业尚拥有多个重磅心血管药物在研，因此我们认为公司通过此种方式进军千亿市值可期。

营销加强，保证业绩增长。公司一直不断加强营销能力，树立品牌，增强市场影响力。通过加强对营销团队和代理商的管理和培训，持续提高公司营销网络的整体市场竞争能力，加强学术营销，积极落实由一线城市向二三线城市辐射的相关工作，使公司在巩固原有一线城市医院市场平稳较快增长的同时，促进了二三线城市市场的较快增长。包括药物支架生产线、支架输送系统生产线在内的新的产能也在准备就绪过程中，2010 年底将形成年产 17 万套药物支架及输送系统的生产能力，为未来的销售增长扫清了产能上的障碍。同时，公司在上海、济南两地完成了营销分部的建设，不断加强营销上的投入有利于提高营销执行力，增加抵御政策风险的能力。支架、球囊导管等 5 个产品在 8 个出口销售国家获准入认可，为乐普医疗大力拓展海外市场奠定了基础。

超募资金收购心脏瓣膜公司。公司近日公告称拟使用超募资金 1.5 亿元收购北京思达医用装置有限公司 100% 股权。思达公司目前主要从事心脏瓣膜及相关产品的开发、研制、生产和销售。思达为国内瓣膜提供商中的翘楚，收购价格合理。医改覆盖面扩大、有相关手术资质医院数量增加心脏瓣膜置换必将放量，公司或成进口替代市场放量的主要受益企业。。我们认为保守估计未来几年国内换瓣手术量和人工瓣膜使用量的增长速度至少达到 15%，主要原因是自然增长、医保报销标准提高以及有能力和资质实施换瓣手术的医院数量增加。

定位异于竞争对手，开始具备成为高估值千亿市值公司的条件。我们认为公司目前已经从支架提供商转变成了未来的心血管专科治疗提供商，与其竞争对手微创医疗和山东威高相比，乐普从公司整体定位上发生了巨大的变化，微创目前仍然是单纯的支架提供商，而威高则更加偏向于广义上的医疗器械、耗材提供商，从业务架构上来看乐普的视野广阔，所涉及的领域更为专业和集中，开始具备成长为高估值千亿市值公司的条件。

目标价 37.5 元，维持“买入”评级。鉴于国内支架等核心业务稳步增长，虽然出口放量会提升业绩，但谨慎起见，暂时不调高明年的盈利预测，维持之前 2010-2012 年每股收益 0.55 元、0.84 元和 1.27 元的盈利预测，目标价 37.5 元。

风险提示。（1）医改降价风险；（2）大股东减持风险。

8.3 康芝药业（300086）

主要产品供不应求，新产能逐步就绪为销售放量保驾护航。我们维持之前在深度报

告中的观点，儿童药市场需求旺盛，公司是为数不多的国内儿童药专营公司，上市后的资金实力上升以及新产能年内逐步就绪将使得公司产品市场占有率进一步提升。募投资金项目儿童药生产基地建设项目已经先行由自有资金投入，目前一期工程已基本完工，现进入申报 GMP 认证阶段，预计 2010 年 9 月份可以投产，考虑到目前公司主要产品由于现有产能不足基本处于供不应求的局面，个别月份出现欠货现象，我们认为新产能提前就绪会将为包括瑞芝清在内的产品放量保驾护航，下半年业绩存在超预期的可能。

氨金黄敏颗粒、鞣酸蛋白酵母散或成新的业绩增长点。公司目前较为丰富的产品储备一旦上市，可以借助公司的品牌利用相同的渠道进行销售，进一步增强公司的竞争力。氨金黄敏颗粒、鞣酸蛋白酵母散等新品种将成为新的业绩增长点，而目前鞣酸蛋白酵母散已经获得了生产批件。

盈利预测及投资评级。维持 2010-2012 年每股收益 1.50 元、2.05 元和 2.72 元的盈利预测，目前已达到我们目标价，考虑到超募资金收购并购、公司股本较小年底有高配送可能，以及新产能逐步就绪销售放量业绩超预期，我们维持之前“买入”的投资评级，以及六个月 68.55 元的目标价。

8.4 瑞普生物（300119）

民营机制为本，专家团队支持。李守军先生持有公司 3201.80 万股，占本次发行前总股本的 57.64%，本次发行后仍持有公司 43.17% 的股份，是公司的实际控制人。作为民营企业，公司管理机制灵活，股权结构合理，公司多名高级管理人员都是兽药领域的专家，且均持有一定比例的公司股权，激励到位。

兽药行业前景看好将给公司带来机遇。我国兽药行业上游原料供应充足，下游需求旺盛，结合政府的大力扶持，行业前景看好。我们认为，在强制执行 GMP 认证制度、规模化养殖比例不断提高的背景下，公司借助技术和规模优势在后续的发展中进一步巩固兽药龙头的地位。

公司是兽药领域专家，产品品种齐全。公司专注于兽药行业，主营业务收入占比超过 99%。主要产品包括兽用生物制品和兽用制剂两大类 276 个品种，产品丰富、结构合理，为国内少数几家产品覆盖禽畜疫病预防、诊断、治疗、促生长以及调节免疫机制的兽药企业之一。

兽用生物制品业务竞争力强。公司的主导产品为兽用生物制品，2009 年在主营业务收入中占比为 74.51%，毛利率高出兽用制剂业务 15 个百分点，公司综合毛利率也远高于竞争对手。2008 年，公司兽用生物制品国内市场份额为 3.15%，5 种主要兽用疫苗产品市场份额排名前 5 名。

注重研发，产品技术壁垒高，销售网络广。公司研发费用占收入比例大于 4.4%。储备项目众多，在兽用生物制品和兽用制剂领域，公司正在从事的研发项目分别达 27 项和 24 项，其中填补国内外空白的项目达 11 项，技术壁垒高。公司以政府招标采购、大客户直销、网络经销三种模式辐射各养殖企业和养殖户。

募集资金将用于兽药产品和研发中心的扩建项目。公司本次 IPO 拟发行 1860 万股，发行后总股本为 7414.80 万股，用于兽用疫苗扩建项目、兽用制剂项目和研发中心项目的建设。

盈利预测及投资评级。预计 2010-2012 年的每股收益分别 1.36 元、2.00 元和 2.89 元，给予公司 2011 年 32-38 倍 PE，综合 DCF 估值法，得出公司合理价值区间为 64.00-76.00 元，目前已达到目标价，但考虑到募投资金的运用和产能逐渐释放，仍然维持“买入”评级。

主要不确定因素。产品质量风险，畜牧业市场波动风险和募集资金投资项目不能及时取得产品批准文号的风险。

8.5 人福医药（600079）

行业高速增长，市场空间巨大。之前我们撰写过麻醉药行业深度报告《高壁垒，快增长，成就中枢神经药物龙头》，推荐当时麻醉药行业的三大龙头企业恩华药业、人福医药和恒瑞医药。在该报告中我们认为，在国内麻醉药这一细分行业是一个发展空间巨大的新兴行业。行业进入壁垒高导致业内公司产品能够享受较高毛利率。

第三终端又一股，手术用药的刚性需求支持未来高速发展。我们之前曾经推荐过康芝药业，作为第三终端的代表性公司，康芝的业绩增长连续三年超过 50%，但其成功有其独特性。首先由于历史机遇问题，该公司是目前 A 股上市公司中唯一一家专注于第三终端的企业，其次公司在第三终端已经深耕多年，近三年业绩上才有所体现，回报时间较长，第三近年来医改覆盖面扩大，农村地区城镇化支持第三终端消费升级，综上所述康芝药业的近三年高速发展，业绩增长均超过 50%。如果再要从 A 股中挖掘类似的公司则难度较大，但经过调研后我们发现麻醉药是一个能够从第三终端中受益的细分行业。主要原因在于我们之前在行业深度报告中论述过，麻醉药尤其是手术麻醉用药是一个非常刚性的需求，从现有的数据统计上来看，县一级医院的手术量增长很快，而手术量的增长必定伴随着术中麻醉药的增长，就我们看这种县级医院手术量的增长目前只是一个开始，因此术中镇痛的芬太尼系列市场容量巨大，将受益于第三终端而快速成长。

盈利预测与投资建议。维持 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.47 元、0.62 元和 0.79 元的盈利预测，我们之前深度报告给的目标价为 25 元，现已达到目标价，但我们认为由于其产品的刚性需求以及在第三终端尤其是县级医院上的手术麻醉用药量的增长，宜昌人福有望维持高增长，业绩有超预期的可能。公司在副业逐步剥离后，主业清晰，相比业内可比公司恩华药业之外估值回补之外，由于主业高速增长，未来产品线延伸合理，此外公司还通过普克药业打造药物出口的平台，因此我们认为可以享受一定程度的估值溢价，仍然维持“买入”的投资评级。

附录 关于加快医药行业结构调整的指导意见

各省、自治区、直辖市、新疆生产建设兵团工业和信息化主管部门、卫生厅（局）、食品药品监督管理局：

医药行业是我国国民经济的重要组成部分，在保障人民群众身体健康和生命安全方面发挥重要作用。进入 21 世纪以来，我国医药行业一直保持较快发展速度，产品种类日益增多，技术水平逐步提高，生产规模不断扩大，已成为世界医药生产大国。但是，我国医药行业发展中结构不合理的问题长期存在，自主创新能力弱、技术水平不高、产品同质化严重、生产集中度低等问题十分突出。加快结构调整既是医药行业转变发展方式、培育战略性新兴产业的紧迫任务，也是适应人民群众日益增长的医药需求，提高全民健康水平的迫切需要。为此，提出以下意见：

一、指导思想和基本原则

（一）指导思想

以邓小平理论和“三个代表”重要思想为指导，深入贯彻落实科学发展观，按照深化医药卫生体制改革的总体要求，以结构调整为主线，加强自主创新，促进新品种、新技术研发，推动兼并重组，培育大企业集团，加快技术改造，增强企业素质和国际竞争力，通过五年的调整，使行业结构趋于合理，发展方式明显转变，综合实力显著提高，逐步实现我国医药行业由大到强的转变。

（二）基本原则

1. 坚持发挥市场机制作用与加强政策引导相结合。充分发挥市场配置资源的基础性作用，促进企业加强管理，整合生产要素，实现优胜劣汰。加强政策引导，加大支持力度，调动企业积极性，推动医药行业结构优化升级。

2. 坚持自主创新、技术改造与淘汰落后相结合。提高企业自主创新能力，重点推进生物医药技术创新与产业化，推动企业按照《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》（GMP）进行改造，淘汰高耗能、高耗水、污染大、效率低的落后工艺和设备，严格控制新增产能。

3. 坚持保障生产供应与强化质量安全相结合。适应市场需求，增加基本药物生产，保障供应，同时推进基本药物与非基本药物协调发展。强化生产企业是药品质量第一责任人的理念，加强质量管理，完善标准和检测体系，保证药品安全有效。

二、主要任务和目标

（一）调整产品结构

1. 贯彻落实《关于建立国家基本药物制度的实施意见》，适应基本药物不断扩大的市场需求，增加生产保障供应。进一步规范基本药物生产流通秩序，推动基本药物生产企业的兼并重组，促进基本药物生产向优势企业集中，鼓励其采用新技术、新设备进行技术改造，提高基本药物产品质量和供应保障能力。基本药物主要品种销量居前 20 位企业所占市场份额应达到 80% 以上，实现基本药物生产的规模化和集约化。

2. 在化学药领域，研发满足我国疾病谱的重大、多发性疾病防治需求的创新药物，争取有 10 个以上自主知识产权药物实现产业化。抓住全球仿制药市场快速增长及一批临床用量大、销售额居前列的专利药陆续专利到期的机遇，加快仿制研发和工艺创新，培育 20 个以上具有国际竞争优势的专利到期药新品种。

3. 在生物技术药物领域，紧跟世界生物技术飞速发展的步伐，研发防治恶性肿瘤、心脑血管疾病、神经系统疾病、消化系统疾病、艾滋病以及免疫缺陷等疾病的基因工程药物和抗体药物，加大传染病新型疫苗研发力度，争取有 15 个以上新的生物技术药物投放市场。

4. 在中药领域，坚持继承和创新并重，借鉴国际天然药物发展经验，加快中成药的二次研究与开发，优先发展具有中医药治疗优势的治疗领域的药品，培育 50 个以上疗效确切、物质基础清楚、作用机理明确、安全性高、剂型先进、质量稳定可控的现代中药。同时，促进民族药的研发和产业化，促进民族药标准提高，加强中药知识产权保护。

5. 在医疗器械领域，针对临床需求大、应用面广的医学影像、放射治疗、微创介入、外科植入、体外诊断试剂等产品，推进核心部件、关键技术的国产化，培育 200 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、销售收入超过 1000 万的先进医疗设备。

（二）调整技术结构

1. 在化学药领域，推广应用膜分离、手性合成、新型结晶、生物转化等原料药新技术，运用基因工程、细胞工程技术构建新菌种或改造抗生素、维生素、氨基酸等产品的生产菌种，提高质量、产率，节能减排和降低成本。加强缓释控释、透皮吸收、粘膜给药、靶向给药等新型制剂技术在药物开发中的应用。

2.在生物技术药物领域,重点突破大规模、高通量基因克隆及蛋白表达、抗体人源化及人源抗体的制备、新型疫苗佐剂、大规模细胞培养和蛋白纯化等技术。加快开发生物活性高、稳定性好、半衰期长的口服、肺部给药的新型生物技术药物制剂。

3.在中药领域,根据中药特点,以药物效用最大化、安全风险最小化为目标,加快现代技术在中药生产中的应用,推广先进的提取、分离、纯化、浓缩、干燥、制剂和过程质量控制技术,重点发展动态提取、微波提取、超声提取、超临界流体萃取、膜分离、大孔树脂吸附、多效浓缩、真空带式干燥、微波干燥、喷雾干燥等高效率、低能耗、低碳排放的先进技术。建立和完善中药种植(养殖)、研发、生产的标准和规范,推广应用中药多成分含量测定和指纹图谱整体成分控制相结合的中药质量控制技术。开发现代中药制剂,结合中药特点,重点发展适合产品自身特点的新剂型。

4.推进医药行业信息化建设,创建基于信息技术的药品和医疗器械研发平台。加快医药企业管理信息系统建设,扩大计算机控制技术在生产中的应用范围,提高企业管理和质量控制水平。提升关键、核心医疗器械的数字化水平。

(三) 调整组织结构

贯彻国务院促进企业兼并重组的精神,鼓励优势企业实施跨地区、跨所有制的收购兼并和联合重组,促进品种、技术、渠道等资源向优势企业集中。通过扶优扶强和在市场竞争中优胜劣汰,显著提高企业规模经济水平和产业集中度,医药企业数量明显减少,医药百强企业销售收入占到全行业的销售收入的50%以上,形成一批具有国际竞争力和对行业发展有较强带动作用的大型企业集团。支持中小企业向“专、精、特、新”的方向发展,形成大型企业和中小企业分工协作、协调发展的格局。

(四) 调整区域结构

东部沿海发达地区充分利用技术、资金、人才、品牌、营销渠道的优势,跟踪国际最先进技术,重点发展技术含量高、附加值高、资源消耗低的高科技产品,形成符合国际标准的“长三角”、“珠三角”和“环渤海”三个综合性医药生产基地。中西部地区发挥资源优势,发展特色鲜明的专业性生产基地,积极承接产业转移,严防化学原料药生产向环境承载能力弱的地区转移和低水平产能的扩张,形成东、中、西部优势互补的布局,促进区域医药经济协调发展。

(五) 调整出口结构

加快转变出口增长方式,抓住世界仿制药市场快速增长的机遇,扩大制剂出口,特别是增加面向美国、欧洲、日本等世界主要医药市场的销售。筛选具有比较优势的制剂产品,加快开展国际注册和生产质量体系国际认证,建立国际营销渠道,培育自主品牌。支持有条件的企业“走出去”,在境外投资设立制剂工厂,直接面向终端客户。通过政策引导和扶持,推动50家以上制剂企业通过发达国家的GMP认证,制剂在药品出口中所占的比重达到20%以上。

三、保障措施

(一)鼓励技术创新。继续加大对医药研发的投入,对具有我国自主知识产权的新药研制,在科研立项、经费补助、新药审批、进入医保目录和技术改造投资上给予支持。鼓励开展基础性研究和开发共性、关键性以及前沿性重大医药研发课题。支持企业加强技术中心建设,通过产学研整合技术资源,推动企业成为技术创新的主体。

(二)加强技术改造。制定《医药行业技术改造投资指南》,以技术改造为抓手,推动结构调整。支持符合结构调整方向、对医药产业升级有重大带动作用的企业技术改造项目,重点支持创新药物产业化、基本药物上水平、药品生产质量保证体系升级、中药现代化、医疗器械国产化。

(三)发挥药品价格杠杆调节作用。完善药品价格政策,坚持鼓励创新、促进企业提升产品质量的基本原则,根据创新程度,对成本费用和利润实行差别控制,特别是对拥有自主知识产权的产品,在价格核定过程中给予单独制定价格的政策。

(四)完善集中采购和临床使用政策。研究制定更加科学合理的集中采购评标标准和方法,合理划分药品类别,切实落实“质量优先、价格合理”的原则,建立公开、透明的社会监督机制,实现公平竞争和优胜劣汰。深化公立医院改革,推进医药分开,完善基本医疗保障费用支付方式,规范临床诊疗行为,促进合理用药,为产品结构调整营造良好的外部环境。

(五)发挥药品监管的促进作用。提高药品审评审批技术门槛,严格控制新开办制药企业数量。实施《新药注册特殊审批程序管理规定》、《药品技术转让注册管理规定》和《国家药品质量标准提高行动计划》,鼓励和引导企业加快技术创新,提高产品质量,实行强强联合,促进医药行业结构优化升级。

(六)完善企业兼并重组支持政策。认真落实有关企业兼并重组的政策措施,妥善解决富余人员安置、企业资产划转、债务核定与处置、财税利益分配等问题,对大型企业跨省(区、市)重组后的改扩项目优先予以核准,在股票发行、企业债券、中期票据以及银行贷款方面给予支持。

(七) 制止重复建设, 淘汰落后产品和工艺。修订完善《产业结构调整目录》和《外商投资产业指导目录》, 制订重要产品准入条件, 引导企业投资方向。规范药品委托生产, 盘活存量资产, 引导和督促企业及时淘汰同品种中落后的生产工艺和质量标准低的产品, 促进结构调整。

(八) 推进中药材生产产业化进程。鼓励企业建立中药材原料基地, 发挥其带动中药材生产的作用, 推进中药材生产产业化和《中药材生产质量管理规范》(GAP) 的实施。应用先进的栽培技术, 推广规模化种植, 保证中药材的质量和供应。对重要野生药材品种要加强人工选育工作, 制止过度采挖, 运用生物技术进行优良种源的繁育, 建立和完善种子种苗基地、栽培试验示范基地, 推动野生药材的家种, 降低对野生药材的依赖, 为现代中药可持续发展奠定基础。

(九) 推动医药产业集群化发展。鼓励基础条件比较好的医药工业园区深入开展创建国家新型工业化产业示范基地工作, 在规划布局、技术改造及资金安排等方面, 对示范基地予以重点指导和支持, 引导其加强综合服务体系和公共基础设施建设, 吸引关联企业在园区落户, 形成一批管理规范、环境友好、产业关联度高、专业配套齐的医药产业聚集区。

(十) 加强运行监测分析工作。完善医药行业运行监测体系, 密切跟踪结构调整各项重点任务的落实情况, 研究解决出现的新问题, 及时发布行业信息, 为企业生产经营和投资决策提供信息指导。

(十一) 发挥行业协会作用。行业协会要充分发挥桥梁和纽带作用, 引导企业加快结构调整, 及时反映行业情况、问题和企业诉求, 加强行业自律, 促进行业健康有序发展。

工业和信息化部
卫生部
国家食品药品监督管理局
二〇一〇年十月九日

信息披露

分析师负责的股票研究范围

江维娜：医药行业分析师

重点研究上市公司：康美药业、康芝药业、乐普医疗、瑞普生物、人福医药、哈药集团、上海医药、天士力、东阿阿胶、信立泰、丽珠集团、达安基因、千金药业、恒瑞医药等。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

 汪异明 所长
 (021) 63411619
 wangym@htsec.com

 高道德 副所长
 (021) 63411586
 gaodd@htsec.com

 路颖 副所长
 (021) 23219403
 luying@htsec.com

 陈露 所长助理
 (021) 23219435
 chenl@htsec.com

宏观经济研究团队

 李明亮 (021) 23219434 lml@htsec.com
 汪辉 (021) 23219432 wanghui@htsec.com
 刘铁军 (021) 23219394 liutj@htsec.com

联系人

 高远 (021) 23219669 gaoy@htsec.com
 李宁 (021) 23219431 lin@htsec.com

策略研究团队

 陈瑞明 (021) 23219197 chenrm@htsec.com
 吴一萍 (021) 23219387 wuyiping@htsec.com
 单磊 (021) 23219428 shanl@htsec.com

联系人

汤慧 (021) 23219733 tangh@htsec.com

基金研究团队

 娄静 (021) 23219450 loujing@htsec.com
 单开佳 (021) 23219448 shankj@htsec.com
 吴先兴 (021) 23219449 wuxx@htsec.com

联系人

 倪韵婷 (021) 23219419 niyt@htsec.com
 杨俭秋 (021) 23219605 yangjq@htsec.com
 唐洋运 (021) 23219004 tangyy@htsec.com
 徐益鋈 (021) 23219443 xuyj@htsec.com
 陈瑶 (021) 23219645 chen Yao@htsec.com

金融工程研究团队

 雍志强 (021) 23219686 zqyong@htsec.com
 周健 (021) 23219444 zhouj@htsec.com
 丁鲁明 (021) 23219068 dinglm@htsec.com

联系人

郑雅斌 (021) 23219395 zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

 姜金香 (021) 23219445 jiangjx@htsec.com
 邱庆东 (021) 23219424 qiuqd@htsec.com

政策研究团队

 陈久红 (021) 23219393 chenjiuhong@htsec.com
 陈峥嵘 (021) 23219433 zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

 陈美凤 (021) 23219409 chenmf@htsec.com
 联系人
 蒋科 (021) 23219474 jiangk@htsec.com

煤炭行业

 韩振国 (021) 23219400 zgghan@htsec.com
 刘惠莹 (021) 23219441 liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

 路颖 (021) 23219403 luying@htsec.com
 潘鹤 (021) 23219423 panh@htsec.com
 汪立亭 (021) 23219399 wanglt@htsec.com

建筑工程行业

 江孔亮 (021) 23219422 kljiang@htsec.com
 联系人
 赵健 (021) 23219472 zhaoj@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021) 23219404 dengyong@htsec.com

机械行业

 龙华 (021) 23219411 longh@htsec.com
 方维 (021) 23219438 fangw@htsec.com
 舒灏 (021) 23219171 shuh@htsec.com
 联系人
 何继红 (021) 23219674 hejh@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405 dingpin@htsec.com

纺织服装行业

 区志航 (021) 23219407 ouzh@htsec.com
 联系人
 唐爽爽 (021) 23219716 tangss@htsec.com

非银行金融行业

 潘洪文 (021) 23219389 panhw@htsec.com
 谢盐 (021) 23219436 xiey@htsec.com
 联系人
 董乐 (021) 23219374 dl5573@htsec.com

电子元器件行业

 邱春城 (021) 23219413 qiucc@htsec.com
 联系人
 张孝达 (021) 23219697 zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

 王茹远 (010) 58067935 wangry@htsec.com
 联系人
 白洋 (021) 23219646 baiyang@htsec.com

交通运输行业

 钮宇鸣 (021) 23219420 ymniu@htsec.com
 钱列飞 (021) 23219104 qianlf@htsec.com
 联系人
 罗少平 (021) 23219390 luosp@htsec.com
 虞楠 (021) 23219382 yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473 zhao cx@htsec.com

食品饮料行业

赵勇 (0755) 82775282 zhaoyong@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391 liuyq@htsec.com

医药行业

 江维娜 (021) 23219610 jiangwn@htsec.com
 联系人
 刘宇 (021) 23219608 liuy4986@htsec.com
 刘杰 (021) 23219269 liuj5068@htsec.com

有色金属行业

 杨红杰 (021) 23219406 yanghj@htsec.com
 联系人
 刘博 (021) 23219401 liub5226@htsec.com

基础化工行业

 曹小飞 (021) 23219267 caoxf@htsec.com
 联系人
 易团辉 (021) 23219737 yith@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244 chenzy@htsec.com

建筑建材行业

蒲世林 (021) 23219054 pusl@htsec.com

电力设备及新能源行业

 张浩 (021) 23219383 zhangh@htsec.com
 联系人
 房青 (021) 23219692 fangq@htsec.com

公用事业

陆凤鸣 (021) 23219415
白瑜 (021) 23219430

lufm@htsec.com
baiy@htsec.com

银行业

联系人
冯梓钦 (021) 23219402

fengzq@htsec.com

社会服务业

联系人
孔维娜 (021) 23219223

kongwn@htsec.com

房地产业

涂力磊 (021) 23219747
联系人
贾亚童 (021) 23219420

tl5535@htsec.com
jiayt@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队

贺振华 (021) 23219381
胡雪梅 (021) 23219385
毛艺龙 (021) 23219373
辜丽娟 (021) 23219397

hzh@htsec.com
huxm@htsec.com
maoyl@htsec.com
gulj@htsec.com

上海地区销售团队

高 溱 (021) 23219386
季唯佳 (021) 23219384
黄 毓 (021) 23219410
朱 健 (021) 23219592
肖文宇 (021) 23219442

gaoq@htsec.com
jiwj@htsec.com
huangyu@htsec.com
zhuj@htsec.com
xiaowy@htsec.com

北京地区销售团队

孙 俊 (021) 23219454
殷怡琦 (010) 58067944

sunj@htsec.com
yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com