

东海证券医药行业研究周报

暨 5 月月度报告

(20090425-20090501)

医药行业

2009 年第 17 期 总第 28 期

评级: 推荐

行业周报

2009 年 05 月 04 日 星期一

医药化工研究小组
袁舰波、屈映、张飞
021-50586660-8628
yjb@longone.com.cn

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

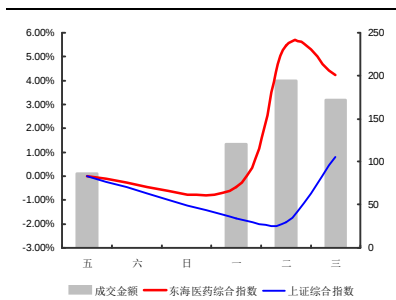
行业重点跟踪股票及评级

股票名称	代码	评级
益佰制药	600594	买入
康缘药业	600557	增持
双鹭药业	002038	增持

行业指数

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	7.76%	2.84%
3 个月	24.88%	1.46%
6 个月	74.42%	36.44%

医药行业相对上证综指一周走势图



投资要点

q 上周上证综指报收于 2477.57 点，涨幅为 1.18%，医药生物板块涨 5.13%，跑赢上证综指 3.95 个百分点。

q 行业子板块来看，走势最强的依次为医疗器械、医药商业、化学制剂、生物制剂、中药，分别跑赢行业指数 9.3、4.22、3.03、1.33、0.73 个百分点，主要受两个因素的影响，一是医改因素，医疗器械和医药商业板块持续走强，其次是猪流感疫情，生物制剂、化学制剂及中药板块走强。原料药板块由于原料药价格的回落本月大幅跑输行业 7.53 个百分点。

q 风格板块方面，本月的走势与我们在前期周报中的观点基本一致：题材股板块逐渐退色，本月在所有板块中走势最弱；一线股的走势有所加强，基本与行业持平；二线股、三线股则是持续跑赢行业。我们认为行情从题材股往业绩优良、确定性增长的个股转移的趋势不可逆转，随着年报及季报的发布完成，转换的速度有望加快。猪流感疫情可能成为市场炒作的另一个热点，可能减弱一线股、二线股的关注度。

q 在上月月报中，我们认为，在季报数据逐渐出台后，市场对企业未来的经营业绩将越来越重视，并逐步回归到以确定性增长和政策确定受益为特点的投资主线，尽管主题投资仍未完全退潮，但目前向确定性投资主线的转移倾向十分明显。

下月的投资策略，维持上月基本观点，建议以业绩增长和新医改确定受益为主线，并把握猪流感的阶段性的投资机会。建议关注：

- 1、 年报和季报业绩增长比较明确，近期上涨幅度不大或涨幅有所回落的企业；
- 2、 关注基本药物目录入围企业，特别关注独家品种入围企业；
- 3、 猪流感概念的个股。

猪流感的疫情可能超过我们的预期，尽管上市公司中无直接生产抗病毒

药物达菲和乐感清的企业，但从非典的经验看，相关的抗病毒药物及流感疫苗生产企业以及病毒诊断试剂生产企业很可能会直接受益，相关的上市公司如：白云山、普洛股份、天坛生物、华兰生物、海王生物、达安基因以及科华生物等。

- q 投资组合：我们推荐的五月月度投资组合为上实医药、益佰制药、康缘药业、华兰生物、鱼跃医疗。
- q 世界卫生组织 29 日晚在日内瓦宣布，将猪流感警告级别从目前的 4 级提高到 5 级。第 5 级意味着同一类型流感病毒已在同一地区至少两个国家人际间传播，并造成持续性疫情。我们建议关注猪流感题材的投资机会。

上周及月度回顾

q 板块整体表现

上周大盘跌穿了 2400 点，并在年线附近反复争夺，并最终站在了年线之上，报收于 2477.57 点，周涨幅为 1.18%。上周房地产、医药生物、综合行业三个板块领涨，涨幅分别为 5.22%、5.13%、5.03%；农林牧渔、食品饮料、木材家具三个板块领跌，涨幅分别为 -4.29%、-3.53%、-2.57%。

上周整个医药板块的表现与 A 股整体表现形成鲜明的对比，周二周三大盘下跌而医药股暴涨，在猪流感概念的带动下医药生物板块迎来了久违的铺张格局，基本药物目录板块有所表现，截止报告定稿时，预期的基本药物目录仍为出台，预计节后出台的可能性较大，操作上仍具有交易性机会。

从月度情况看，截止到本月底上市公司年报、一季报全部发布完成，从数据统计上看，医药生物板块的赢利情况与 A 股整体的赢利情况形成了鲜明的对比（详情见我们随后发布的医药板块年报及季报综述），板块确定性增长的特征非常明显，5 月份仍处于流感的多发季节，在猪流感疫情扩散和医改政策面消息密集发布的情况下，在整个 A 股走势分歧加大的情况下，医药板块在 5 月份很可能再次成为市场关注的焦点。

q 个股涨跌情况

上周医药板块表现最好的个股为莱茵生物、海王生物、普洛股份，涨幅分别为 46.39%、35.52%、34.92%，全部为猪流感受益板块，不仅如此，涨幅前十名的其他个股如上海医药、白云山 A、中牧股份、鲁抗医药、金宇集团等也均为猪流感受益个股，从整个猪流感概念板块来看，既有较大的炒作成分，亦有一定的业绩支撑，其中莱茵生物为猪流感药物达菲的原料药生产商，且产品主要面向出口，猪流感的扩散对于公司业绩的提升有一定的促进因素。从猪流感的疫情发展来看，WHO 已经将猪流感的警戒提升到 5 级，具备了大规模扩散的条件，猪流感板块或再次成为资金关注的焦点，但相关个股亦已经连涨数日，积累了一定的风险，投资者亦须关注回调的风险。从月度情况看，除了猪流感概念外，高送配概念的个股及年报季报超预期的个股亦受到了市场的关注，涨幅居前，如美罗药业、康美药业等。

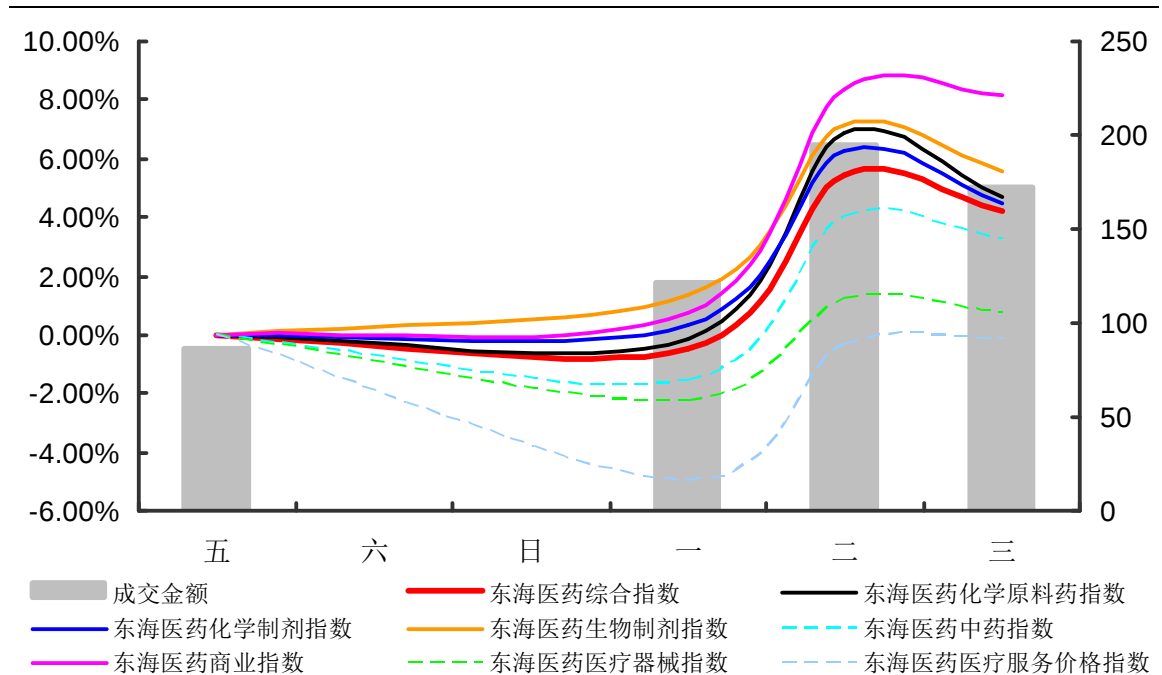
上周医药板块表现最弱的个股为恩华药业、鑫富药业、ST 长信，涨幅分别为 -5.21%、-4.94%、-4.75%。从风格上看以题材股及一线股居多，前期涨幅较大的题材股开始了一定程度上的回落，而一线股由于股本较大，短期内还不是市场关注的焦点，而自 4 月 27 日猪流感板块开始启动以来，新热点的吸引使市场关注基本面的热情有所降低。从月度情况看，除了题材股及一线股表现较弱为，非猪流感概念的原料药板块整体上走势较弱，如新和成、浙江医药等。

q 东海医药指数-子板块

从本周前三个交易日的情况来看，医药商业、生物制剂、化学原料药、化学制剂四个板块跑赢行业，而医疗服务、医疗器械、中药三个板块则不同程度跑输行业。

从月度情况看来，走势最强的板块依次为医疗器械、医药商业、化学制剂、生物制剂、中药，分别跑赢行业指数 9.3、4.22、3.03、1.33、0.73 个百分点，主要受两个因素的影响，一是医改的因素，医疗器械和医药商业板块持续走强，其次是猪流感疫情，生物制剂、化学制剂及中药板块走强。原料药板块由于原料药价格的回落本月大幅跑输行业 7.53 个百分点。

图 1: 东海医药指数（子板块）一周走势¹



资料来源：东海证券研究所，WIND 资讯

表 1: 东海证券医药指数（子板块）近期表现²

指数名称	成分个数	最新点位	5 日涨跌幅[%]	10 日涨跌幅[%]	本月涨跌幅[%]
综合指数	128	2709.38	3.97	1.66	7.58
化学原料药指数	18	2712.77	4.18	1.53	0.05
化学制剂指数	18	2278.27	4.61	4.58	11.80
生物制剂指数	23	2672.36	5.42	3.36	8.91
中药指数	50	2914.03	2.96	-0.50	8.31
医药商业指数	11	2825.23	6.50	4.70	10.61
医疗器械指数	6	3158.02	5.02	5.71	16.88
医疗服务指数	1	1093.12	3.22	-3.95	-0.99

资料来源：东海证券研究所，WIND 资讯

¹ 由于自建指数的更新时间滞后，本周的数据只有周一、周二、周三数据

² 由于自建指数的更新时间滞后，本周的数据只有周一、周二、周三数据。

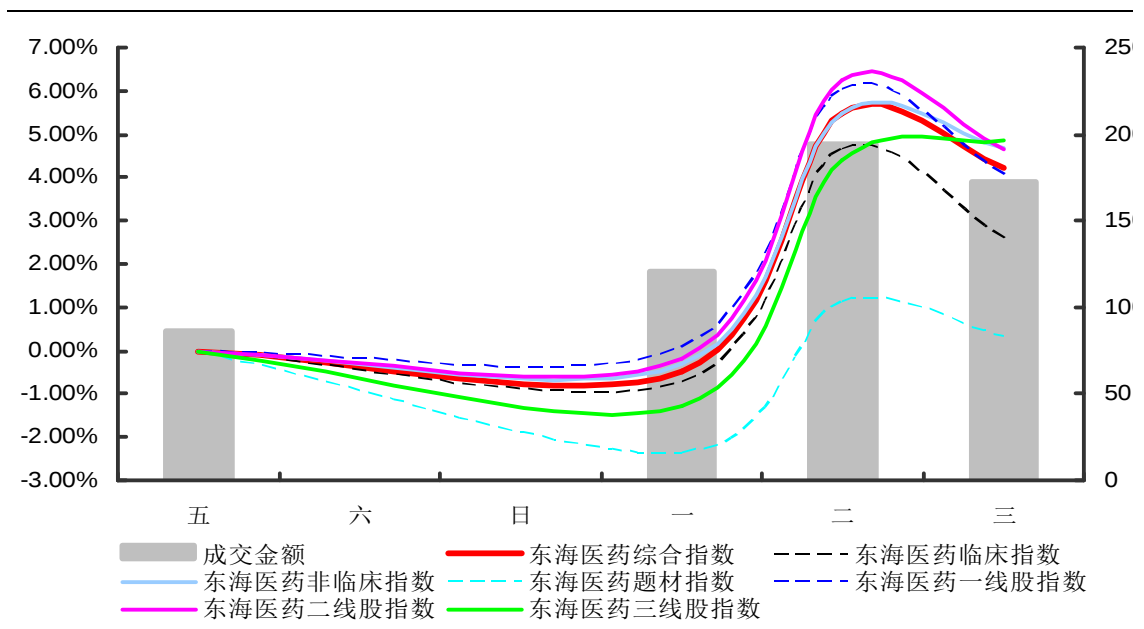
q 东海医药指数-风格板块

本周表现最好的为三线股、二线股及非临床板块，跑赢行业；一线股的走势与行业基本持平；临床股、题材股跑输行业。

月度情况来看，非临床、二线股、三线股板块分别跑赢行业 3.2、0.37、0.3 个百分点；一线股与行业基本持平；临床股及题材股跑输行业，分别跑输 2.26、2.98 个百分点。

本月板块的走势与我们在前期周报中的观点基本一致：题材股板块逐渐退色，本月在所有板块中走势最弱；一线股的走势有所加强，基本与行业持平；二线股、三线股则是持续跑赢行业。我们认为行情从题材股往业绩优良、确定性增长的个股转移的趋势不可逆转，随着年报及季报的发布完成，转换的速度有望加快。猪流感疫情可能成为市场炒作的另一个热点，可能减弱一线股、二线股的关注度。

图 2：东海医药指数（风格板块）一周走势



资料来源：东海证券研究所，WIND 资讯

表 2：东海证券医药指数（风格板块）近期表现

指数名称	成分个数	最新点位	5 日涨跌幅[%]	10 日涨跌幅[%]	本月涨跌幅[%]
综合指数	128	2709.38	3.97	1.66	7.58
临床指数	25	4753.95	3.55	1.30	5.32
非临床指数	66	2301.80	4.06	1.53	10.78
题材指数	23	1221.34	-0.57	-0.74	4.60
一线股指数	14	4645.34	3.42	0.81	7.52
二线股指数	54	2754.62	4.95	3.29	7.95
三线股指数	37	2287.00	3.94	-0.32	7.88

资料来源：东海证券研究所，WIND 资讯

q 东海医药投资组合表现

月度投资组合本月大幅跑输行业，主要有三方面的原因：首先，受康缘药业的影响较大，主要为中药注射剂的影响；其次基本药物目录没有如期公布（卫生部表示4月底公布）；其三，个股之间的权重分配不成比例，恒瑞医药、三九医药的市值占比过高。

表 3：东海证券医药投资组合近期表现

股票名称	一周[%]	二周[%]	三周[%]	四周[%]	五周[%]
上证综指	1.78	3.05	5.26	2.90	4.10
东海医药综合指数	1.74	2.52	6.72	3.57	8.56
东海医药投资组合-总市值加权平均	1.78	1.16	3.72	1.44	3.72
东海医药投资组合-算术平均	1.59	0.65	3.59	1.84	4.50
双鹭药业	2.67	-0.33	3.59	0.15	-3.44
益佰制药	1.23	0.66	6.05	10.87	18.43
康缘药业	0.66	-0.72	-0.11	-5.34	-3.03
三九医药	1.10	1.82	4.74	-0.03	5.23
恒瑞医药	2.27	1.80	1.82	3.53	5.29

资料来源：东海证券研究所，WIND 资讯

本周及月度研判

q 基本判断

上周医药股的走势可以说是一枝独秀，在猪流感概念板块的带领下医药板块最终大幅跑赢大势。从目前猪流感的态势发展来看，由于其具备了人与人之间传播的条件，预计最近仍将处于快速扩散阶段，本周建议关注：

- 1) 猪流感纵深受益概念板块（详情见我们发布的猪流感疫情点评）
- 2) 基本药物目录受益的板块及个股，如康缘药业、广州药业、中新药业等可能有较多独家品种进入基本药物目录的中药龙头公司

q 月度投资策略

在上月月报中，我们认为，在季报数据逐渐出台后，市场对企业未来的经营业绩将越来越重视，并逐步回归到以确定性增长和政策确定受益为特点的投资主线，尽管主题投资仍未完全退潮，但目前向确定性投资主线的转移倾向十分明显。

下月的投资策略，维持上月基本观点，建议以业绩增长和新医改确定受益为主线，并把握猪流感的阶段性投资机会。建议关注：

- 1、年报和季报业绩增长比较明确，近期上涨幅度不大或涨幅有所回落的

企业。

2、关注基本药物目录入围企业，特别关注独家品种入围企业。

猪流感的疫情可能超过我们的预期，尽管上市公司中无直接生产抗病毒药物达菲和乐感清的企业，但从非典的经验看，相关的抗病毒药物及流感疫苗生产企业以及病毒诊断试剂生产企业很可能会直接受益，相关的上市公司如：白云山、普洛股份、天坛生物、华兰生物、海王生物、达安基因以及科华生物等。

q 长期投资策略

我们仍然延续一贯的观点，认为医药行业由于具备需求刚性的特点且受益于人口老龄化、城镇化和新医改等因素的影响，至少在十年内将保持稳定、快速增长，其确定性增长和弱周期性的特点，使得其成为不可多得的兼具防御性及成长性的板块。

关于 2009 年医药板块的投资策略，我们建议在新医改大背景下，以确定性增长为标准，从具有研发、营销和规模等核心竞争优势的企业中挖掘新医改受益的投资品种。

q 东海医药投资组合-五月

表 4：东海证券五月投资组合

名称	代码	投资要点
上实医药	600607.SH	· 在上实系重组方案中有可能作为上实集团的医药工业平台； · 待注入的资产有可能比现有的资产规模大； · 现有医药主业平稳增长。 · 09-10 年预计 EPS1.4-0.50 元。
益佰制药	600594.SH	· 具备营销核心能力； · 具备良好成长性； · 具有丰富的投资题材； · 具备较大的升值空间； · 09-10 年预计 EPS0.55-0.72 元。
康缘药业	600557.SH	· 桂枝茯苓胶囊新适应症获批，FDA 认证进入 2 期； · 热毒宁等二线品种快速增长； · 多个独家品种可能进入基本药物目录； · 09-10 年预计 EPS0.70-0.88 元。
华兰生物	002007.SZ	· 血液制品龙头公司，分享行业高景气； · 08 年新增疫苗业务，09 年增长可期； · 生产流感裂解疫苗，猪流感受益。 · 09-10 年预计 EPS1.29-1.75 元。
鱼跃医疗	002223.SH	· 低端医疗器械龙头，医改受益； · 基本面良好，估值合理； · 临床检测仪器，猪流感受益概念。 · 09-10 年预计 EPS0.66-0.85 元。

解禁与减持情况

q 上周大小非减持情况

大宗交易：上周医药板块无大宗交易情况。

公开市场：

1、通化金马（000766）股东中国东方资产管理公司于2008年9月到2009年4月期间，通过集中竞价交易累计减持165.02万股，占公司总股本1.28%，减持后持有公司的股份降低到6.6%，均为无限售条件流通股份。

2、一致药业（000028）股东深圳市宝安区岩镇经济发展总公司于2009年1月21日至4月29日期间，通过集中竞价交易方式减持公司股份289.6487万股，公司总股本的1%，减持后持有公司股份比例降为0.12%。

q 本周大小非解禁情况

表5：本周医药行业大小非解禁时间表

公司代码	公司名称	可流通时间	本期解禁数量（万股）	解禁前已流通数量（万股）	待流通数量（万股）	解禁量占已公司流通股比例	流通股份类型
600420.SH	武汉健民	2009-05-08	1704.2518	13605.6082	30	12.53%	股权分置

定期报告点评及预告

上周公布年报的公司有：海王生物、双鹤药业、S*ST生化、海南海药、*ST生物、羚锐股份、永生数据、ST国药、*ST北生、ST东盛、天目药业、哈药股份。

q 华兰生物（002007）

公司经营业绩：公司2009年一季度实现营业收入1.04亿元，同比增长32.47%；实现利润总额4050万元，同比增长26.92%；实现归属上市公司股东净利润3443万元，同比增长60.87%；基本每股收益0.153元，同比增长61.05%。

公司业绩分析：公司一季度业绩大幅增长，主要原因如下：

- 1、营业收入稳步提升，公司为血液制品龙头公司，预计投浆量的增长有限，收入的增长主要依靠产品价格的提升，收入的增长另一方面来自于新增的疫苗业务的增长。
- 2、期间费用率为23.68%，较去年同期的14.05%增长了9.63个百分点，其中销售费用同比增长了887.85%，主要为公司承办几个大型学术研

讨会所致,管理费用同比增长了 114.25%,主要为疫苗的研发投入增加所致。

- 3、由于通过高新企业认证,实际所得税税率由去年同期的 33.88%降低到 21.36%,显著增厚公司业绩。

公司投资要点

- 1、首先受益于血液制品行业高景气度导致的产品持续供不应求。一方面使得公司的血液制品毛利率处于逐步提升之中;另一方面由于产品供不应求使得营销费用的减少,提升产品的盈利水平。
- 2、其次受益于行业龙头地位。从血浆站的建设情况分析,行业龙头地位使公司在新增设血浆站方面处于有利地位,其采浆量、投浆量的增长都将高于竞争对手。目前,公司武隆浆站已投入使用,重庆地区新建的多个浆站的建设也进展顺利。同时,公司在规模和技术上的优势,使得公司不仅从投浆量还是从血浆的综合利用率方面都处于行业领先地位,使得其等量血浆创造的利润大于行业其他公司。
- 3、90天窗口检疫期将使得09年投浆量较08年增长。受90天窗口检疫期的影响,08年血液制品全行业投浆量降低超过三成左右,2009年的投浆量在2008年较低基数的基础上将有较大的增长显著增厚公司业绩。
- 4、公司的疫苗业务崭露头角,将成为公司业绩增长的另一驱动因素。公司预计2009年将新上市两个疫苗,同时多个疫苗处于报批阶段。

我们的观点:我们认为,在新医改快速推进的大背景下,公司作为我国血液制品领域的龙头企业,在规模、研发和营销等领域均拥有强大的竞争实力,非常值得关注。同时,公司在09年投浆量的大幅度提升和疫苗业务的快速拓展也将有力的提升其经营业绩,我们将继续对公司的未来发展保持密切跟踪。

q 上海莱士 (002252)

公司经营业绩:公司 2009 年一季度实现营业收入 6858 万元,同比减少 21.74%;实现利润总额 2350 万元,同比减少 38.71%;实现归属上市公司股东净利润 1989 万元,同比减少 36.94%;基本每股收益 0.12 元,同比减少 53.85%。

公司业绩分析:公司 2009 年业绩同比出现了较大幅度的下降,主要原因如下

- 1、受 08 年 7 月 1 日开始实行的 90 天窗口检疫期的影响,08 年投浆量下降了 20%,受此影响一方面 09 年一季度可供销售的产品数量减少,从而使得报告期内收入下降了 21.74%。

- 2、另一方面由于投浆量的下降使得产能利用率不足，生产成本增加，产品综合毛利率由去年同期 66.02%下降为 55.69%，下降了 10.33 个百分点。
- 4、公司期间费用率控制良好，整体期间费用率为 20.33%，较去年同期下降了 1.38 个百分点。

公司投资要点

- 1、未来三年血液制品各主要产品仍将延续供不应求的状态。血液制品全行业2006年的投浆量在4600吨左右，供需基本平衡。受制于血浆站改制、国家从严控制血浆站及SFDA自2008年7月1日实行的窗口检疫期制度，预计2008年全行业投浆量在2500吨以下，而血液制品临床需求却在稳步提升，另一方面由于国家从严控制，采浆量不可能大幅增加，血液制品供不应求的局面将继续维持。
- 2、90天窗口检疫期的影响要大于我们的预期，并且影响到了公司09年上半年的业绩，公司08年投浆量下降了20%，并且由于产能利用率及采浆成本的上升，产品综合毛利率下降较多，综合来看09年业绩仍将较08年实现较大幅度的增加。
- 3、公司是我国凝血因子类产品最为齐全的血液制品企业，从国外成熟市场的结构看，凝血因子类产品占据了一半左右的份额，在血液制品短缺解决之后，凝血因子类产品占比将逐步提高，公司将最大程度的受益于产业升级。
- 4、公司品牌优势及出口能力为公司长期发展提供重要保障。在行业景气度高的情况下，这种优势表现不明显，当行业景气度降低的时候公司这方面的优势将平滑业绩的波动。

盈利预测与估值：根据公司1.6亿总股本，我们预测公司09-10年EPS分别为0.85元、1.05元，作为高景气度的血液制品行业龙头公司，给予公司6个月目标股价为30.00元，相对于09年、10年市盈率分别为35.29倍、28.57倍，给予公司“增持”投资评级。

风险提示：

- 1、安全事故导致行业整顿风险。
- 2、血源紧张导致采浆量低于预期。
- 3、采浆成本提高造成毛利率下降。

q 一致药业（000028）

09年1-3月公司业绩平稳增长：公司2009年一季度实现营业收入22.45亿元，同比上升21.57%；实现归属于母公司所有者的净利润4307.02万元，同比上升13.3%；实现每股收益0.15元，比上年同期上升12.88%，每股经营

活动产生的现金流量净额 0.23 元。

业绩增长源于营业收入平稳增长：公司的主营业务经营非常稳健，报告期内整体毛利率水平为 8.24%，基本与去年同期持平。费用方面三项费用率为 5.57%，比去年同期略微降低，主要原因是财务费用控制良好，占营业收入比由去年的 0.66% 下降至 0.36%。在公司的盈利能力保持稳定的前提下，公司业绩的增长主要得益于分销规模的平稳增长，营业收入由去年同期的 18.46 亿元上升至 22.45 亿元，同比增长 21.57%。

致君万庆及东莞一致正式并表，未来有望成新利润点：报告期内，公司收购了苏州万庆药业（现更名为致君万庆）与东莞东风中医院（东莞一致），并对两公司业绩进行了并表。两公司的收购将对公司完善工业产业链及下沉商业网络起到积极的作用，未来有望成为公司新的利润点。

09 年公司工商业齐增长值得期待：新医改的启动将使公司获得快速发展的契机，09 年是公司商业冲百亿的阶段，公司将通过扩大覆盖网络、加强网络下沉及提升整体盈利能力等方式实现这一目标。工业方面，通过收购致君万庆，完成了头孢产品产业链的整合工作，医药工业也有望获得大幅增长。

投资建议：我们预测公司 2009-2010 年 EPS 分别为 0.71 元和 0.80 元，对应的市盈率分别为 20.4 倍和 18.4 倍，给予公司“增持”评级。

q 云南白药（000538）

09 年 1-3 月公司业绩快速增长：公司 2009 年一季度实现营业收入 15.23 亿元，同比上升 34.54%；实现归属于母公司所有者的净利润 1.13 亿元，同比上升 32.96%；实现每股收益 0.21 元，比上年同期上升 20.45%，每股经营活动产生的现金流量净额 0.17 元。

毛利率略降但费用控制良好：报告期内由于公司母公司成本结构出现变化，使得公司的营业成本增速略快于营业收入增速，毛利率水平 23.3%，同比下滑 3.3 个百分点。虽然毛利率略微下滑，但公司的费用控制成效显著，销售费用率及管理费用率分别为 11.6% 及 2.8%，同比分别下降 2.5 及 0.9 个百分点。另外通过资金集中管理及货币资金增加，公司的财务净收益较上年同期增长 480 万元。

公司集传统中药龙头及多元化发展企业于一身：公司白药系列产品的几个主要产品白药胶囊、白药散剂、白药气雾剂、宫血宁胶囊、白药膏、白药创口贴、白药牙膏销售均过亿，且白药胶囊及宫血宁等产品有望进入即将颁布的基本药物目录，未来在新医改背景的支持下，有望实现进一步的增长。此外，公司在维持传统中药龙头的基础上，积极向健康及日化消费品的领域拓展业务，目前以白药牙膏为代表的日化产品取得了非常不俗的业绩，未来成功经验有望

向其他后续产品复制。

我们的观点：我们认为，公司作为我国传统中药领域的老牌龙头企业，在品牌、研发和营销领域均拥有强大的竞争实力，同时公司也处在外部新医改政策扶持及内部成功转型的快速发展时期，值得投资者密切关注。

q 同仁堂（600085）

经营业绩：公司一季度实现营业收入 8.30 亿元，同比增长 6.46%；实现利润总额 1.32 亿元，同比增长 4.84%；实现归属上市公司股东净利润 1.12 亿元，同比增长 19.21%；基本每股收益 0.154 元，同比增长 21.26%。

经营业绩分析：公司一季度继续延续了以往稳健的经营风格，由于所得税的影响净利润实现了较大幅度的增长。

1) 营业收入稳步增长的同时，生产成本得以控制，毛利率提升了 **3.16** 个百分点至 **42.38%**。

2) 期间费用率为 **25.51**，较去年同期提高了 **3.64** 个百分点，吞噬了毛利率上升带来的利润，主要为公司销售变革造成的销售费用的增加所致，销售费用同比增长了 **29.45%**。

3) 由于通过高新技术企业认证，公司的实际所得税率由去年同期的 **25.55%** 降低到 **15.35%**，此因素为一季度业绩上升的主要因素。

投资要点：作为传统中药的龙头公司，在新医改加强对中医药的重视下，公司受益是确定无疑的。首先，普药的总体需求会增加，公司生产的大部分品种属于中药普药的范围；其次受益于中医药在医院市场作用的加强，公司的产品目前大部分通过 **OTC** 渠道销售，这部分的增量值得重视。公司作为国有老字号企业，营销能力有待加强，从一季度的情况看，公司在销售上进行了一定得，销售费用有了较大的提高，投入的效果预计将在二三季度得以体现。

我们的观点：我们认为同仁堂作为我国传统中药的龙头企业，其国药品牌的价值远未得到充分挖掘，在新医改的历史机遇下，如在营销推广和品牌深度拓展等方面能取得突破，依托丰富的产品储备、深厚的文化积累、卓越的产品品质等优势，公司的未来发展是非常值得期待的。从一季度的情况看，公司的经营上仍然延续一贯的稳健风格，随着基本药物目录的公布，公司作为批文众多的传统中药龙头，必将受益，建议投资者密切关注。

q 三九医药（000999）

经营业绩：公司一季度实现营业收入 10.89 亿元，同比增长 17.85%；实现利润总额 2.23 亿元，同比增长 98.68%；实现归属上市公司股东净利润 1.66 亿元，同比增长 101.46%；基本每股收益 0.17 元，同比增长 112.5%。

经营业绩分析：公司一季度业绩实现了大幅的增长，增长的幅度超过我

们的预期:

- 1) 营业收入稳步增长的同时, 由于产品结构的转变及原材料、能源等成本的下降使整体毛利率达到了 **51.97%**, 同比提升了 **6.14** 个百分点。
- 2) 期间费用率控制优良, 销售费用率、管理费用率、财务费用率较去年同期都出现了不同程度的下降, 整体上期间费用率为 **31.54%**, 降低了 **2.93** 个百分点。
- 3) 所得税实际税率同比降低了 **1.07** 个百分点至 **19.38%**。

投资要点: 总结来看, 公司 09 年有如下看点:

- 1) 在华润入主解决高企的财务负担之后, 公司走上了快速发展的轨道, 作为华润的品牌中药制造与销售平台, 公司将集中精力发展医药主业, 公司强大的营销能力与华润强大的股东背景为公司的长期发展提供了强力的保障。
- 2) 股改承诺锁定 09 年业绩。公司股权分置改革方案为每 10 送 3 股, 同时承诺 08 年、09 年 EPS 不低于 0.50 元、0.65 元, 否则将向流通股股东追送 0.3 股, 股改承诺为公司 09 年业绩增长提供坚实的保障。
- 3) 免煎中药的表现值得期待。公司是免煎中药 SFDA 首批批准的 5 家公司之一, 在行业标准制定方面具有较强的话语权, 作为中药创新的重要成果, 在医改重视中医药的背景下, 免煎中药的前景值得期待。

盈利预测与估值: 我们预测公司 09 年、10 年的每股收益为 0.65 元、0.75 元。我们给予公司未来 6 个月 18.4 元的目标价, 对应公司 09 年、10 年的 PE 分别为 28.3 倍和 24.5 倍, 给予“买入”评级。

我们认为, 公司作为我国不可多得优秀医药企业, 作为华润的品牌中药制造与销售平台, 强大的股东背景将使公司在新医改的背景下面临难得的发展机遇。强大的营销能力、卓越的品牌优势、密集的大品种等将使公司的增长更具效率。从公司一季度的增长的情况看, 业绩超出我们的预期, 建议投资者密切关注。

原料药价格波动

表 5: 主要原料药价格走势

产品	历史价格					本月价格		
	200708	200712	200806	200812	20090410	20090417	20090424	本周
VE(50%, 25kg)	57	105	200	200	118-120	110	110	110-115
VC(99%, 25kg)	75	65	135	95	100	95	95	95
VA(50 万 IU/g, 25kg)	95	130	300	140	122-125	115	115	110
VH(2%, 1kg)	88	300	280	135	90	90	90	88
VB2(80%, 25kg)	900	570	140	120	115-120	115-120	115-120	115-120
VB5(98%, 25kg)	180	150	60	58	56	52-56	52-54	52-54

本周的维生素类原料药价格基本稳定，VE、VA 价格停止加速下滑，VC 价格稳定，VB2 与 VB5 价格仍在历史低位运行。

饲料用维生素类原料药的价格依然疲软，未来价格主要依赖于国际饲料需求能否回暖。

VC 价格连续三周稳定在 95 元/kg，由于 VC 需求终端主要是人这一特殊性，VC 价格相对其他维生素类原料药的价格仍算高位，受国际经济危机的冲击较小，我们将密切跟踪 VC 价格的走势情况。

每周关注

q 行业焦点

1、猪流感疫情升至 5 级，接近全球性瘟疫

世界卫生组织 29 日晚在日内瓦宣布，将猪流感警告级别从目前的 4 级提高到 5 级。第 5 级意味着同一类型流感病毒已在同一地区至少两个国家人际间传播，并造成持续性疫情。

截止至 30 日上午 9 时，全球已有 22 个国家发现疑似病历，12 个国家发现确诊病例，其中墨西哥死亡 159 人，美国死亡 1 人。

30 日卫生部办公厅关于印发《人感染猪流感诊疗方案(2009 版)》的通知及《人感染猪流感预防控制技术指南(试行)》的通知，以指导人感染猪流感的诊断治疗和预防控制工作。

点评：如果此次猪流感疫情继续扩散，并在国内造成影响，借鉴 SARS 流行时对医药上市公司的影响，我们认为以下几类公司具有一定的投资价值：

首先仍然是治疗猪流感的特效药物“达菲”的国内制造商及制造“达菲”原料药的上市公司，上海医药（上药集团所属的子公司，未来有注入上海医药或上实医药的可能）和莱茵生物，其中莱茵生物从八角中提取的莽草酸主要面向国外出口，或将最先收益；

其次是诊断试剂、医疗器械等与猪流感诊断相关上市公司，如诊断试剂龙头公司科华生物（科华生物的流感诊断试剂或将很快获批）、达安基因；低端医疗器械鱼跃医疗、实验室及医用消毒设备制造商新华医疗等。

然后是具有抗病毒、增强免疫力及抵抗力效果的中成药、中药饮片甚至相关保健品。受益公司为丽珠集团、白云山（板蓝根，也许大家对 SARS 的最重要印象便是板蓝根的脱销）、广州药业、康缘药业、同仁堂、康美药业等。

2、2008 年我国卫生事业发展统计公报

一、卫生资源

1、卫生机构总数。2008 年末，全国卫生机构总数(不含村卫生室)27.8 万

个,比上年减少 2.0 万个。

2、卫生总费用。预计 2008 年全国卫生总费用达 13216 亿元,人均卫生费用 984 元。

二、医疗服务

1、门诊服务。2008 年,全国医疗机构(不含村卫生室)总诊疗人次达 35.32 亿次,与上年比较,总诊疗人次增加 2.00 亿次。

2、住院服务。2008 年,全国医疗机构入院人数 11483 万人,与上年比较,医疗机构入院人数增加 1656 万人。

三、农村卫生

1、新型农村合作医疗。截止 2008 年底,全国已有 2729 个县(区、市)开展了新型农村合作医疗,参合农民 8.15 亿人,参合率为 91.5%。与上年比较,开展新农合的县(区、市)增加 278 个,参合农民增加 0.89 亿人,参合率上升 5.3 个百分点。

2、农村三级医疗服务网。2008 年底,全国 2003 个县(县级市)共设有县级医院 8874 所、县级妇幼保健机构 1985 所、县级疾病预防控制中心 2259 所、县级卫生监督所 1735 所,上述四类县级卫生机构共有卫生人员 164.2 万人。

2008 年底,全国 3.43 万个乡镇共设 3.91 万个乡镇卫生院,床位 84.7 万张,卫生人员 107.5 万人(其中:卫生技术人员 90.4 万人)。与上年比较,乡镇卫生院减少 796 个(原因是乡镇减少,部分机构合并或转为社区卫生服务中心),床位增加 10.0 万张,卫生人员增加 4.2 万人。

2008 年底,全国 60.1 万个行政村共设 61.3 万个村卫生室。执业(助理)医师 12.0 万人、乡村医生和卫生员 93.8 万人,与上年比较,村卫生室略有减少,乡村医生和卫生员有所增加。

四、社区卫生

1、社区卫生服务体系建设。2008 年底,全国已设立社区卫生服务中心(站) 24260 个,与上年相比,社区卫生服务中心增加 876 个,社区卫生服务站减少 3685 个。

2、社区医疗服务。2008 年,全国社区卫生服务中心提供诊疗人次为 1.7 亿人次,入院人数 103.3 万人,与上年相比,诊疗人次及入院人数增加。

五、病人医药费用

1、门诊和住院病人人均医药费用。2008 年门诊病人人均医药费用 146.5 元,比上年增加 10.4 元,增长 7.6%;住院病人人均医药费用 5463.8 元,比上年增加 490.0 元,增长 9.9%。

六、疾病控制与公共卫生

1、传染病报告发病和死亡。2008 年,全国报告甲、乙类传染病发病 3541163 例,死亡 12433 人。发病数居前 5 位的是病毒性肝炎、肺结核、痢疾、梅毒和麻疹,占报告发病总数的 92.6%;死亡数居前五位的是艾滋病、肺结核、狂犬病、病毒性肝炎和新生儿破伤风,占报告死亡总数的 94.9%。传染病报告发病率为 268.01/10 万,死亡率 0.94/10 万,病死率 0.35%。与上年比较,传染病报告发病率、死亡率和病死率有所下降。

3、国内妇科药市场不断攀高 西药产品销售看好

据 SFDA 南方医药经济研究所数据显示：2006 年，我国妇科炎症用药市场规模为 65.18 亿元，比上一年增长了 12.13%，2007 年又比上一年增长了 13.32%，创下了 73.34 亿元的新高，2008 年预计妇科炎症用药市场规模将达 84.25 亿元，2010 年将突破 100 亿元。2005~2008 年，妇科炎症用药市场每年的增长幅度均在 10%以上，3 年的平均增长率达到 13.34%，妇科炎症用药整个市场处于稳定增长期。

在终端流向上，妇科炎症用药主要分布在医院、社区医疗机构、零售 3 条市场渠道，其中社区诊所、零售市场是主要的销售终端。2007 年，社区诊所及零售终端占据整个妇科炎症用药的 65.31%；而医院市场约占余下的 34.69%。

在样本医院妇科临床用药中，注射剂和大输液占据了很大的比重，因此，也导致了化学药物的比重较大。在 15 个药物中，化学药物有 10 个，分别是奥硝唑、甲硝唑、替硝唑、咪康唑、两性霉素 B、克霉唑、益康唑、硝呋太尔、聚甲酚磺醛、复方莪术油栓剂，其用药金额占据了 90%。而中成药的千金片、保妇康栓、抗宫炎片（颗粒、胶囊）、康妇消炎栓、洁尔阴等 5 个药物的用药金额尚不到 10%。

4、国家食品药品监督管理局发布 2009 年第 1 期国家药品质量公告

为加强药品监管，保障公众用药安全，根据国家药品评价抽验计划，国家食品药品监督管理局近期组织对盐酸二甲双胍片、板蓝根颗粒、麻疹腮腺炎风疹三联减毒活疫苗 3 个品种进行了全国评价抽验。结果显示，总体质量状况良好。

5、美化学品产量或大幅下降

美国化学理事会（ACC）预测，今年美国化学品产量将比 2008 年下降 8.7%（不包括药品在内）。这一数据要比该协会在 2008 年 12 月对行业所作的预测降低不少，当时该协会估计今年的产量仅下降 3.1%。

ACC 首席经济学家 Kevin Swift 说，2008 年美国化学品产量下降了 6.3%，这大约是其在 12 月份所作出的估计数字的两倍。药品也可能步入负增长阶段，虽然其仍然是最为强劲的化学品领域之一。Swift 预测，今年美国药品产量将轻微下降 0.7%，而 2008 年则增长了 0.7%。基础化学品产量受到的打击最大，2009 年预测将下降 12.5%。

q 公司新闻

1、多因素影响一季度业绩 辉瑞下调全年收益预期

辉瑞公司（Pfizer）4 月 28 日公布 2009 年第一季度业绩报告。受到拳头产品销售遇挫、非专利药物竞争以及不利汇率因素的多重影响，本季度辉瑞公司净收益下跌 2%，为 27 亿美元。整体而言，本季度公司销售收入下跌 8%，为 109 亿美元。辉瑞指出，不利汇率因素对公司销售收入的影响约达 5 个百分点。

考虑到收购惠氏公司（Wyeth）相关支出 680 亿美元的摊薄作用，辉瑞公

司下调了 2009 年收益预期，预计全年每股收益将达到 1.20 美元~1.35 美元，之前预期值为 1.34 美元~1.49 美元。与此同时，辉瑞保持全年销售收入预期不变，预计 2009 年公司销售收入将达到 440 亿美元~460 亿美元。

2、强生制药研发中心落户上海

4 月 16 日，强生制药研发中心亚太区总部（下称“亚太研发中心”）正式落户上海，此举让中国一举成为和北美、欧洲并列的强生三大研发中心之一。

研发中心负责人李慧仪博士在接受 CBN 采访时，没有掩饰在中国设立研发中心，主要是出于成本考虑。但她同时强调，成本只是因素之一，中国庞大的病例库和高素质研究人才都是吸引亚太研发中心落户上海的原因。

附注:**东海医药综合指数:**

东海医药综合指数为东海证券医药小组为克服各医药指数在统计上的缺陷而编制的行业指数,根据 A 股中各上市公司的主营收入占比和盈利占比的综合情况,选取主业为医药的股票加入,所有指数的计算基点均为 1000 点,时间为 2004 年 1 月 1 日,采用总市值加权平均的方法,目前共列入 128 只股票,东海医药综合指数的成分股将会根据各上市公司的主业变化而动态调整。我们从三个思路编制指数以更好的反应医药板块内部的变化。

从子行业归属的角度分,东海医药综合指数细分为化学原料药、化学制剂、中药、生物制剂、医药商业、医疗器械、医疗服务等 7 个子板块,并建立相应的指数。

同时根据行业内以销售费用率、医院市场销售比例、是否需要做学术推广等因素,将主要医药工业企业(原料药企业除外)分类为临床板块与非临床板块,并相应的编制东海临床指数与东海非临床指数,以更好的跟踪此两类企业的市场表现。

根据医药行业个股的基本面、市盈率、机构持股比例等将行业内个股分类为一线股、二线股、三线股及题材股等不同板块,应编制东海医药一线股指数、东海医药二线股指数、东海医药三线股指数、东海医药题材指数,从业绩的角度跟踪各不同类股票的市场表现,以供投资者参考。

东海医药临床指数: 销售费用率较高、医院销售为主,需要进行学术推广的医药工业企业,目前共列入 25 只股票。

东海医药非临床指数: 非原料药医药工业企业中销售费用率较低、不以医院销售为主、不需要进行学术推广的医药工业企业,目前公列入 66 只股票。

东海医药一线股指数: 精选基本面良好、市盈率较高、机构持股较高的各细分行业龙头股票,目前共列入 14 只股票。

东海医药二线股指数: 主要跟踪基本面较好、较好的成长性、市盈率适中、机构较为关注的股票,目前共列入 54 只股票。

东海医药三线股指数: 主要跟踪有一定业绩支撑、机构较少关注的股票,目前共列入 37 只股票。

东海医药题材指数: 主要跟踪没有较好的业绩支撑的 ST 类股票及重组、概念炒作类股票,目前共列入 23 只股票。

东海医药投资组合:

东海投资组合为东海证券医药小组推荐的行业内个股的投资组合,每月月初(月度第一周)发布,投资组合月度内(4 周)保持一致,组合的计算方法为总市值加权平均,计算周期为发布投资组合的前一个交易日的收盘价至月度最后一周周五的收盘价。各股票的权重为该股票的市值在投资组合总市值中的占比,与上证综指和东海医药综合指数计算方法一致,以保持评价的客观性(同时公布按照算术平均算法计算的投资组合表现)。每周会跟踪投资组合的市场表现,其中一周为月初荐股到第一周周五收盘的投资收益,二周为月初荐股到第二周周五收盘的投资收益,以此类推,每月最后一周总结本月投资组合的市场表现,以供投资医药行业的投资者参考。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有 13 年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业、双鹭药业、上海医药、复星医药等。

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、*ST 中新、通策医疗等。

张飞: 东海证券医药行业分析师, 西安交通大学药学学士, 北京大学金融信息工程硕士, 主要研究中药、化学制剂及生物制药板块。

重点跟踪公司: 广州药业、三九医药、同仁堂、天坛生物、上海莱士、双鹤药业、上实医药、健康元等。

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 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122