



中国国际金融有限公司

医药产业基础分析

中国国际金融有限公司

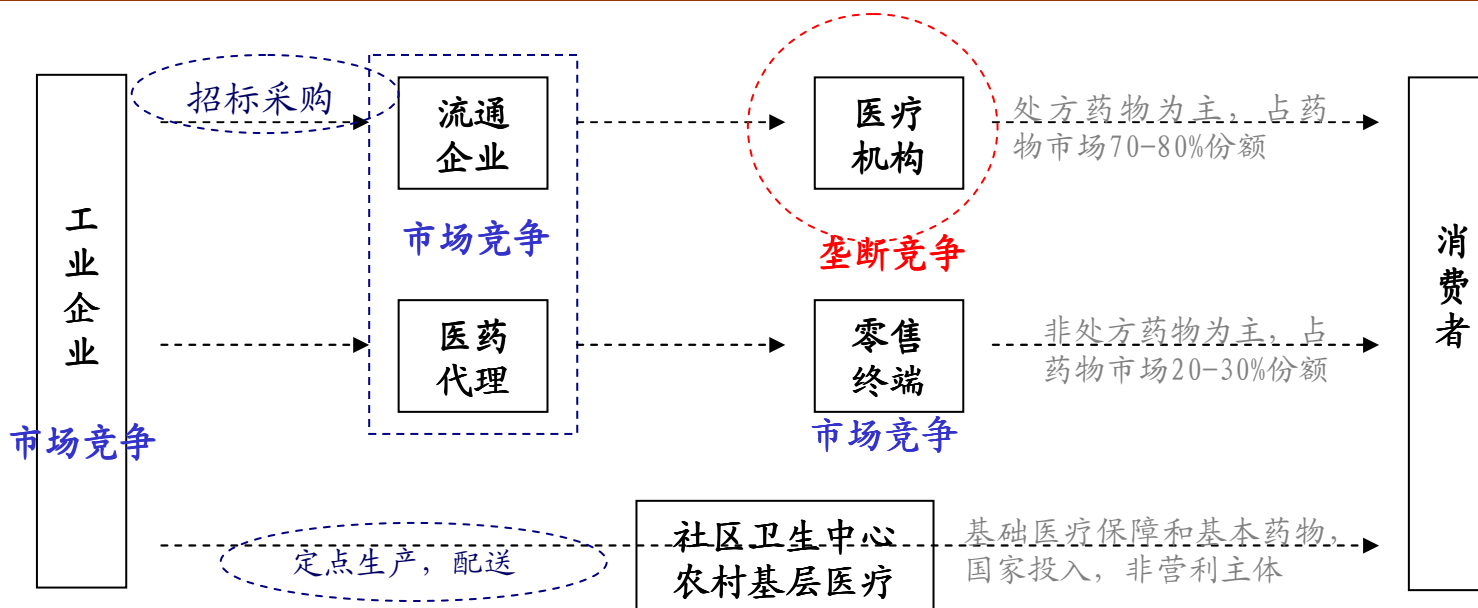
孙亮

二零零八年五月

□ 行业的基础概述

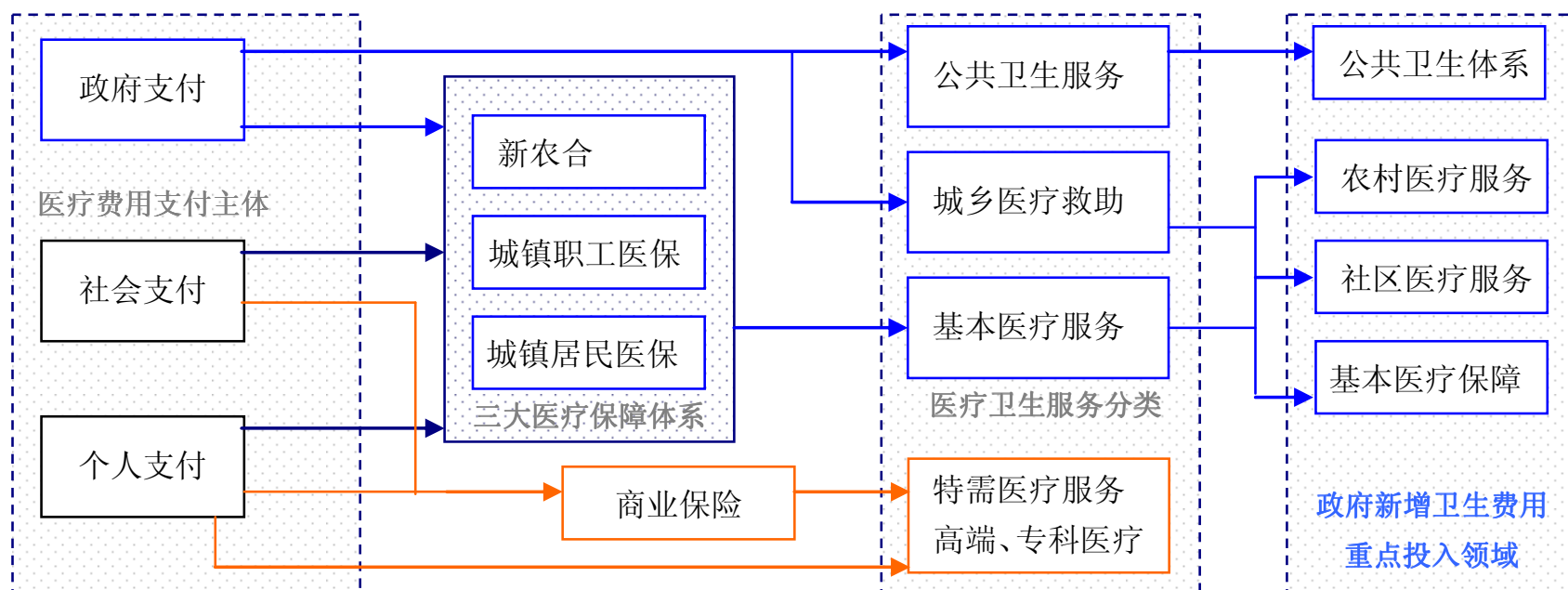
医药卫生产业链

- 医药卫生产业涉及产业链条较长，各个环节的关系复杂；



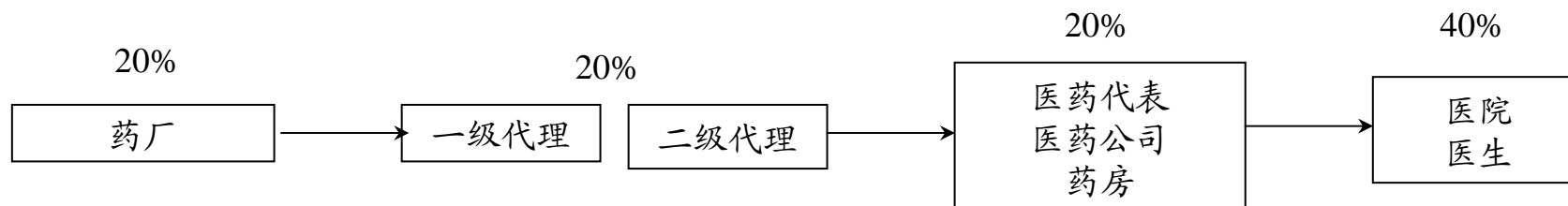
医药卫生支付体系

中国医药卫生支付体系



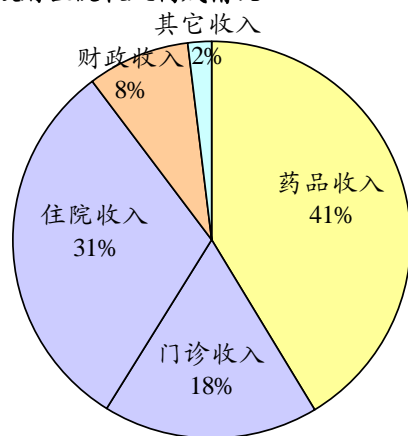
产业链的利益分配

尽管药品销售过程中涉及到灰色的环节，但我们必须正视这一现象，并反思形成原因

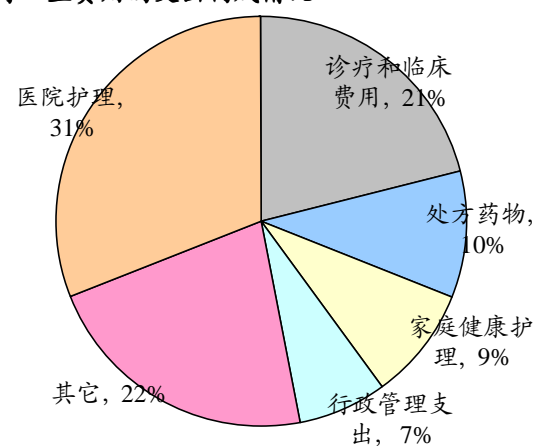


整个链条中医院还是处于相对垄断地位；如果政府补贴不到位，短时间内将难以改善以药养医的局面；
 药厂是产品的最初提供者，承担了大部分的生产制造成本；
 流通环节处于药厂和医院之间，关系微妙；

2006年国内政府医院收入构成情况



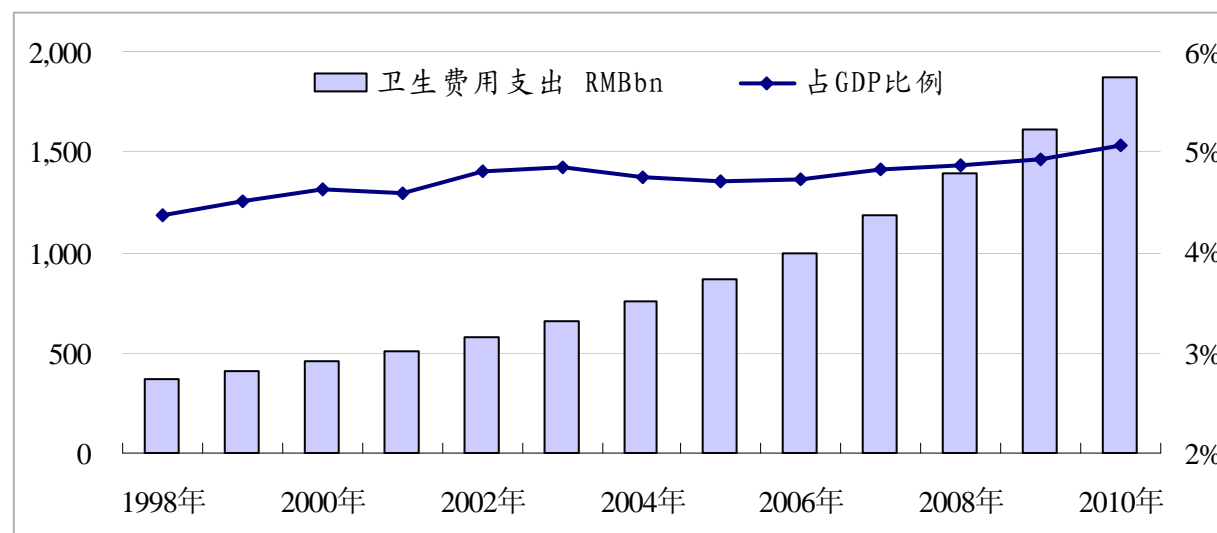
美国医疗卫生费用的支出构成情况



需求分析

国内需求

- 人口基数
- 人口结构
- 消费意识
- 支付能力
- 发病趋势



需求潜在空间

两个失衡点:

- 1、政府支出占医疗费用比例偏小;
- 2、由于庞大的人口基数, 人均医疗费偏小;

从潜在需求和社会发展的角度, 中国的医药卫生市场空间还很巨大

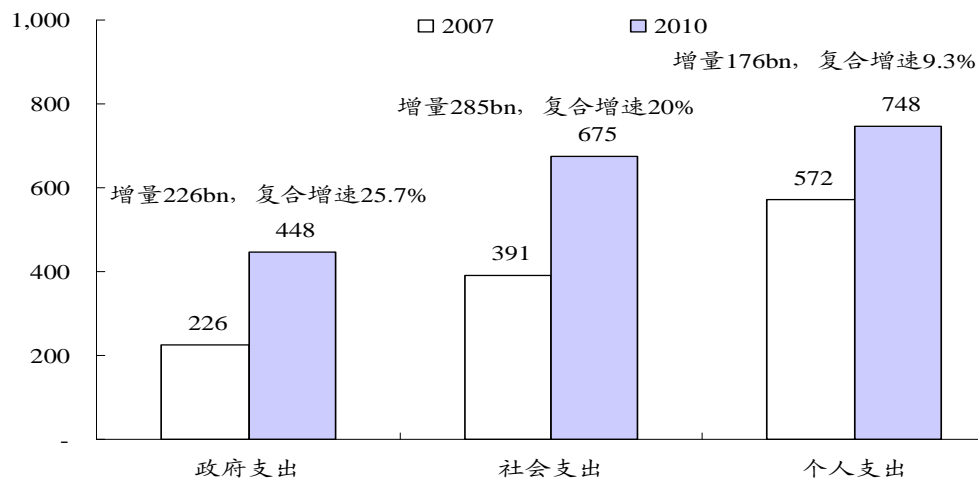
全球部分国家医疗卫生数据对比

2004年	医疗费用占GDP %	政府支出占医疗费用比例%	人均医疗费用支出 US\$
美国	15.4	44.7	6096
英国	8.1	86.3	2900
加拿大	9.8	69.8	3038
澳大利亚	9.6	67.5	3123
丹麦	8.6	82.3	3897
德国	10.6	76.9	3521
日本	7.8	81.3	2823
古巴	6.3	87.8	230
俄罗斯	6	61.7	245
印度	5	17.3	91
中国*	4.7	17.1	70
马来西亚	3.8	58.8	180
泰国	3.5	64.7	88

需求将跟随医改释放

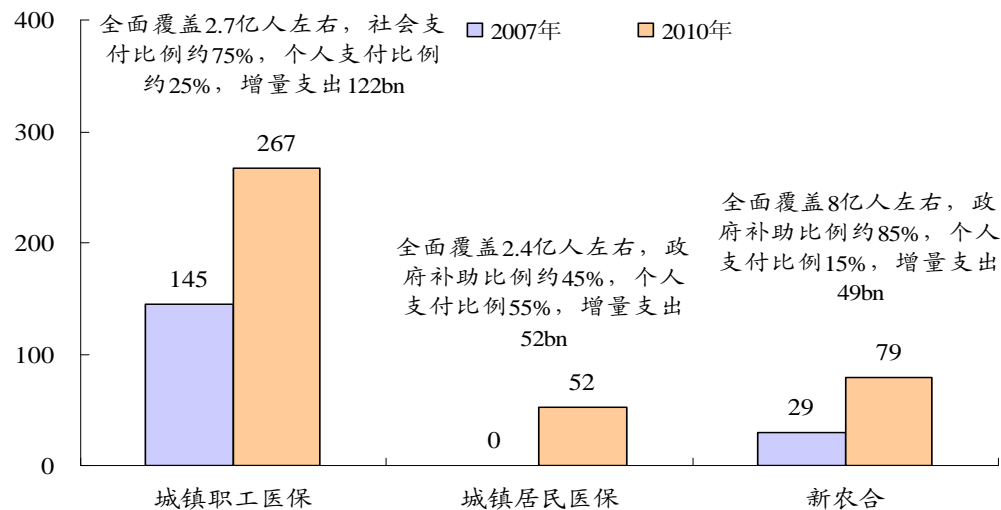
政府将强化投入，这是新医改中体现公益性和政府主导的重要环节

政府、社会和个人医疗卫生费用支出增长情况



政府通过三大医疗保证来补贴“需方”，保守估计到2010年三大保障体系支出比2007年整体高出2200多亿元

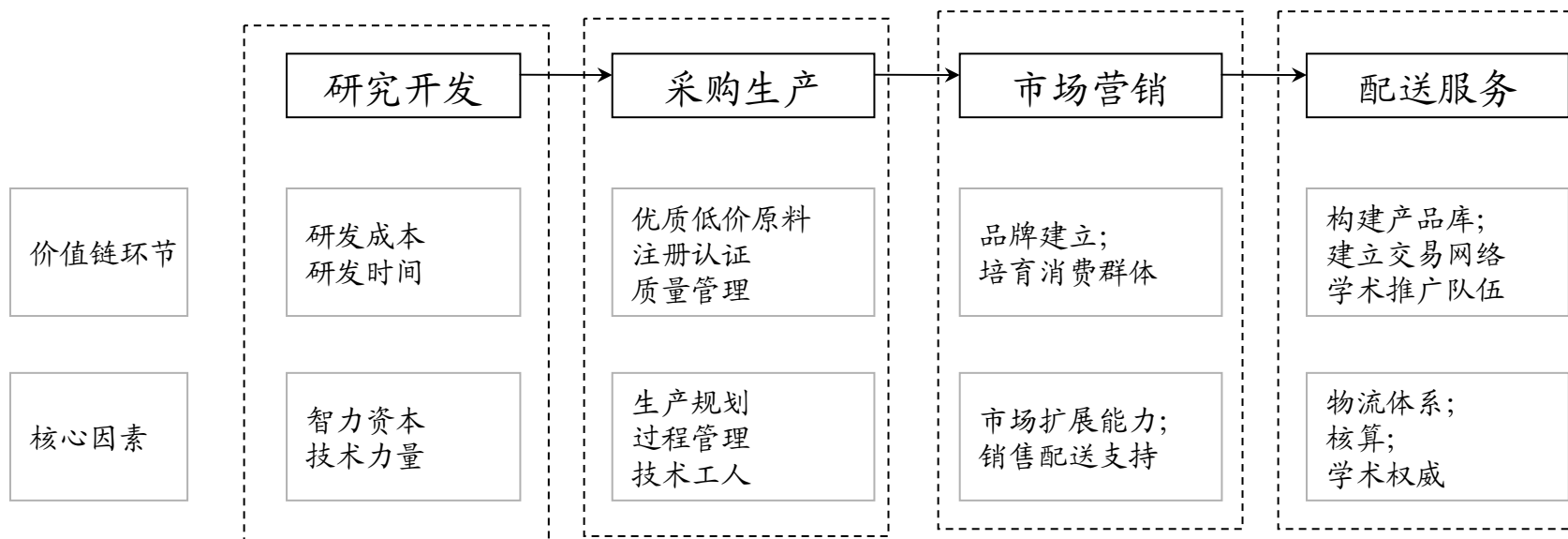
2010年三大保障体系支出增长情况



需求分析

海外需求

- ☐ 研究外包
- ☐ 制造外包
- ☐ 临床外包
- ☐ 原料药采购
- ☐ 制剂采购



存在问题：缺乏创新和产能过剩

- 缺乏创新，加上生产许可审批过于宽松造成低水平重复建设严重，供给出现“结构性”过剩，GMP认证加剧了过剩；
- 医改政策对医药流通和用药环节产生重大影响，使部分产品技术含量低、研发实力弱的企业产能过剩问题更加突出；
- 医药商业结构性过剩表现为企业多小散乱，区域分割严重，造成市场集中度低，缺乏规模效应，物流配送效率低；

图 医药制造业设备利用率情况

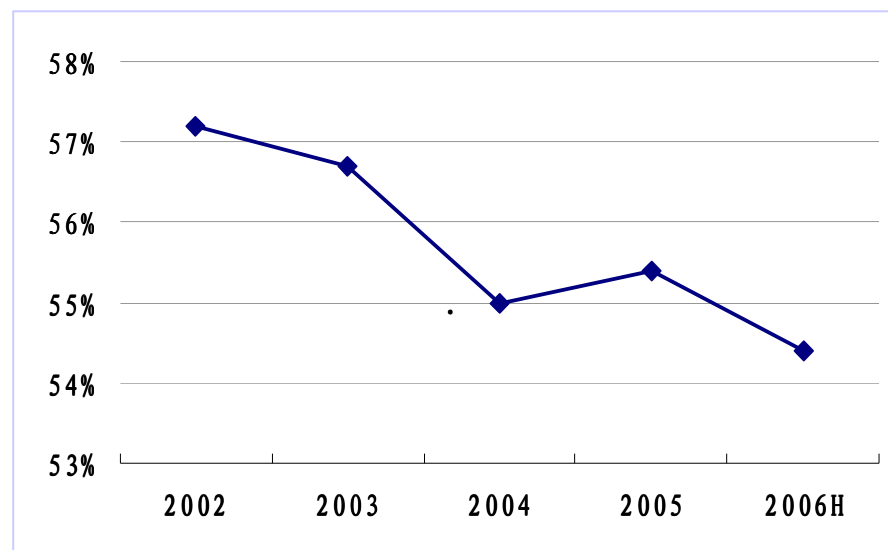
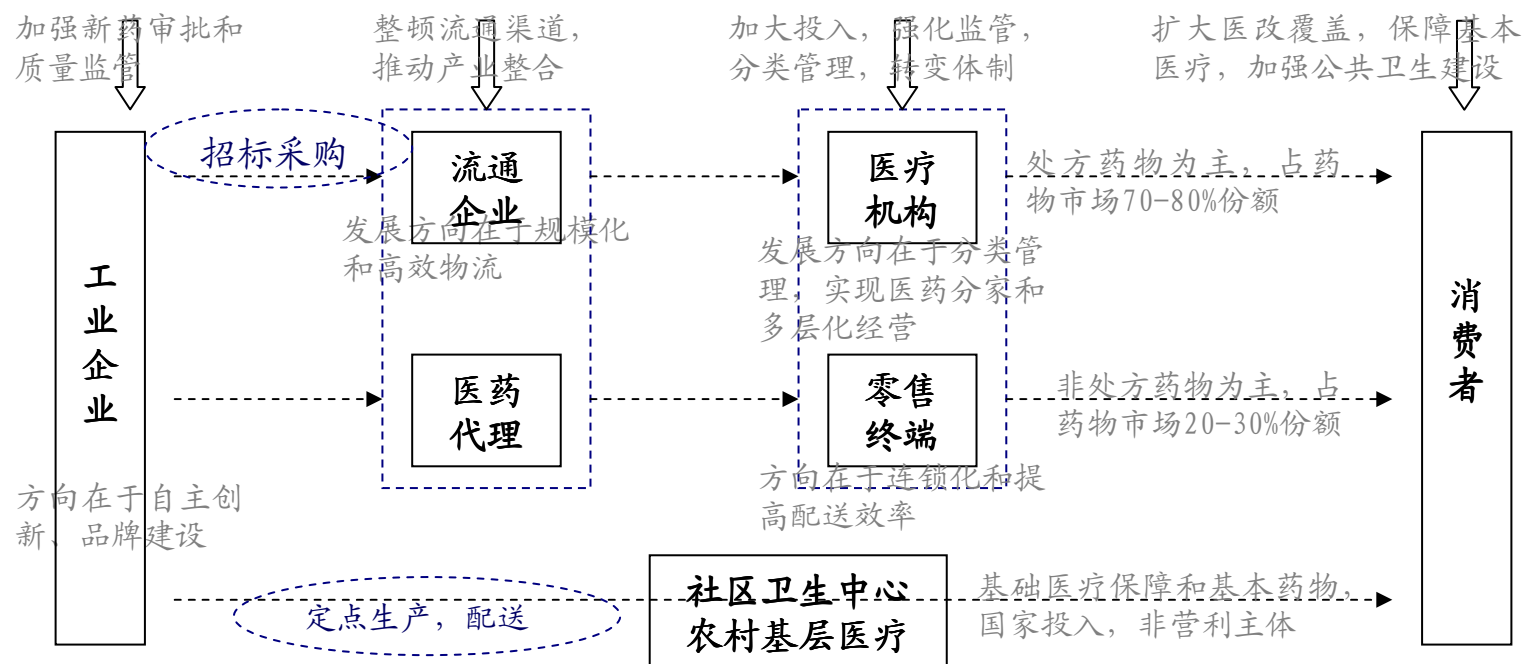


表 中美医药商业对比

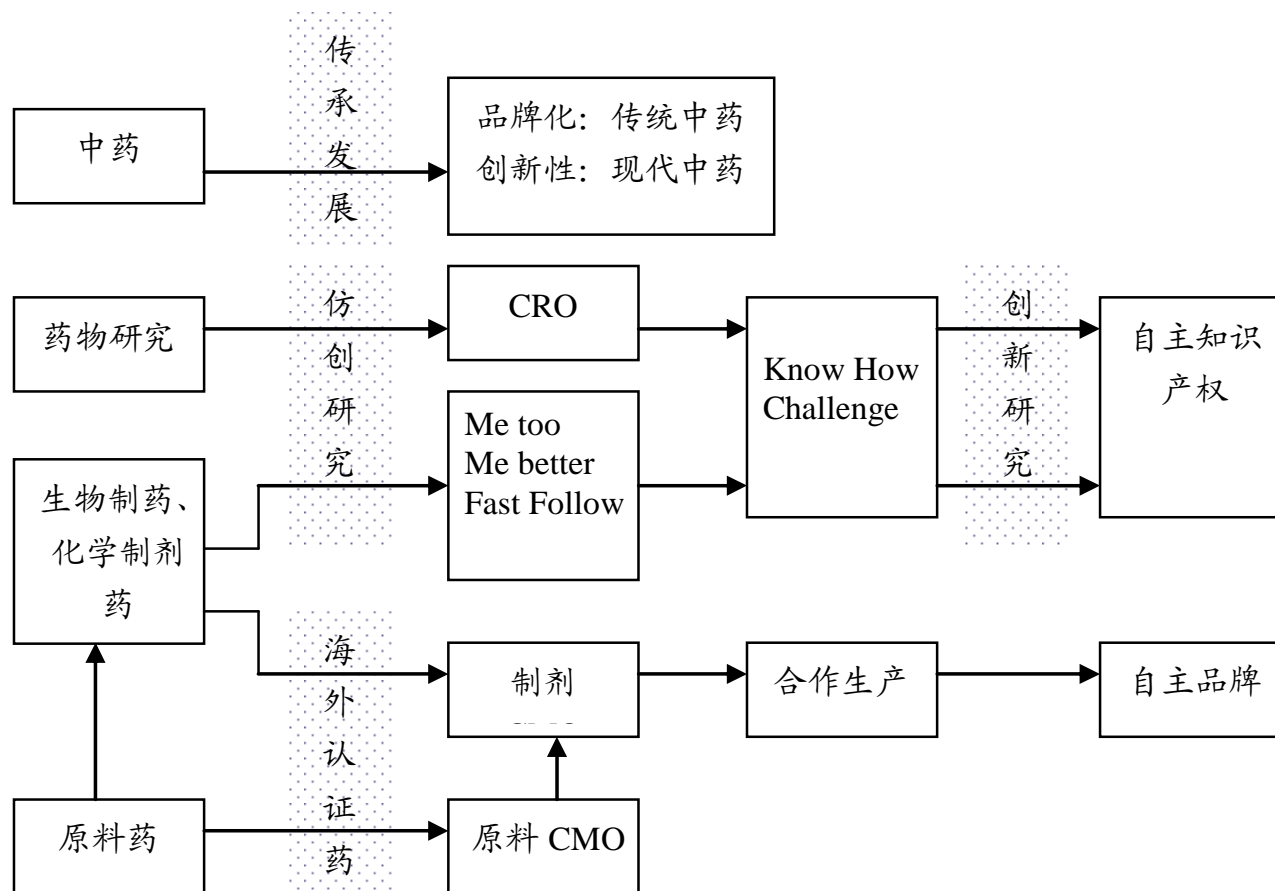
医药批发对比	市场规模 亿美元	批发企业家数	配送费率	净利润率
中国	310	7400	7.65%	0.57%
美国	2400	70多家	2.93%	1.55%
医药零售对比	毛利率	平均利润率		
中国	10 ~ 20 %	小于1 %		
美国	20 ~ 30 %	2.50%		

医改的影响

国家食品药品监督管理局，卫生部，中医药管理局，发改委，劳动与社会保障部，教育部，民政部，农业部，建设部，国家环保总局，国家计生委，国家质检总局，国家安全生产总局



产业升级是必然趋势



行业并购整合将加速

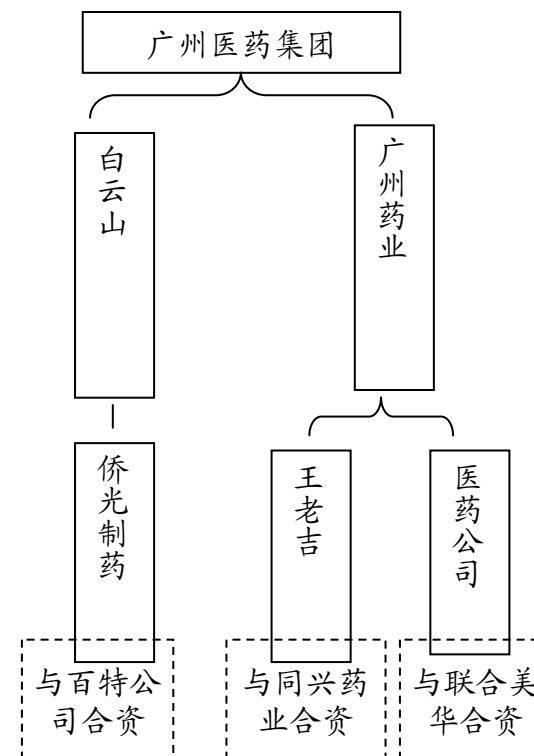
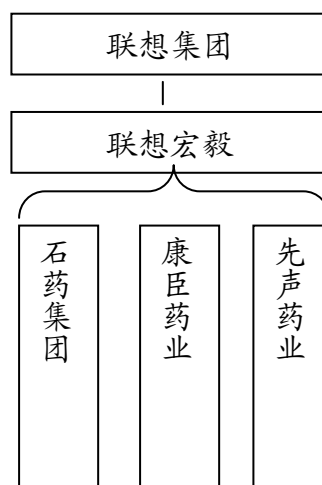
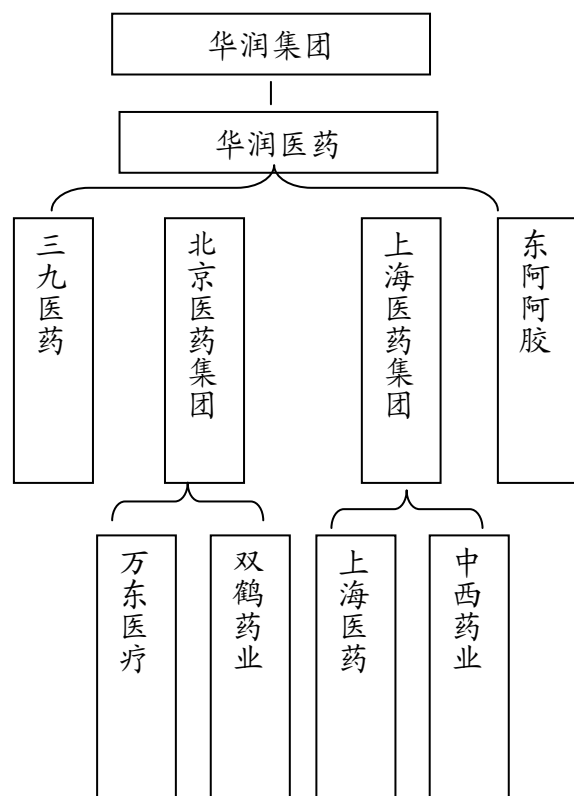
1995~2000: 水平整合;

2000~2005: 垂直整合;

2005年后: 国际化, 专业化。。。做大——做强

➤政府为主导的购并整合将主要出现在大型国有医药集团中, 偏重于资源整合

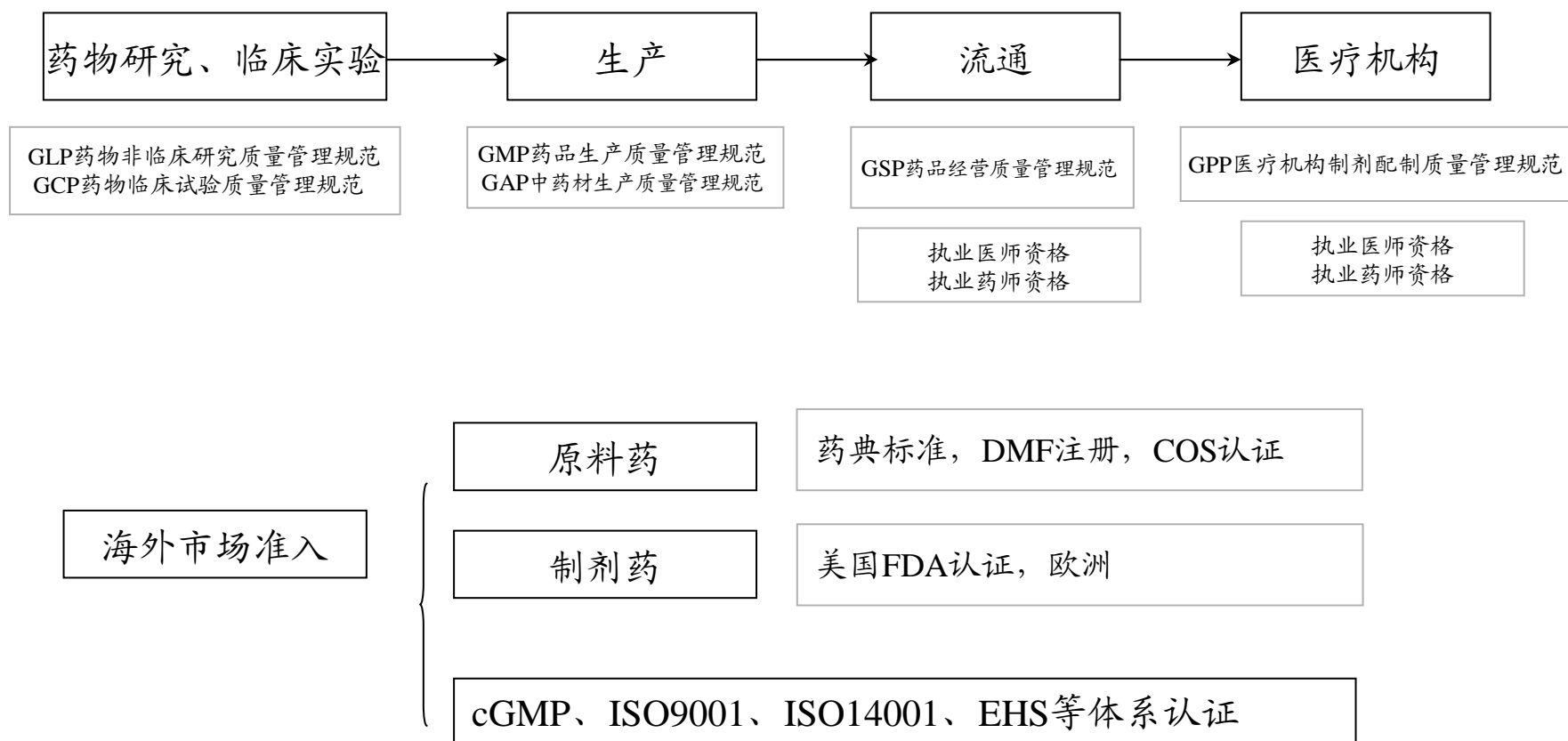
➤民营企业和新介入医药领域的公司则主要采取市场化的模式, 主要偏重于项目产品选择和作为财务投资人



□ 行业的基础分类和规范

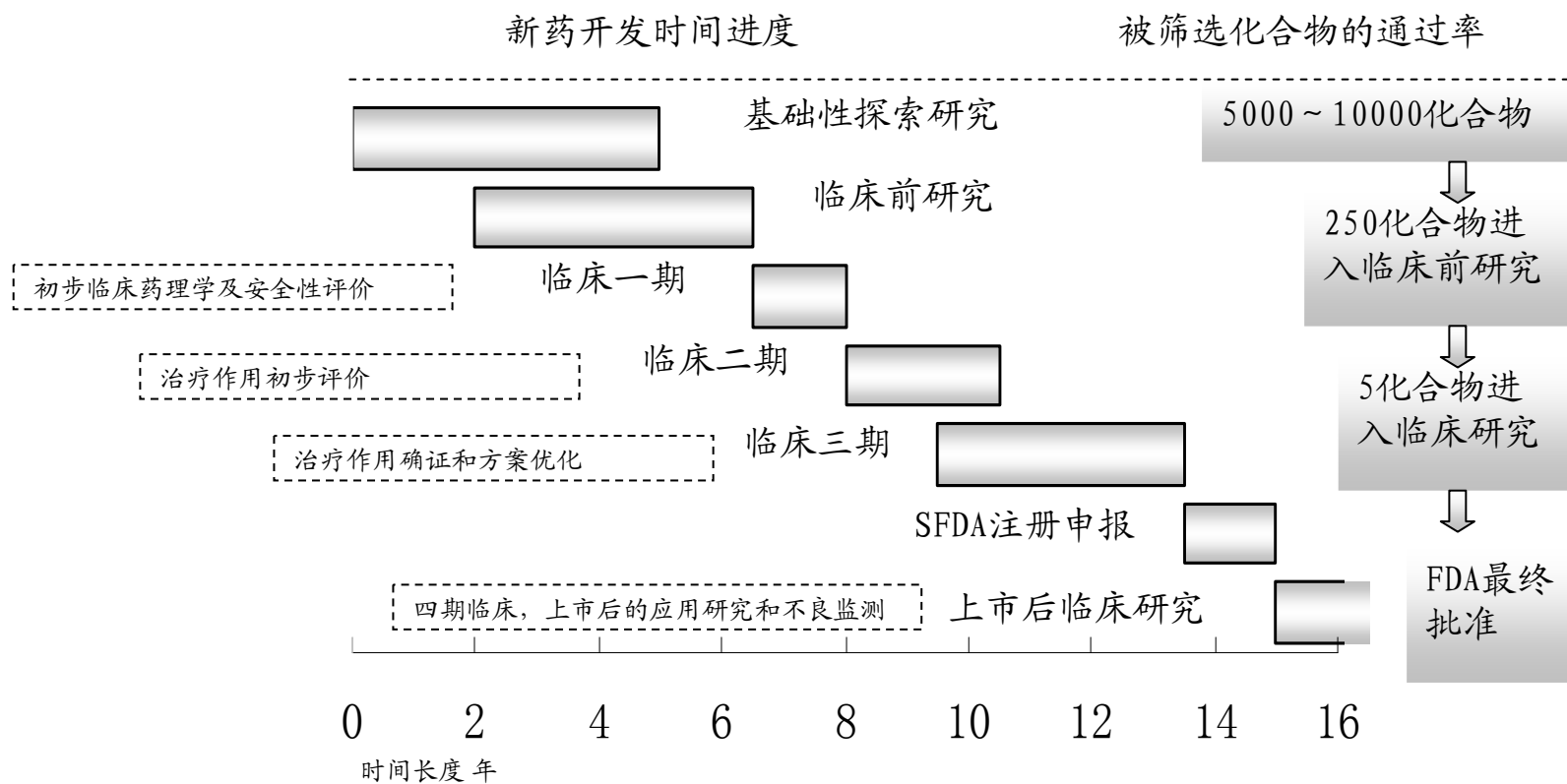
行业准入和规范

医药卫生是一个特殊行业，有自己的行业管理规范和准入条件



药品注册审批

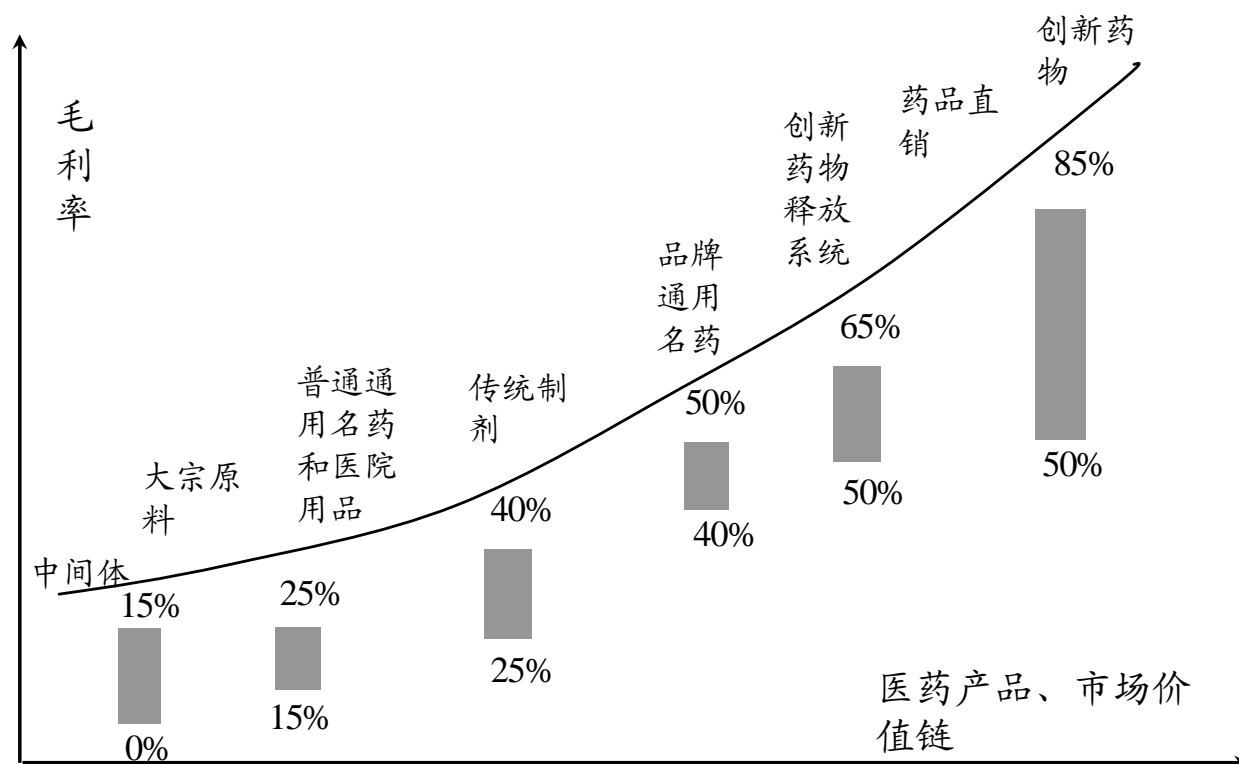
药品开发过程复杂，审批严格



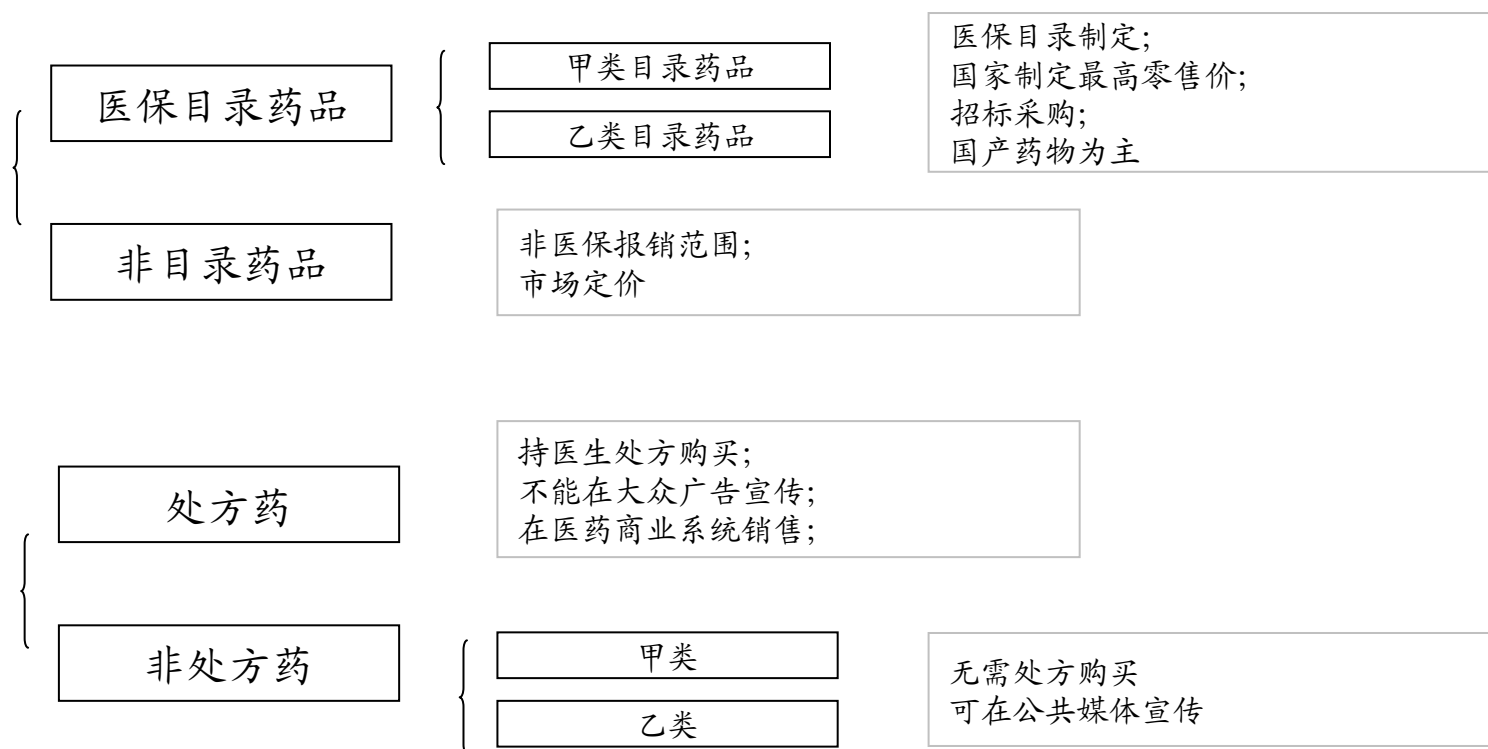
药品价值链

1、创新，意味着定价权和市场垄断，为企业赢得更多利润空间；

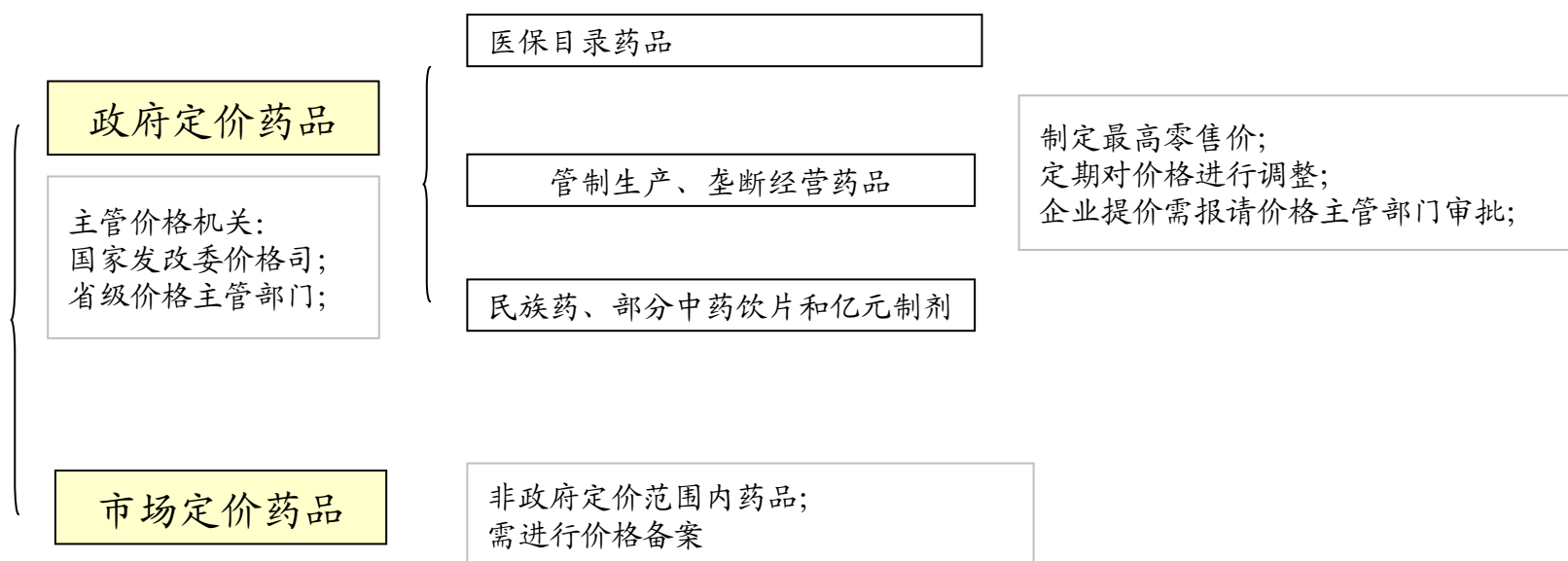
2、中国市场存在失衡现象，创新缺失，不规范的竞争，造成医药企业表面的高盈利；



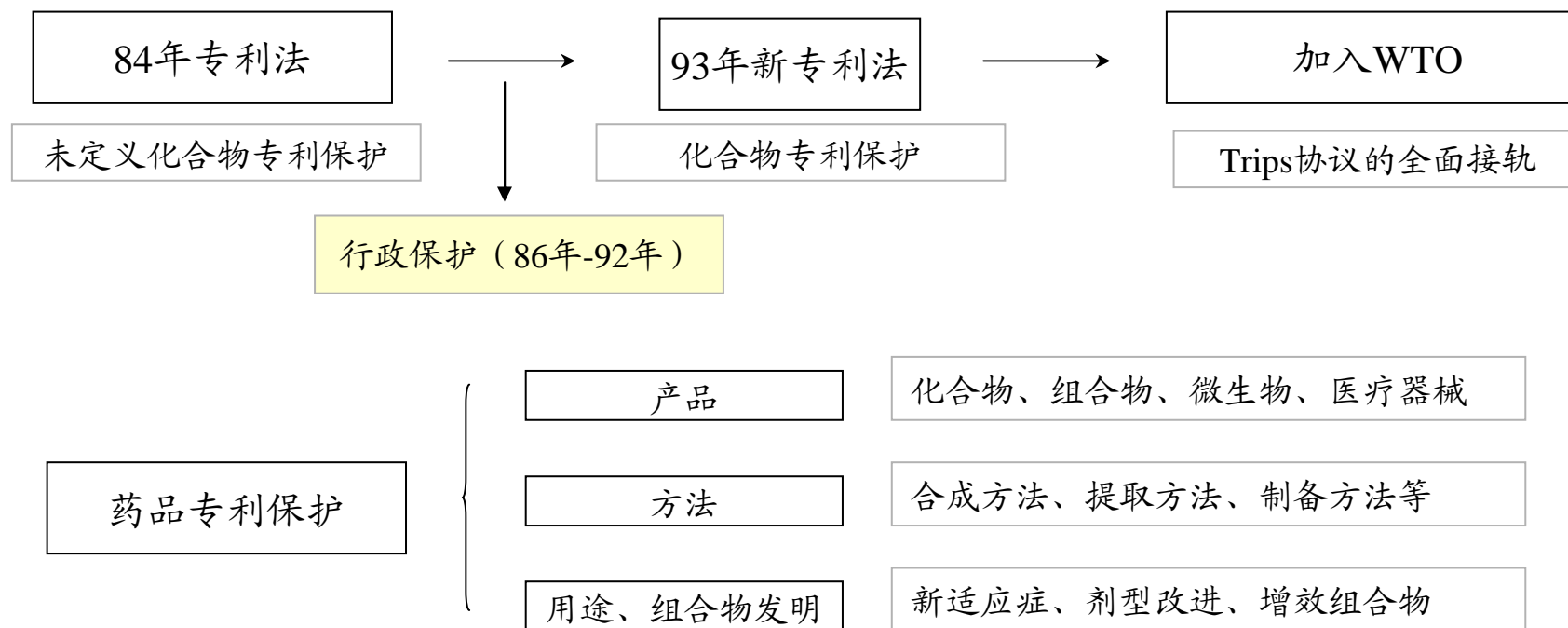
药品分类管理



药品价格管制



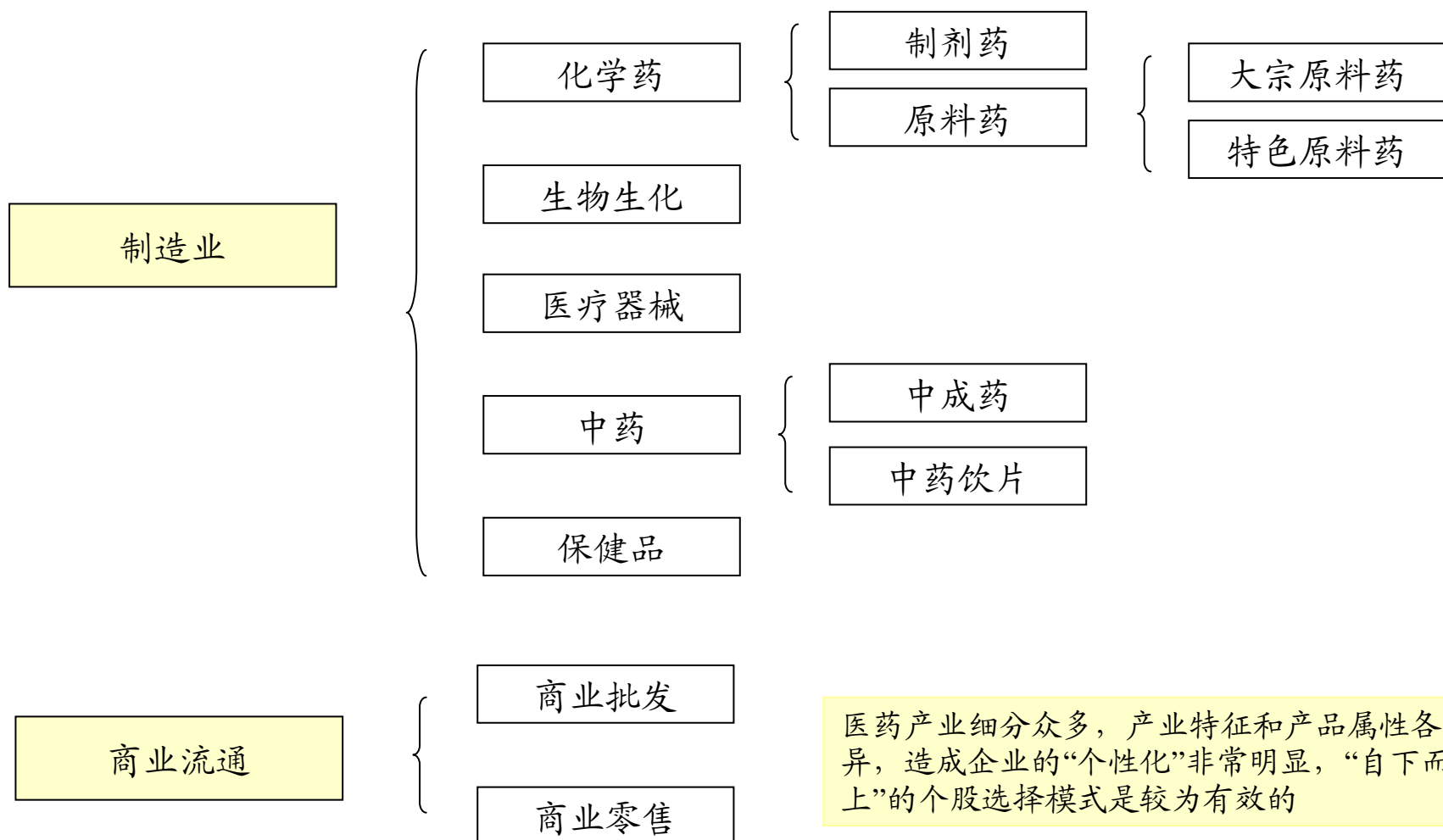
药品专利保护



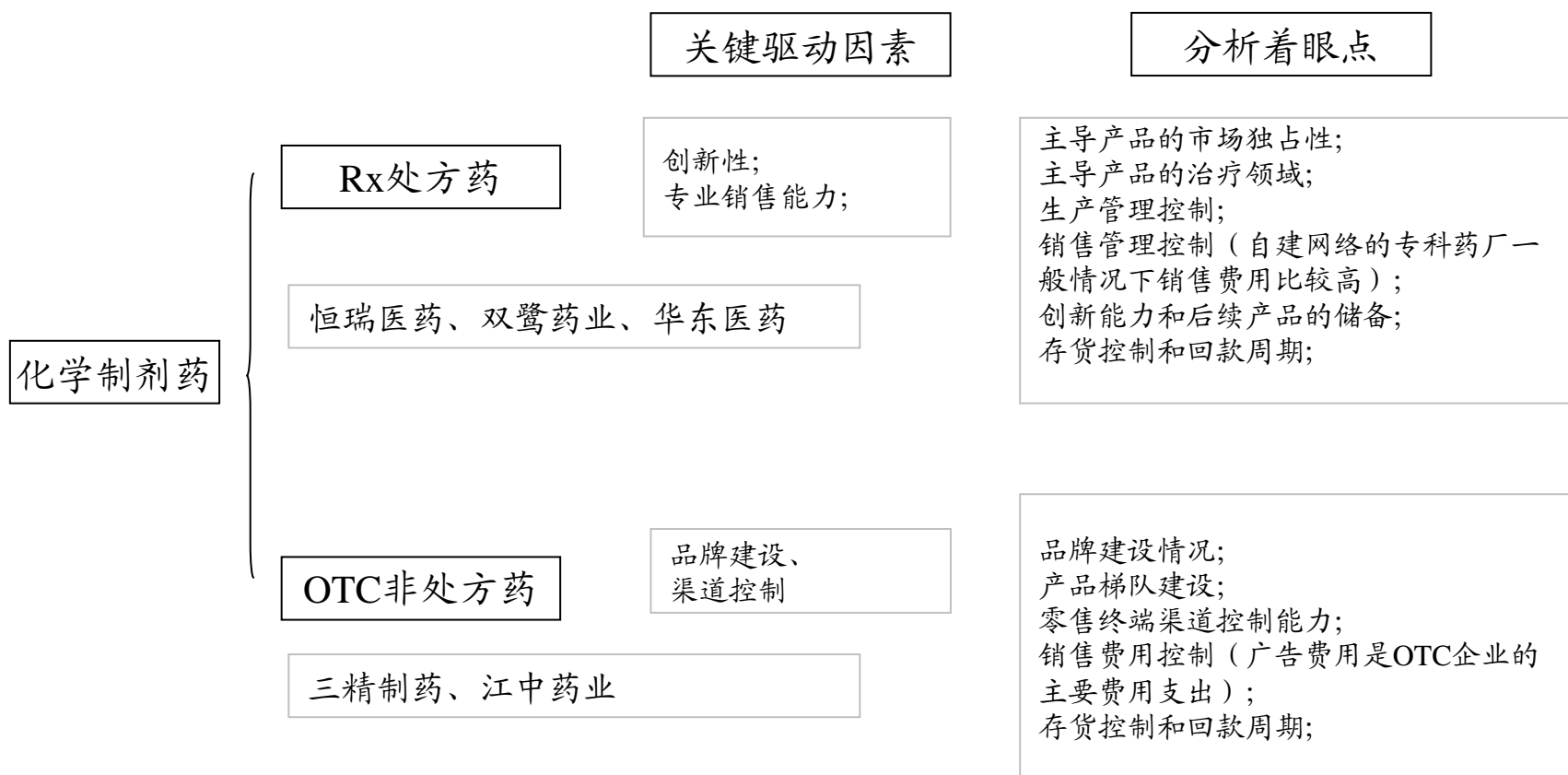
随着国内医药行业的发展，如何防范专利纠纷和利用专利支持自身发展将会越来越重要。由于缺乏创新，前期95%以上的新药都是仿制，在全球化的浪潮中，医药企业也将面临更多的专利困扰。学习、进步、挑战、创新是医药行业发展的必经路线。

□ 细分行业的基础分析

行业细分：产业特征多元化



化学制剂药



化学原料药

化学原料药

大宗原料药

华北制药、东北制药、鑫富药业、
新和成、浙江医药、中国制药

特色原料药

海正药业、华海药业

关键驱动因素

生产规模;
成本控制;
产品价格;

品牌建设、
渠道控制

分析着眼点

产能集中度情况，垄断定价;
主导产品的价格，把握波动趋势;
成本控制（原材料成本，**技术进步**带来的降低空间）;
产品供需情况：一般情况下比较稳定;

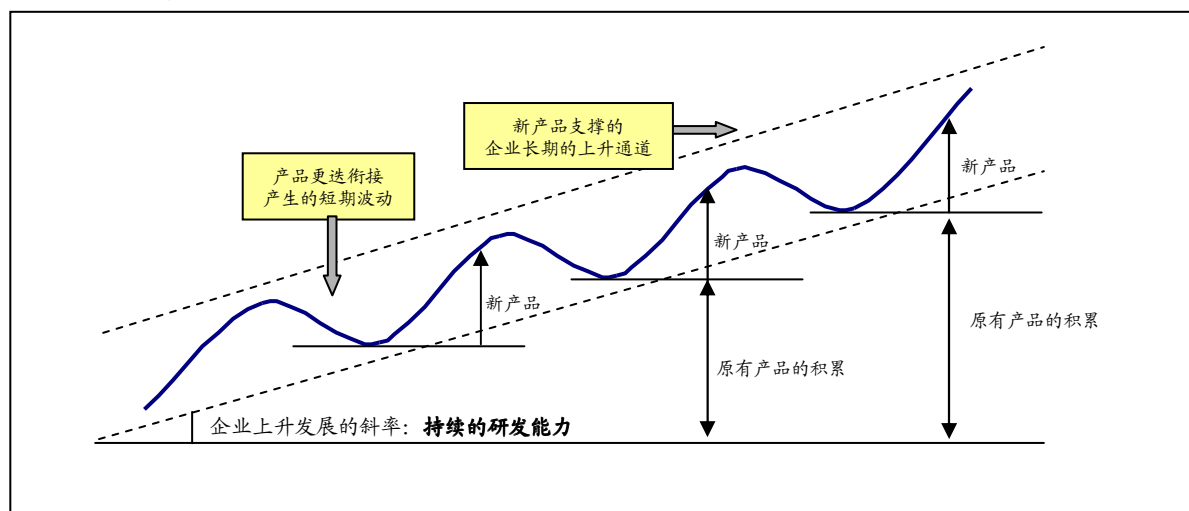
原料药企业资本支出一般较大，要注意
资产结构和财务结构方面的分析

产品梯队建设，前瞻性的产品储备可以
增强发展的持续性;
研发和技术进步;
海外的品牌影响力;
海外的药政注册，EHS等各种体系的认
证;
产业升级;

特色原料药：把握趋势性最重要

特色原料药：把握长期趋势，防范短期风险

- 特色原料药企业呈现出波动式上升发展的成长模式。投资者在关注该类企业长期发展潜力的同时，应充分防范企业短期波动的风险。



由此可见，对企业现有产品储备的市场前瞻性分析基本是我们全部能做的事情。对于销量、价格和成本我们只能把握大概的趋势。对于特色原料药企业，公司与投资者之间存在着严重的信息不对称性。分析员无法比公司更早的了解市场情况，其所能做的就是绝大多数投资者之前了解公司的经营情况，并指导投资。

主要假设

市场的前瞻性分析

通过对主要产品储备的市场前瞻性分析，预测市场需求到来的大概时间。这时预测新产品能否跟进，新产品销量的基础。

销量

特色原料药所处的具体产品阶段（需求情况的变化）决定了产品的销量情况。但针对具体企业的分析，公司的定单情况是更重要的预测基础（而这基本上是公司的商业秘密和非公开信息）。由于特色原料药的技术壁垒较高，供给情况一般相对较为稳定。

价格

我们只知道其持续下降的趋势，但无法了解具体的价格信息。

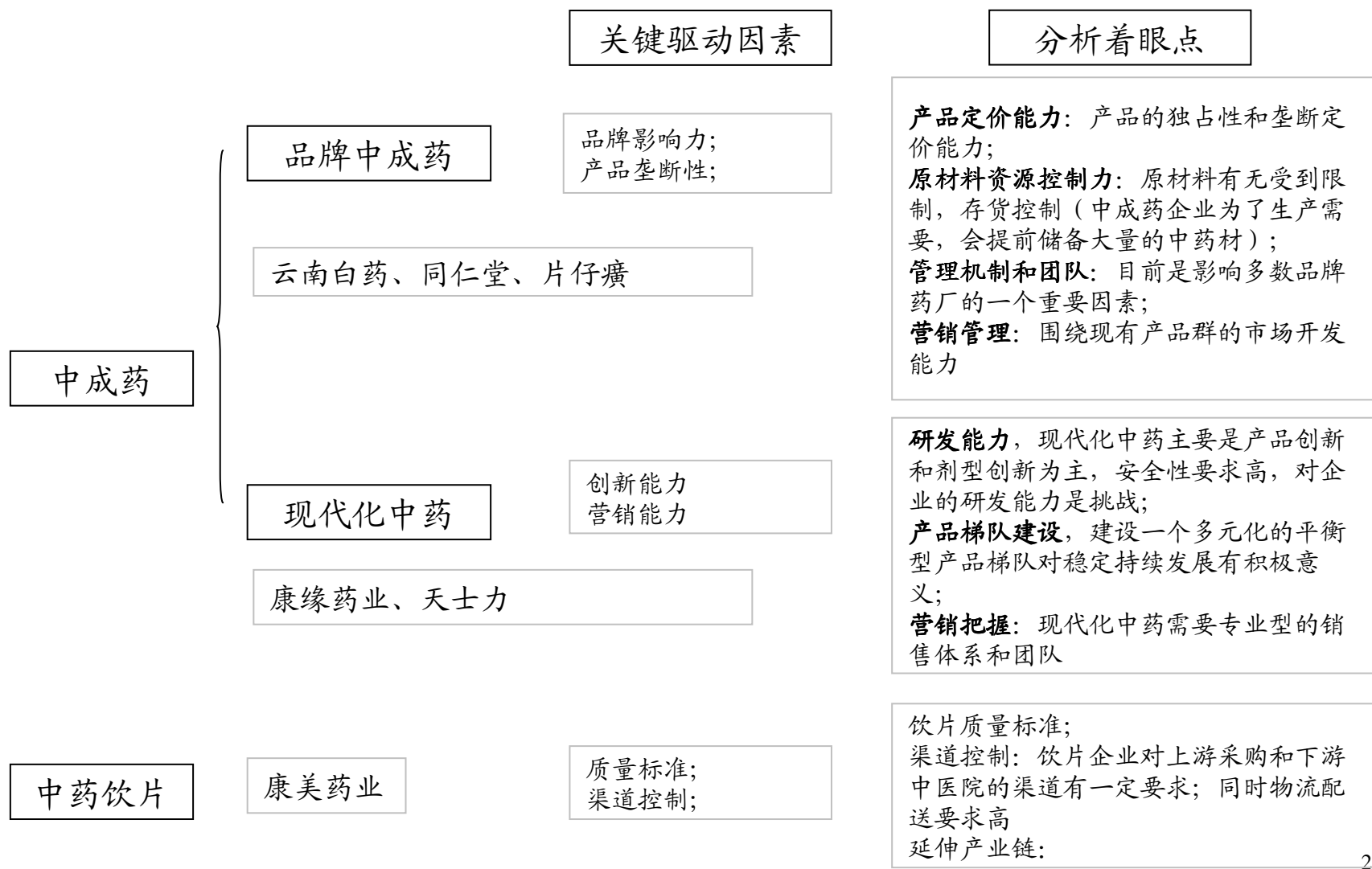
成本

我们只知道成本的持续下降的趋势，但无法了解具体的成本信息。至于成本与价格变化共同决定的毛利水平的变化趋势基本是无法预测的。就是公司自己也无法把握这一点。

研发费用

研发投入作为费用划入管理费用。研发投入是决定企业后劲的主要指标，但研发费用也为公司平稳利润提供了机会。

中药：传统品牌和现代化中药并行



生物生化：创新和产业转化

生物生化

通化东宝、天坛生物、
双鹭药业、华兰生物、
科华生物

关键驱动因素

创新能力
产品品种
产业转化

分析着眼点

产品垄断性：前期生物药仿制为主，重复建设严重，市场难以做大；
研发能力：生物技术企业的核心竞争要素，意味着长期的发展前景；
产业转化能力：将科研成果转化为经济效益的必须途径；

生物生化药品对生产成本敏感度不高

生物技术是最有发展前景的制药技术，也是二级市场故事性最强的领域，一般带有首创性质的产品，由于国外也无法找到有效的对照，给专业性判断造成很大的困难。而且企业普遍都是小企业或者项目型公司，销售系统性程度较低，产品推向市场后能否达到预期的效果也难以把握。

医疗器械：产品和研发

关键驱动因素

分析着眼点

医疗器械

新华医疗、万东医疗、
迈瑞医疗、威高股份

创新能力
产品档次

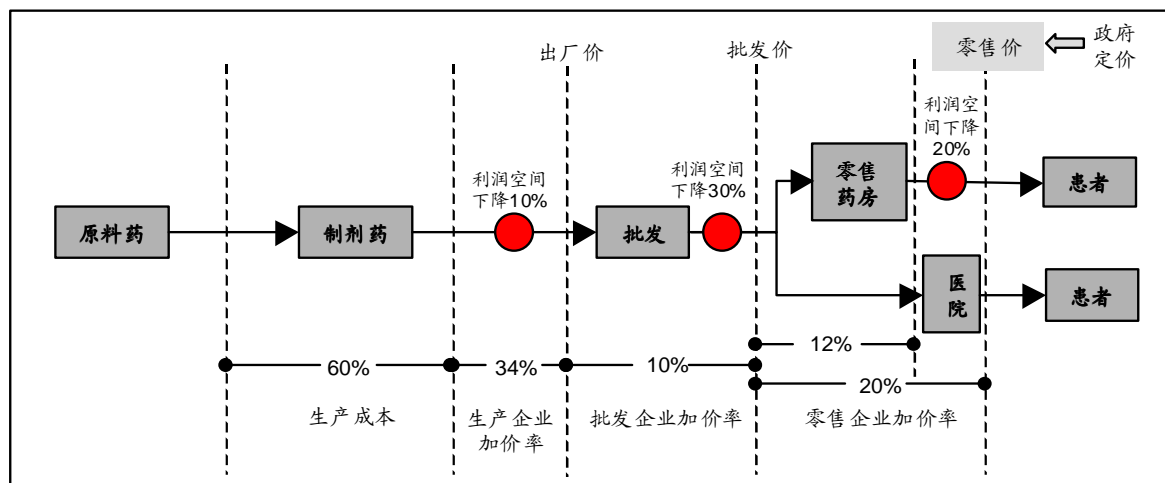
生产成本：中低端产品对钢材等原料成本比较敏感；
产品档次：高端意味着高利润；
研发能力：持续发展能力；

医疗器械是个相当赚钱的行业，但是国内的企业产品层次普遍不高，研发能力薄弱，还属于初级制造业水平。目前国内最好的是迈瑞，主要从事分析仪器和监护仪器，另外心血管支架也是国内发展比较快的一个领域。

- 药品流通具有明显的地域效应和规模效应。不同经济发展地区为企业的规模增长提供不同的区域环境；而建立在规模效益之上的低成本优势是药品流通企业的核心竞争力。
- 低毛利空间意味着低风险。毛利居高不下可能是特殊地域市场竞争不充分的结果。
- 在低毛利率水平下，通过期间费用控制取得合理的利润空间是企业主要的竞争模式。

药品流通：规模增长、利润空间和资金周转

药品流通：在低利润水平下进行有效的成本控制



主要假设

增长率

与公司所处的地域有关，要考虑当地的经济发展水平和公司在该地域的竞争地位。另外，批发网络的拓展和零售门店的扩建是比较容易量化的指标。

毛利率

与公司的规模和公司所在地域市场的竞争情况有关。一般企业规模越大，地区市场竞争越充分，毛利率水平低，公司未来的经营风险就相对较小。毛利率水平有明显的惯性存在。

期间费用率

与公司的管理水平和具体的物流管理系统的效率有关。能否有效的控制期间费用率反映了企业的核心竞争力。

资金周转率

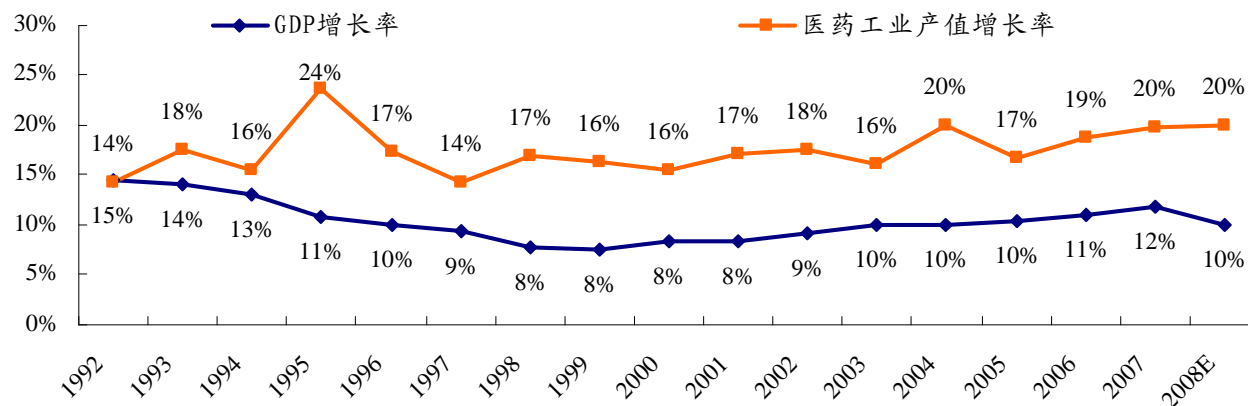
相关的资金周转指标，如应收帐款回款期、存货周转率等都是重要的假设。经营现金流是重要的审核指标。

□ 行业板块的特征分析及运行情况

医药行业的防御性

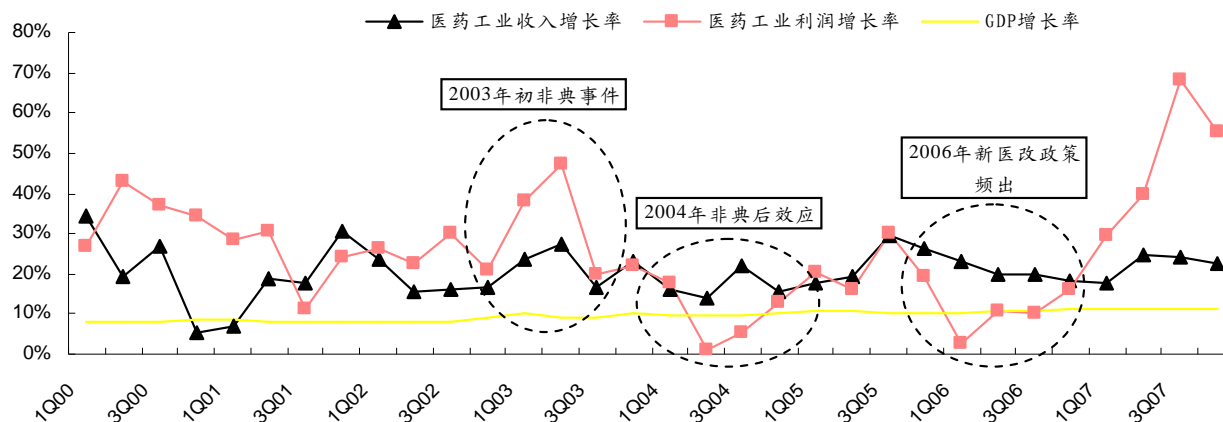
由于消费需求带有刚性特征，整个医药行业运行稳定

医药工业产值增长率与GDP增长率比较



医药工业收入、利润增长率与GDP增速比较

医药行业收入增长高于GDP增长速度，利润对重大卫生事件和国家政策比较敏感



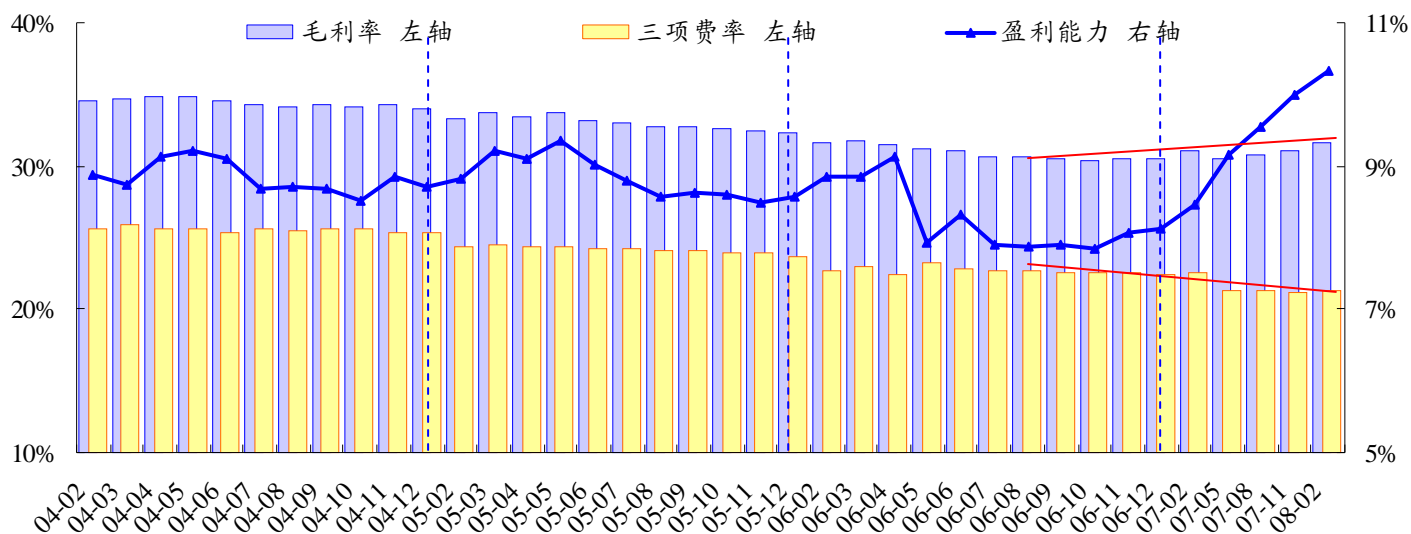
盈利能力是重要指标

医药产业盈利能力是衡量产业发展状况的重要指标；

医药制造业整体毛利率在经历了2006年的低谷后开始缓慢回升；

为了适应行业环境变化，企业普遍加强了管理体系的转变，着重提升运营效率，三项费用率出现明显下降：

医药行业盈利能力变动趋势

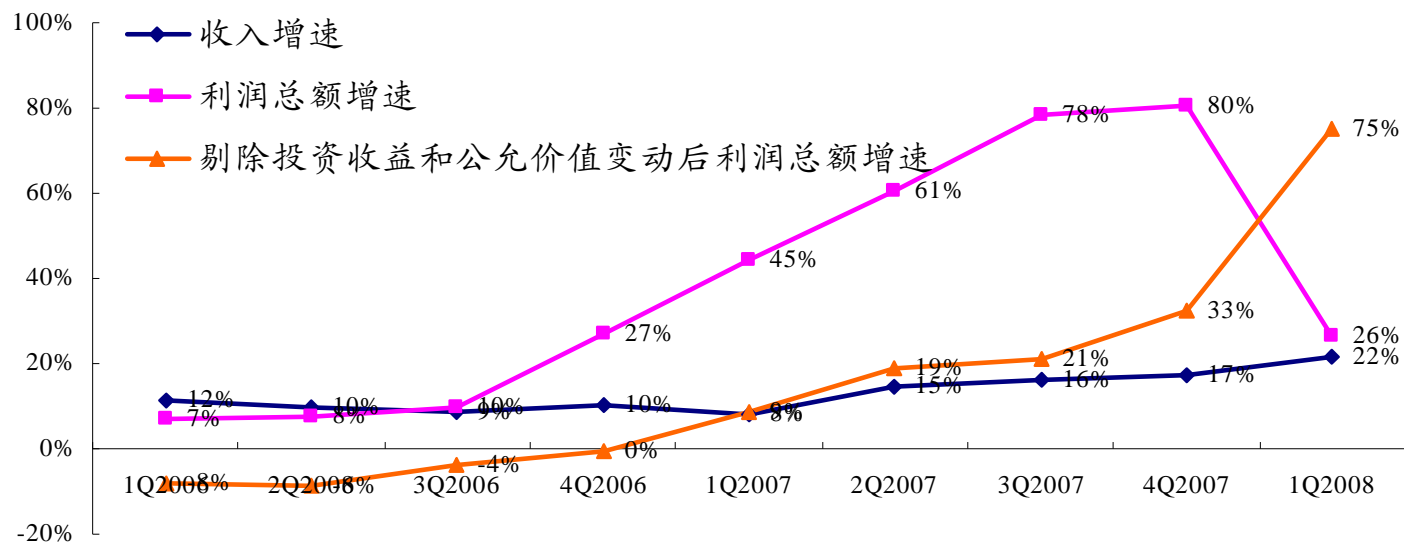


主营业务保持迅速增长

➤ 2007年投资收益和公允价值变动推动业绩增速，但是2008年1季度对业绩产生了负面效应。

➤ 2008年一季度利润总额增长26%，剔除投资收益和公允价值变动收益后利润总额增幅高达75%，显示了良好的向上趋势

医药上市公司板块收入和利润增速趋势



医药板块与大盘的阶段性波动

医药板块指数与上证综指走势比较

- 宏观经济不确定性下，投资者对医药行业关注较多。
- 由于业绩增长的稳定性较好，医药板块可以用时间换取“安全边际”

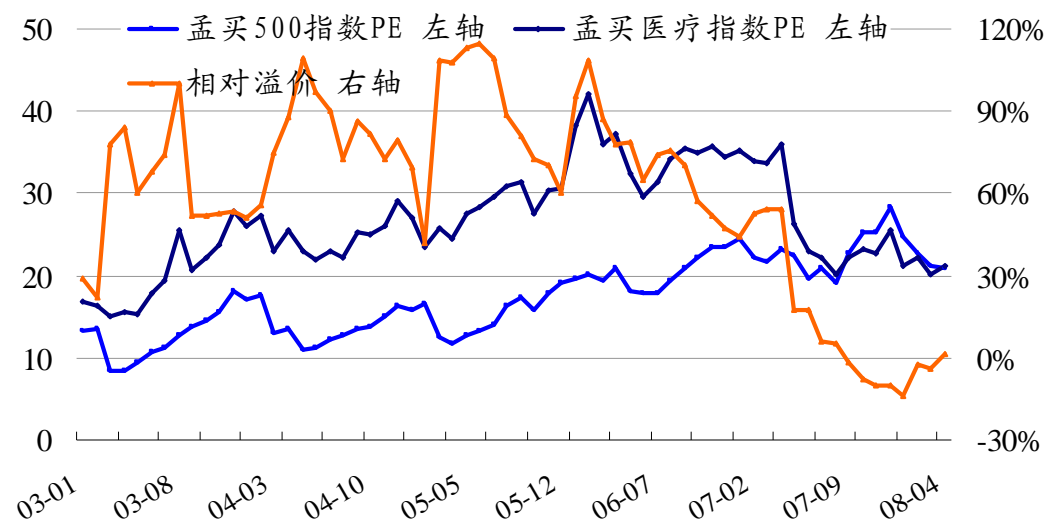


板块估值对医改预期提前反映

国内医药上市公司与全球主要市场的估值对比

	PE2006A	PE2007A	PE2008E	CAGR (06-08)	PEG	ROE	PB
欧美研发型药厂	19	17	15	15%	1.4	24%	3.1
欧美通用名药厂	19	18	15	10%	1.0	10%	2.6
欧美生物药厂	100	24	18	73%	0.8	11%	1.8
印度制药企业	20	19	15	11%	1.3	30%	4.6
日本主要制药企业	22	10	20	7%	0.7	11%	2.1
香港市场主要制药企业	14	10	9	21%	0.8	14%	1.6
覆盖的A股制药企业	73	49	38	37%	1.2	13%	8.1

印度孟买500指数和医药健康指数的PE对比



➤ 截止2008年5月6日，我们覆盖的A股上市公司2008年整体PE 38x，而沪深300指数2008年市盈率为22x，这个估值虽然有高的复合增长作为支持，但如果行业公司没有超预期的表现，估值上行空间有限

自下而上选择，寻找持续成长

在高估值的市场环境中，选择稳定持续发展的公司要比博弈短期超额收益更有效、更安全，我们更欣赏产业发展战略清晰、治理结构优秀、具备持续成长潜力的公司。

覆盖公司估值表

A股公司名称	股票代码	评级	EPS Rmb			BVPS Rmb		EV/EBITDA(x)			PE(x)			PB(x)		ROE
			07	08E	09E	07	08E	07	08E	09E	07	08E	09E	07	08E	
东阿阿胶	000423.SZ	审慎推荐	0.39	0.57	0.71	2.3	2.6	47	35	29	79	54	43	13.1	11.9	14%
广州药业	600332.SH	推荐	0.41	0.47	0.55	3.8	4.1	23	21	21	34	30	25	3.7	3.4	8%
国药股份	600511.SH	推荐	0.99	1.42	1.79	5.5	5.7	39	30	25	56	39	31	10.1	9.7	14%
海正药业	600267.SH	审慎推荐	0.31	0.47	0.60	3.1	3.3	23	19	16	65	43	34	6.6	6.1	6%
恒瑞医药	600276.SH	推荐	0.80	0.87	1.12	3.8	4.1	40	30	24	49	45	35	10.4	9.8	14%
华海药业	600521.SH	中性	0.57	0.74	0.99	4.2	4.7	21	17	13	36	28	21	4.9	4.4	13%
康缘药业	600557.SH	推荐	0.62	0.87	1.24	3.3	5.6	33	25	19	57	40	28	10.7	6.2	13%
丽珠集团	000513.SZ	中性	1.66	1.04	1.12	6.4	7.3	15	12	11	13	20	19	3.3	2.9	11%
片仔癀	600436.SH	中性	0.68	0.82	0.94	5.2	5.5	31	23	20	44	37	32	5.8	5.5	13%
双鹭药业	002038.SZ	审慎推荐	1.09	1.50	1.91	4.1	5.3	72	41	31	61	44	35	16.2	12.5	12%
天士力	600535.SH	审慎推荐	0.37	0.52	0.64	4.0	4.4	22	19	17	48	34	28	4.4	4.1	12%
同仁堂	600085.SH	审慎推荐	0.54	0.66	0.82	6.1	6.6	21	19	16	46	38	30	4.1	3.8	6%
云南白药	000538.SZ	审慎推荐	0.70	0.81	1.02	2.5	2.9	36	30	23	43	37	29	12.1	10.5	26%
H股公司名称	股票代码	评级	EPS Rmb			BVPS Rmb		EV/EBITDA(x)			PE(x)			PB(x)		ROE
			07	08E	09E	07	08E	07	08E	09E	07	08E	09E	07	08E	
广州药业	874.HK	推荐	0.44	0.56	0.70	3.9	4.7	4	3	3	15	12	10	1.7	1.4	11%
同仁堂科技	8069.HK	审慎推荐	0.86	1.09	1.33	5.1	6.6	3	2	2	14	11	9	2.3	1.8	17%
中国制药	1093.HK	中性	0.31	0.31	0.33	1.9	2.1	5	5	5	9	9	8	1.4	1.3	16%