

中国生物制品产业

2008 年 12 月

主题报告

中国大陆



√ 王志霖
W 886.2.2181.8730
X stephen.wang@kgi.com.tw

√ 姜广策 (Coordinator)
W 86.21.6125.8672

承载中国医药工业未来希望

份额虽小但地位日趋重要

2007 年中国生物制品企业收入为 474.14 亿元，占医药全行业收入的 8.24%，份额虽小但收入和利润增长速度均高于化学药和中药。08 年前三季继续保持快于化药和中药的成长速度，在医药工业的地位日趋重要。

国家高度重视，未来发展空间巨大

在历次国家 863 和 973 重大科研专项中生物制药和生物高科技项目均占科研总经费的较大比例。为应对金融危机发改委特别安排 4.42 亿专项资金重点支持生物医药，扶持呵护之心可见一斑。未来新医保目录将安排更多生物制品入选，市场需求坚实，发展空间广阔。

行业总体水平尚不高，但部分优质企业充满希望

现阶段生产的品种水平不高，多为国际第一代蛋白类药物，面临人、财和品种的匮乏境地，但少数行业内优秀企业与国际水平差距缩小，承载未来行业希望。

投资建议

双鹭药业(002038.SZ, Rmb29.7, 增持)回归本质，创新引领发展，企业尚处布局阶段，突出的创新能力使其在未来的行业竞争环境中能占得先机。

中国生物制品产业

2008年12月
姜广策

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，迨后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

主讲人: 姜广策



姜广策于2008年加入KGI，担任医药行业分析师。2000年毕业于中山大学化学系并取得博士学位。在学期间成绩优异，获得中山大学安泰奖学金、美国道氏化学奖学金奖励。于1997年与导师合作开展的课题《南海海洋新药研究》获得广东省2007年自然科学一等奖。2003年初于华南理工大学完成博士后工作，主持的《抗肿瘤、降血压海洋新药的研究开发》。获得2001年中国博士后基金支持。03-07年任职广州百济健康管理有限公司经理，从事药品和医疗器械销售，具丰富的医药销售经验。

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，迨后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

目录

第一部份	主要结论	4
第二部分	生物制品行业概况	6
第三部分	个股推荐	18
第四部分	附录	35

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，迨后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

3

1 主要结论

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，迨后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

4

主要结论

- ▶ 生物制品是最具投资价值的细分医药子行业
- ▶ 基本上仍然是低水准重复，但集中度逐渐提高，竞争格局更加稳定
- ▶ 个股评析：双鹭药业（002038.SZ, Rmb29.7, 增持）

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，迨后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

5

2 生物制品行业概况

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，迨后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

6

行业最新动向

- ▶ 国家发展改革委安排新增中央投资4.42亿元，支持生物医药专项的建设
- ▶ Novo Nordisk即将在中国投资4亿美元建新厂，为该公司史上迄今最大的一笔海外投资

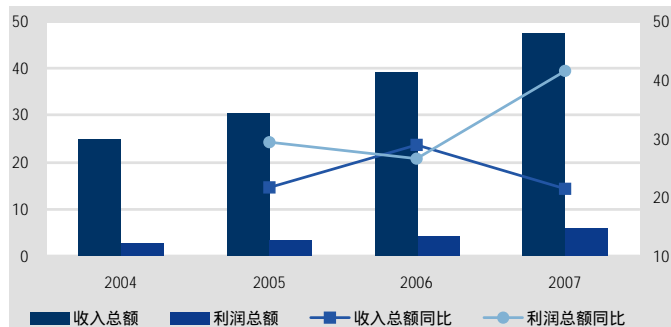
本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，逆后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

7

生物制品行业盈利能力良好 利润增速高于收入增速

04-07年生物制品行业利润总额和同比情况

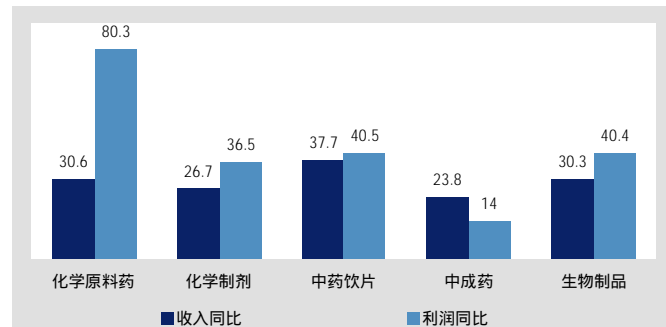
生物制品利润总额，十亿元Rmb（左轴）；同比，百分比（右轴）



资料来源：Menet 鹏远企管顾问整理

08年1-8月医药制造子行业收入与利润同比情况

各子行业08年1-8月收入 and 利润同比，百分比



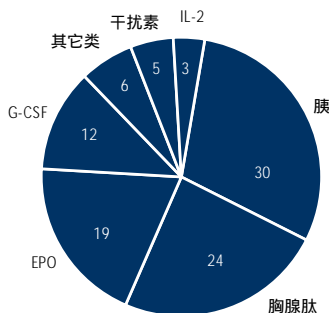
资料来源：Menet 鹏远企管顾问整理

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，逆后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

8

国内基本上仍然是低水准重复，但集中度在提高

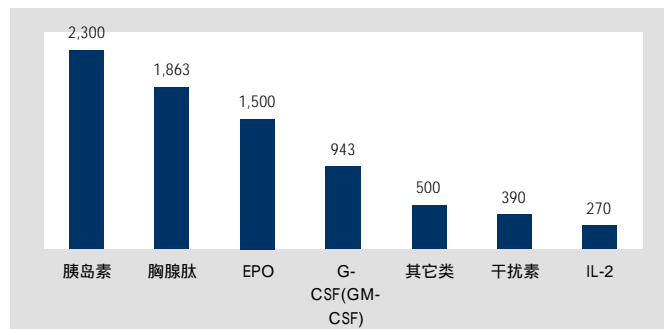
中国生物制品以国际第一代蛋白类药物为主 产品类别占比，百分比



资料来源：Menet，鹏远企管顾问整理

1H07-1H08年全国医院蛋白类药物采购金额78亿

各大类产品全国采购金额，百万元人民币



资料来源：Menet，鹏远企管顾问整理

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，逆后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

9

国内对照-目前主要的生物制品种类

Biogenics	Indications	Manufacturers
IFNa-1b	Hepatitis B,Hepatitis C	Shenzhen Kexing,Shanghai Institute of Biological Products,Beijing Tri-prime
IFNa-1b(eye drop)	Viral keratitis	Changchun Institute of Biological Products
IFNa-2a	Hepatitis B,Hepatitis C	Changchun Institute of Biological Products,Changsheng Gene Phama,Sunshine Pharma,Sundiro Pharma,Liaoning Sa tellite
IFNa-2b	Hepatitis B,Hepatitis C	Anke,Hansheng,Huaxin,Dingli,Yuance,Hualida,Neptunus interlong,Reahar,Changchun Institute of Biological Products
IFNa-2b(gel)	Herpes	Hefei Zhaofeng
IFNg	Rheumatoid	Shanghai Institute of Biological products,Clone,Zhuhai Lizon Pharma
Interleukin-2(IL-2)	Adjunctive therapy for cancer	Four ring,Huaxin,Changchun Institute for Cancer Biological Products,Sunshine Pharma,Changsheng,Gene-Science,Ruide,Jinsli,Kangli
125Ala IL-2	Adjunctive therapy for cancer	Beijing SL Pharma
125Ser IL-2	Adjunctive therapy for cancer	Shandong Quangang,Liaoning Staelite
G-CSF	Leukopenia	Hangzhou Jiyuan,Beijing SL,Changchun GeneScience,SuZhou Zhongkai,Shanghai Sunway,BeihaiFangzhou,Amoytop,Shandong Kexing,Xinpeng,Gene Leuk,LiLu,Chengdu Rongsheng
GM-CSF	Leukopenia	Xiamen Amoytop,North China Pharma,Hainan Huakang,Gene-Science,Shanghai Huaxin,Liaoning Satellite.
Erythropoietin(EPO)	Renal anemia	Sunshine Pharma,Huaxin,Shandong Kexing,Shanghai Clone,Chengdu Diao,Shandong Ahua,Four-rings Biologicals,North China Pharma
Hepatitis B vaccine	Hepatitis B	Shenzhen kangtai,Beijing Institute of Biological Products

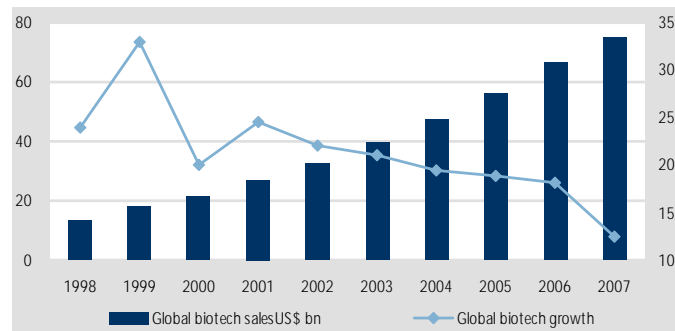
资料来源：鹏远企管顾问整理

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，逆后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

10

国际对照-全球生物制药销售增速持续高于化药

2007年全球生物制药销售额750亿美元，同比增速12.5%
销售额，十亿美元（左轴）；销售增速，百分比（右轴）



资料来源：IMS Health，鹏远企管顾问预估

治疗类别高度集中，促红、肿瘤、糖尿病分列前三位

Top 10 Therapy Classes	Sales (US\$m)	Market Share 2007 (%)	Growth 2007 (%)	Const US CAGR 02-06 (%)
Global Biotech Market	75,120	100.0	12.5	18.8
Erythropoietins	12,872	17.1	-9.0	11.9
Oncologics	11,365	15.1	24.2	45.9
Antidiabetics	10,231	13.6	14.6	15.4
Autoimmune agents	8,357	11.1	24.5	59.0
Interferons	6,679	8.9	2.3	9.8
Immunostim Ag Ex Intfron	6,005	8.0	5.0	17.3
Immunosuppressive Agents	4,520	6.0	19.6	21.7
Growth Hormones	2,627	3.5	12.0	9.7
Blood Coagulation	2,433	3.2	9.6	17.4
Pure Vaccines	2,099	2.8	172.4	2.8
Total top 10	67,189	89.4	11.4	19.2

资料来源：IMS Health，鹏远企管顾问预估

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，逆后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

11

国际对照-2007年前十大产品销售份额合计占48.3%

2007年全球销售金额前十位生物制品销售数据

产品	公司	适应征	2007销售额(mn)	市场份额(%)	同比增减(%)
Enbrel	Amgen	风湿性关节炎、银屑病	5,290	7.0	15.5
Aranesp	Amgen	促红细胞生成	4,415	5.9	(12.9)
Remicade	Centocor	风湿性关节炎、克罗恩病	4,220	5.6	15.6
Rituxan	Genetech	非霍奇金氏淋巴瘤	3,714	4.9	13.2
Neulasta	Amgen	促白细胞	3,556	4.7	8.0
Herceptin	Genetech	肿瘤	3,255	4.3	24.1
Procrit	Ortho Biotech	促红细胞生成	3,291	4.4	(12.4)
Epogen	Amgen	促红细胞生成	2,982	4.0	(5.2)
Avastin	Genetech	肿瘤	2,847	3.8	40.9
Humira	Abbott Labs	风湿性关节炎和其它类型关节炎	2,790	3.7	40.8
前十合计			36,360	48.3	8.9
总计			75,120	100.0	12.5

资料来源：Datamonitor 鹏远企管顾问整理

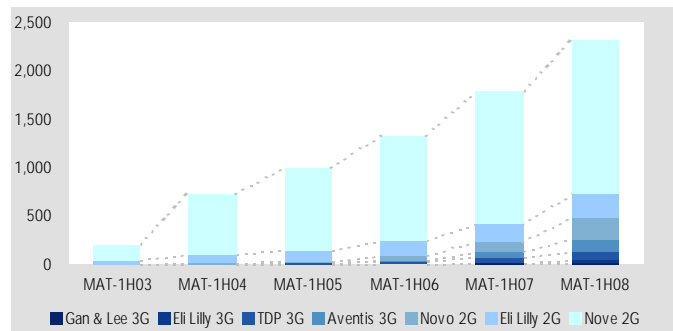
本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，逆后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

12

国内-胰岛素占据最大份额，近五年采购金额CAGR35%

胰岛素市场增长迅猛，近五年CAGR35%

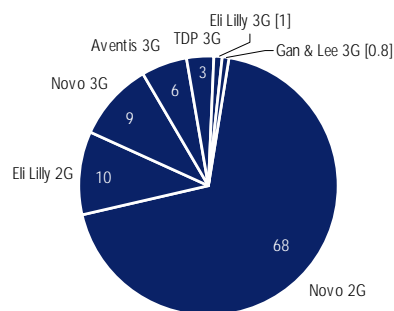
厂家产品类别采购金额，百万Rmb



资料来源：IMS Health 鹏远企管顾问整理

市场基本被Novo和Lilly所瓜分

厂家产品类别占比，百分比



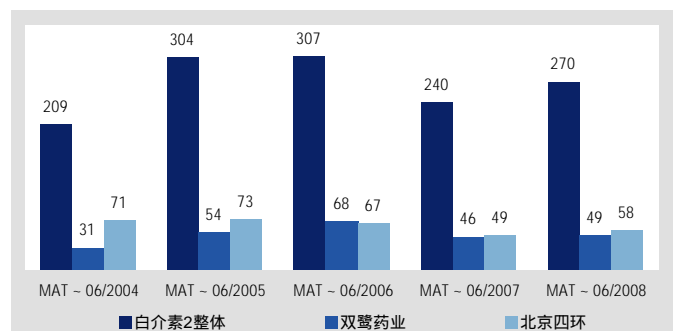
资料来源：IMS Health 鹏远企管顾问整理

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，逆后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

IL-2 市场采购金额平稳增长，近五年CAGR10%

IL-2 市场需求平稳，平均医院采购金额CAGR10%

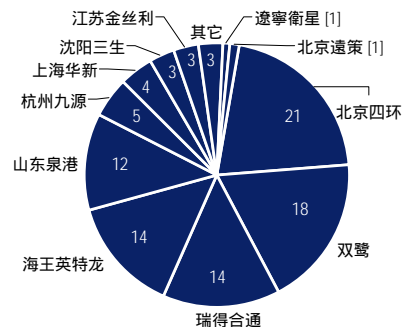
IL-2采购金额，百万Rmb



资料来源：IMS Health 鹏远企管顾问预估

双鹭和北京四环是主要的IL-2供货商

各厂家所占份额，百分比



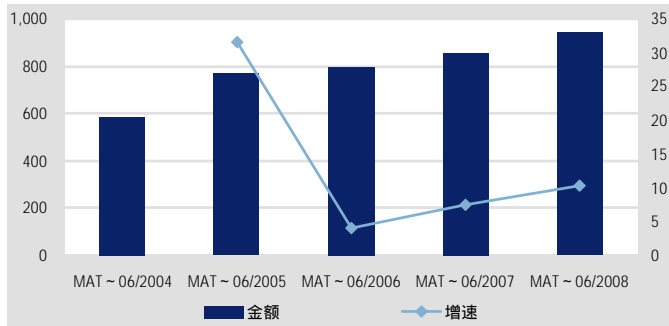
资料来源：IMS Health，鹏远企管顾问预估

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，逆后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

G-CSF/GM-CSF医院采购金额近4年CAGR13.25%

1H07-1H08医院采购金额9.43亿

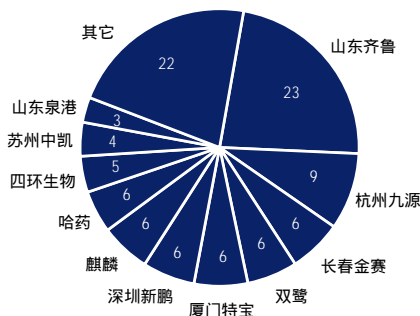
采购金额，百万Rmb



资料来源：IMS Health 鹏远企管顾问整理

现有前十家占约73%

市场主要厂家占比，百分比



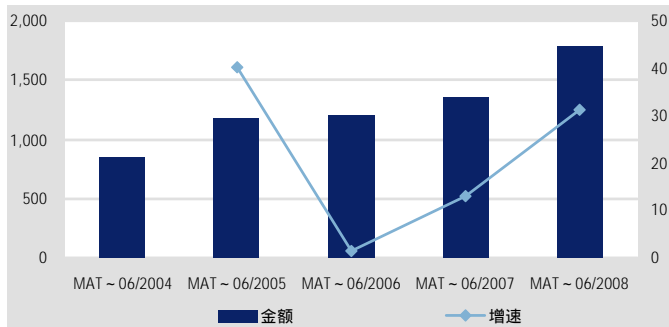
资料来源：IMS Health 鹏远企管顾问整理

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，逆后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

胸腺肽医院采购金额近4年CAGR20.15% 干扰素2007年采购金额3.87亿

1H07-1H08医院采购金额18.63亿

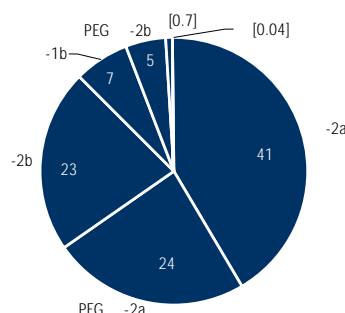
采购金额，百万Rmb



资料来源：IMS Health 鹏远企管顾问整理

中国市场干扰素品种以国产的 -2a为主，占约42%

市场主要干扰素类别占比，百分比



资料来源：IMS Health 鹏远企管顾问整理

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，逆后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

中国生物制药现状-人、财、品种匮乏

- ▶ 资本市场配套不完善，缺少能忍受生物制药漫长研发周期的资金
- ▶ 目前能生产的品种局限在20个以内，以低端生化制品和国际第一代蛋白药物为主
- ▶ 虽有差距，但部分进入良性循环的企业是未来希望

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，迨后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

17

3 个股推荐

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，迨后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

18

优秀医药企业提供的是“疾病解决方案”

以Roche为例，单克隆抗体抗癌药Avastin是史上最成功的肿瘤治疗药物

药品名	通用名	适应证	07年销售额(Rmb)	增长率(%)
阿瓦斯丁 Avastin	贝伐单抗 Bevacizumab	直肠结肠癌、乳腺癌、肺癌、肾癌	41.06	41
赫赛汀 Herceptin	曲妥珠单抗 Trastuzumab	乳腺癌	48.52	23
美罗华 MabThera	利妥昔单抗 Rituximab	淋巴瘤	55.16	15
他西卫 Tarceva	埃罗替尼 Erlotinib	肺癌、胰腺癌	10.62	31
希罗达 Xeloda	卡培他滨 Capecitabine	乳腺癌	11.51	19

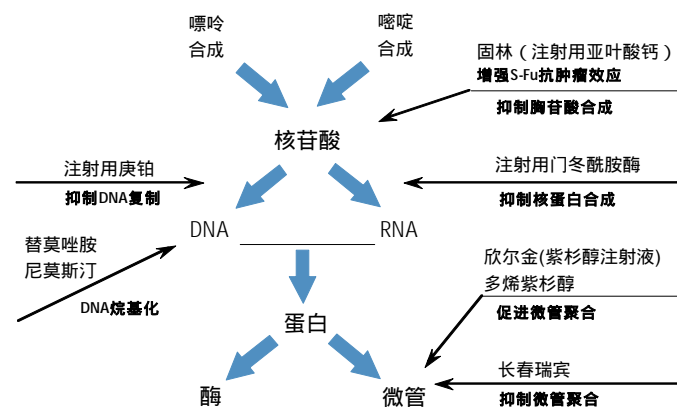
资料来源：Roche 年报 鹏远企管顾问整理

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，逆后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

19

双鹭产品线之一：抗肿瘤与免疫调节

双鹭根据肿瘤发生的各主要环节构建产品线



资料来源：鹏远企管顾问预估

适应症覆盖主要的肿瘤病证

品名	治疗机理	适应证
替莫唑胺	DNA烷基化	神经胶质瘤
尼莫斯汀		
庚铂	抑制DNA复制	消化道肿瘤
门冬酰胺酶	抑制蛋白质合成	细胞性白血病、淋巴瘤、黑色素瘤
SLS008		原发性肝癌
长春瑞滨	抑制微管聚合	非小细胞肺癌、乳腺癌、卵巢癌、恶性淋巴瘤
紫杉醇	促进微管聚合	卵巢癌、乳腺癌、头颈癌、食道癌
多烯紫杉醇		非小细胞肺癌、乳腺癌
喜树碱	抑制DNA复制	原发性肝癌、胃癌、膀胱癌、直肠癌、白血病
亚叶酸钙	抑制胸苷酸合成	消化道肿瘤
白介素-2	免疫增强	肾细胞癌、肝癌、肺癌、胃癌
盐酸托烷司琼	5羟色胺受体抑制剂	化疗辅助，止吐

资料来源：鹏远企管顾问预估

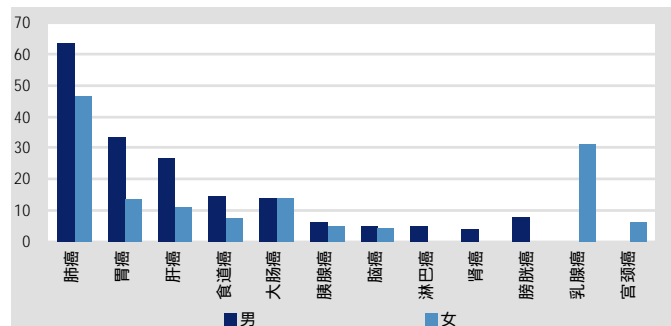
本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，逆后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

20

大陆恶性肿瘤20年间发病率提高了50%并仍在恶化

大陆发病率前十位肿瘤

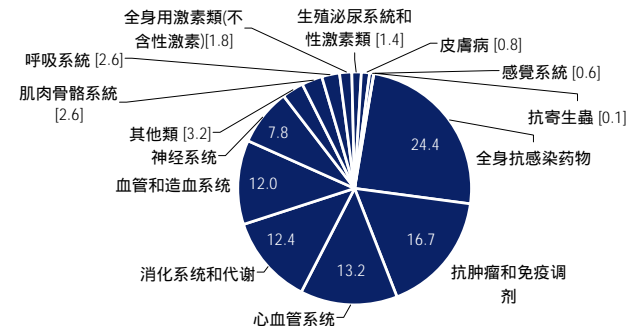
发病率，1/10万



资料来源：Data Monitor 鹏远企管顾问预估

2007年大陆医疗市场主用用药类别份额

份额占比，百分比



资料来源：DataMonitor，鹏远企管顾问预估

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，逆后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

双鹭抗肿瘤产品线对比分析

双鹭抗肿瘤产品线具有很强竞争力，前景看好

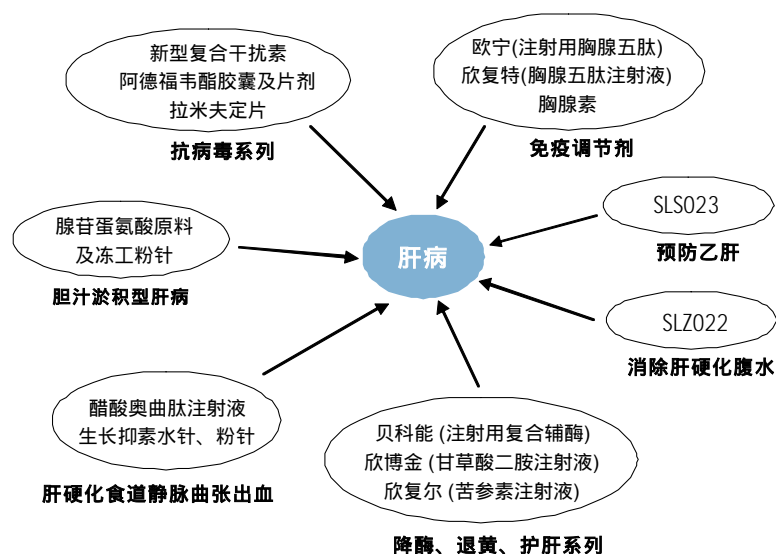
	双鹭	恒瑞	齐鲁
免疫刺激剂	欣吉尔 立生素 (G-CSF) 迈格尔 (IL-11)		瑞白 (G-CSF) 巨和粒 (IL-11)
生物碱类	欣尔金 (紫杉醇) 欣瑞金 (长春瑞滨) 欣普金 (羟喜数碱)	多西他赛	多西他赛
铂类	庚铂	伊立替康 奥沙利铂	卡铂 奈达铂 顺铂
抗代谢	门冬酰胺酶	脱氧氟尿苷 依托泊苷	替加氟 卡莫氟 培美曲塞 依托泊甙
烷化剂	尼莫司汀 替莫唑胺	异环磷酰胺	
细胞毒类		米托蒽醌	
激素拮抗		来曲唑	
辅助用药	亚叶酸钙 格拉斯琼 托烷司琼	亚叶酸钙	昂丹司琼 托烷司琼

资料来源：鹏远企管顾问整理

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，逆后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

双鹭产品线之二：肝病治疗系列

双鹭根据肝病发生的各主要环节构建针对性产品



资料来源：鹏远企管顾问预估

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，迨后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

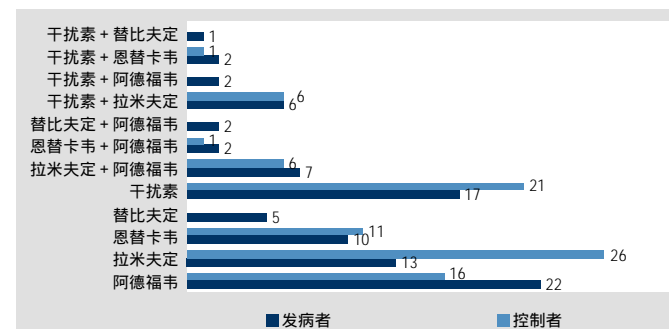
23

肝病治疗一线用药方案重点在抑制病毒复制

- ▶ 肝病治疗重点在于抗病毒
- ▶ 核苷类似物和干扰素是当前最重要的用药方案
- ▶ 阿德福韦加复合阿尔法干扰素联用效果良好

当前肝病治疗一线用药方案

用药方案比例，百分比



资料来源：WHO，鹏远企管顾问整理

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，迨后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

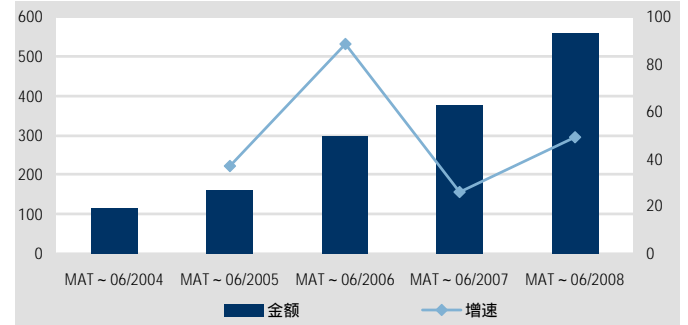
24

肝病系列核心产品贝科能竞争力突出

- ▶ 07-08年度全国采购金额5.58亿，金额同比增49%，数量同比增72%
- ▶ 目前尚有一半地区未覆盖，未来空间巨大
- ▶ 独家品种，公司将对其深度开发，发展多种适应症产品

独家品种贝科能几无对手，未来仍将保持较快增速

医院采购金额，百万Rmb（左坐标轴）；销售增速，百分比（右坐标轴）



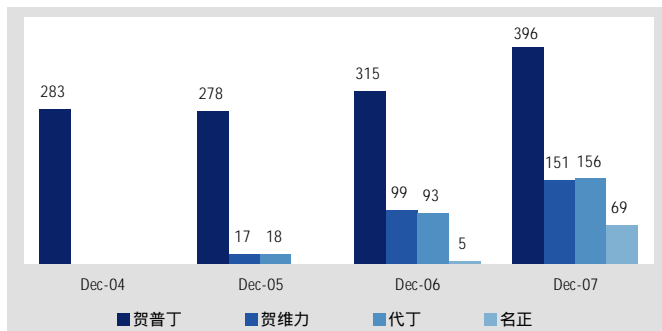
资料来源：IMS Health 鹏远企管顾问整理

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，逆后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

核苷类似物为当前最重要的肝病治疗药物

核苷类产品销售情况

现有主要品种销售金额，百万Rmb



资料来源：IMS Health，鹏远企管顾问预估

市场主要核苷类产品情况

	拉米夫定	阿德福韦	恩替卡韦	替比夫定
厂家	GSK	GSK/正大等	BMS	Novartis
商品名	贺普丁	贺维力/明正等	博路定	素比伏
专利到期	2010-15		2010	
主要剂型	片剂	片剂/胶囊	片剂	片剂
主要规格	300mg	10mg	0.5mg	600mg
日剂量	300mg	10mg	0.5mg	600mg
市场价	17元/片	14-21元/片	39元/片	24元/片
07年市场规模	5.1亿	3.96亿	1.93亿	

资料来源：鹏远企管顾问预估

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，逆后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

双鹭肝病产品线对比分析

- ▶ 双鹭阿德福韦08年底上市
- ▶ 复合干扰素填补空白，09年上市
- ▶ 配合贝科能，双鹭的肝病产品线强于国内现有肝病第一厂家正大天晴

双鹭肝病产品涵盖治疗和辅助用药

	双鹭	正大天晴
核苷类似物	阿德福韦酯	名正(阿德福韦酯)
干扰素	复合干扰素	
辅助用药	欣复尔(苦参素) 腺苷蛋氨酸 复合辅酶	天晴甘美(异甘草酸镁) 天晴复欣(苦参素) 甘利欣(甘草酸) 天晴康欣(拉克替醇) 门冬氨酸钾镁

资料来源：鹏远企管顾问预估

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，逆后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

27

双鹭心血管和抗感染产品线暂未成形

- ▶ 辛伐他汀自05年以来销售增速和份额都在下滑，全国有过百家企业生产
- ▶ 沙坦类药物中外企原研药占居绝大份额，国产替米沙坦竞争难度大
- ▶ 抗生素无特色品种，基本以常用药为主

双鹭心血管和抗感染产品线

心脑血管	抗感染	
辛伐他汀（调脂）	头孢他啶	-内酰胺类
替米沙坦（降压）	头孢曲松钠	
三磷酸胞苷二钠	头孢呱酮钠舒巴坦钠	
果糖二磷酸钠	奈替米星	喹诺酮类
奥扎格雷钠	左氧氟沙星	
尼麦角林	克林霉素	大环内酯类
阿魏酸钠	阿奇霉素	
	伐昔洛韦	核苷类
	利巴韦林	
	司他夫定	
	更昔洛韦	

资料来源：鹏远企管顾问预估

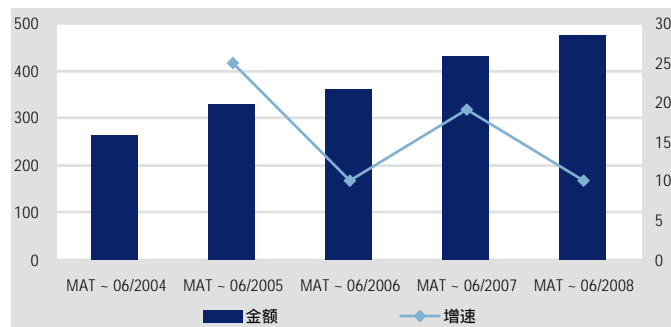
本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，逆后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

28

双鹭抗过敏等其它类药物发展势头良好

大陆抗过敏药物医院采购金额资料

采购金额，百万Rmb（左坐标轴）；销售增速，百分比（右坐标轴）



资料来源：IMS Health 鹏远企管顾问整理

07-08年度具体产品采购金额和市场份额

企业名称	药物类别	金额 (百万元)	占比 (%)
先灵葆雅 开瑞坦	氯雷他定	99	20.9
杨森 皿治林	咪唑斯汀	32	6.8
华邦 迪皿	左旋西替利嗪	29	6.2
鲁南 贝分	西替利嗪	26	5.5
杭州保灵 依巴斯汀	依巴斯汀	25	5.2
重庆凯林 凯莱止	依匹斯汀	22	4.6
比利时UCB 仙特明	西替利嗪	21	4.4
深圳海滨 地恒赛	地氯雷他定	16	3.4
双鹭 雷宁	氯雷他定	16	3.3
联环药业 苏迪	依巴斯汀	16	3.3
其它企业		172	36.3

资料来源：IMS Health 鹏远企管顾问整理

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，逆后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

29

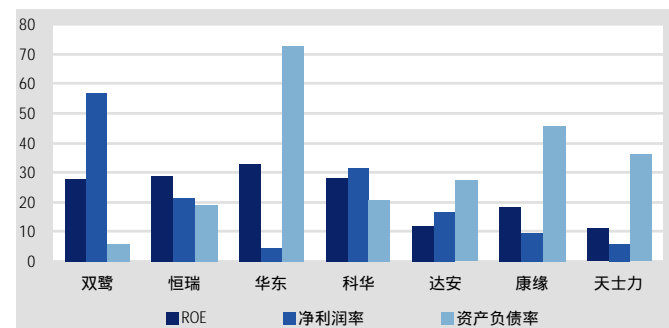
经营业绩同业对比

双鹭ROE为27.57%:

- ▶ 资产负债率业内最低，为5.92%
- ▶ 销售净利率业内最高，为56.76%
- ▶ 资产周转率较低，原因即在于该公司行销模式，放弃了流通环节的利润和费用

杜邦分析显示财务表现突出

ROE、销售净利率、资产负债率，百分比



资料来源：Bloomberg，鹏远企管顾问整理

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，逆后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

30

行销效率极高，既有合理之处也存隐忧

人均年净利润业内最高

- ▶ 行销外包
- ▶ 自己仅为经销商提供市场服务

资产周转率仅为恒瑞一半

- ▶ 流通环节利润放弃
- ▶ 经销商销售波动势必影响双鹭

行销效率对比

	双鹭	恒瑞	华东	科华	达安	康缘	天士力
销售人员	30	1,800	681	275	301	1,326	1,481
占比 (%)	10.8	60.0	24.0	27.1	54.0	54.4	42.8
人均年净利润 (千元)	4,500	230	250	430	120	70	120
资产周转率 (%)	0.45	1.13	2.08	0.73	0.55	1.01	0.88

资料来源：鹏远企管顾问预估

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，逆后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

31

双鹭当前仍处布局阶段

- ▶ 2007-2012年是国际重磅医药产品专利到期的密集期，机遇史无前例
- ▶ 《健康中国2020规划》即将出台，创新型药企发展空间广阔
- ▶ 个股评析：双鹭药业（002038.SZ, Rmb29.7, 增持）

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，逆后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

32

双鹭药业 (002038.SZ, Rmb29.7, 增持)

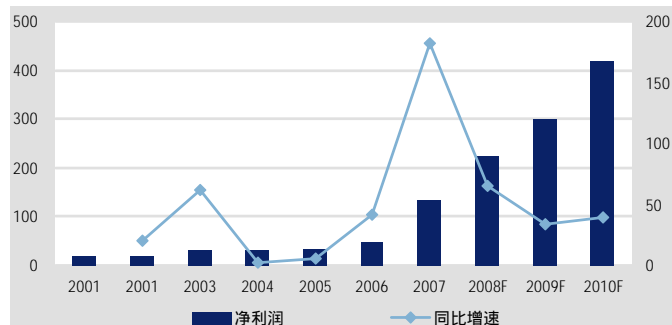
回归本质，创新引领发展

专注于研发的差异化竞争策略是公司的核心竞争力

- ▶ 抗肿瘤和免疫调节以欣吉尔等生物制品为主，07年占双鹭所有销售药品的44%，预计08-10年平均销售收入增速为19%，毛利平均为89.6%
- ▶ 肝病线以贝科能为主，阿德福韦现已上市销售，复合干扰素和腺苷蛋氨酸09年上市。07年该线占43%份额，但08-10将是业绩增长的主要动力，预计08-10年的平均销售增速为80%，毛利平均为61%
- ▶ 心血管和抗感染（包括雷宁、扶济复、依诺肝素、利塞膦酸钠等）等产品07年占13%份额，08-10年平均销售增速为30%，毛利率平均为56%

未来三年公司净利润年复合增长率为46.8%

净利润，百万元（左坐标轴）；增速，百分比（右坐标轴）



资料来源：鹏远企管顾问预估

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，迨后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

双鹭药业 (002038.SZ, Rmb29.7, 增持)

回归本质，创新引领发展

双鹭仍处于布局阶段，给与「增持」评级

- ▶ 我们预计双鹭08-10年EPS分别为0.9、1.21、1.69元，公司厚积薄发已进入一轮快速增长期，研发投入多年来高居业内首位，我们认为双鹭是国内药企中最符合行业本质的公司，公司的高成长应享有相应溢价，按09年30倍PE，目标价为36.3元，给与「增持」评级

股价评析

至12月31日	主营收入 (百万元)	主营利润 (百万元)	营业利润 (百万元)	EBITDA (百万元)	净利润 (百万元)	每股收益 (元)		
2007A	238	153	94	104	134	1.08		
2008F	377	260	203	217	224	0.90		
2009F	575	397	311	323	301	1.21		
2010F	827	562	438	450	419	1.69		
至12月31日	EV/Sales (X)	EV/EBIT (X)	EV/EBITDA (X)	市盈率 (X)	EV/Inv. C (X)	净资产回报率 (%)		
2007A	16.8	42.5	38.4	31.6	7.2	27.5		
2008F	17.9	33.2	20.2	33.0	7.5	30.8		
2009F	11.3	21.0	31.2	24.5	5.5	29.0		
2010F	7.5	14.1	20.2	17.6	3.9	30.6		
产业	医药					52周股价(低/高):	22.4 - 70.9	
12个月目标价(人民币元)						市值(十亿元/美金百万):	7.4 / 1,025	
上涨下跌空间(%)						流通在外股数(百万股):	248	
上涨空间排名(percentile, %)						不受大股东掌控股数(百万股)	139	
股利收益率-12/08估(%)						外资持有股数(百万股)	NA	
每股净值-12/08估(人民币元)						3个月平均日成交量(百万股):	0.9	
价格每股净值比-12/08估(x)						股价绝对表现%(3, 6, 12个月)	1.4; -1.7; -27.6	
净负债比率-12/08估(%)						现金	股价相对表现%(3, 6, 12个月)	23.4; 88.7; 503.3

资料来源：鹏远企管顾问预估

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，迨后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

4 附录

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，逆后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

35

4 附录

附录：国内目前主要的生物制品厂商

Company Name	Biogeneric
CBNC www.cnbpcc.com.cn	rhIFN a-2a,IL-2,Transfer Factor,Human Leucocyte Interferon,Thymosin,Histaglobulin,rh IFN 1-b
Beijing Tiantan Biological Products btbp.com.cn	Human albumin,Human immunoglobulin,Human immunoglobulin for venous injection
Chengdu Rongsheng Pharmaceuticals affiliated to CNBC www.ronsen.com	Human albumin,Human immunoglobulin,Human immunoglobulin for intravenous injection
Shanghai Institute of Biological Products www.sibp.com	Blood products,vaccines,genetically-engineered products,diagnostic kits
Changchun Institute of Biological Products www.ccibp.com	rhIFN 2-a,rhIFN a-1b,rhIFN a-2b,rhIFN a-2a,rh GM-CSF
Shenyang Sunshine Pharma www.3sbio.com	rhIFN a-2a,rhIL-2,rhEPO
Anhui Anke Biotechnology www.ankebio.com	rhGrowth Hormone,rhIFN a-2b
Beijing Tri-Prime Genetic Engineering www.triprime.com	rhIFN a-1b
Changchun Changsheng Gene Pharmaceutical:www.csgp.com.cn	rhIFNa-2a,rhIFNa-1b,rhIL2,b FGF
Shenzhen Kexin Biotech:www.kexing.com.cn	IFNa-1b,Insulin,IL-2,Growth Hormone
Sinovac Biotech:www.sinovac.com	Vaccines(Hepatitis A,A+B,Influenza and SARS)
Tianjin Hulida Biotechnology:www.hualida.com	rhIFNa-2b Injection and Spray
Xiamen Amoytop Biotech:www.amoytop.com	rhG-CSF,rhIL-11
Beijing Shuanglu Pharma:www.slpharm.com	rhG-CSF,rhIL-11,AlslL-2,rh-bFGF
Hangzhou Jiuyuan Gene Engineering:www.china-gene.com	rhG-CSF,LMWH,rhIL-11
Hualan Biological Engineering:www.hualan.com	Human albumin,immunoglobulin,Tetanus immunoglobulin,Hepatitis B Immunoglobulin
NCPG Gene Tech Biotechnology:www.ncpcgt.com.cn	rhGM-CSF,rhG-CSF,rhEPO

资料来源：鹏远企管顾问整理

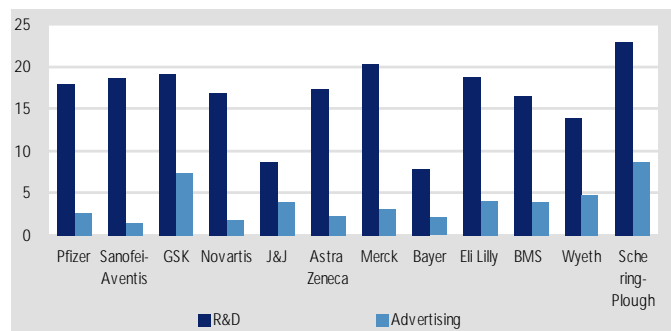
本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，逆后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

36

附录：世界主要医药公司研发和广告投入占比

07年世界主要医药公司研发和广告投入情况

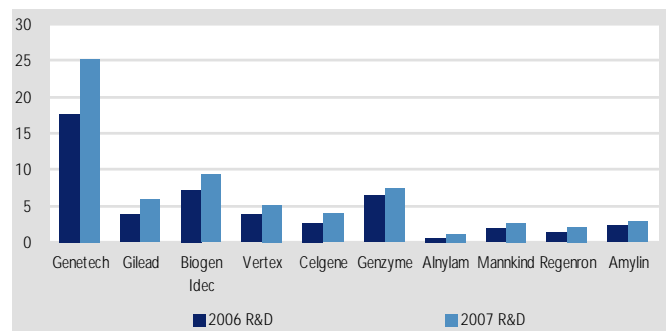
R&D投入占销售额及广告费占销售额，百分比



资料来源：Data Monitor 鹏远企管顾问预估

世界前十大生物制药公司06和07年R&D投入情况

R&D投入占销售额同比，百分比



资料来源：DataMonitor, 鹏远企管顾问预估

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，逆后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

37

附录：世界排名前十位生物科技公司概况

Global Biotech Leading Corps.

Rank	MAT Dec 2007 (US\$m)	Market Share 2007 (%)	MAT Dec 2007 (US\$m)	CAGR 02-06 (%)
Global Biotech Market	75,120	100.0	12.5	18.8
Amgen	15,964	21.3	(0.5)	27.0
Roche/Genentech	15,469	20.6	20.4	33.5
J&J	6,285	8.4	(3.4)	3.0
Novo Nordisk	5,890	7.8	13.7	17.6
Lilly	3,931	5.2	7.1	4.7
Sanofi-Aventis	3,201	4.3	33.3	37.7
Abbott	3,145	4.2	39.2	119.1
Merck KGaA	2,734	3.6	13.5	17.9
Schering-Plough	2,577	3.4	5.8	1.4
Wyeth	2,254	3.4	5.8	1.4
Top 10	61,451	81.8	10.5	20.3

资料来源：鹏远企管顾问整理

本报告之内容皆来自鹏远企管顾问认可之数据来源，但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断，故有其时效性限制，逆后若有变更时本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考，并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。

38

放宽研究的视界

从全球看中国 从行业看企业

从销售看研发 从广度看深度