

张明芳
 010-88087423
 zhangmf@cmschina.com.cn

2009年5月25日

医药周报（2009.5.25 ~ 5.29）

板块上涨仍需等待，关注VE需求复苏

日用消费

医药

推荐（维持）

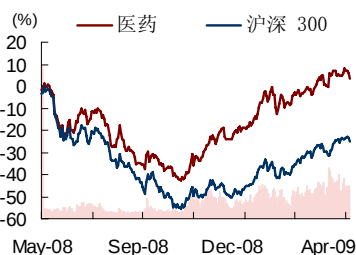
上证指数 2598

行业规模

		占比%
股票家数（只）	123	7.8
总市值（亿元）	4818	2.6
流通市值（亿元）	3218	4.2

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	3.4	60.8	-1.7
相对表现	1.3	18.8	27.4



相关报告

- 1、医药周报(2009.5.18—5.22)—基本药物目录出台一波三折，独家品种将再次被削减 2009/5/18
- 2、国务院通过促进生物产业加快发展的若干政策点评—有利于通化东宝等公司 2009/5/14
- 3、医药周报(09.5.11-5.15)——基本药物目录出台箭在弦上 2009/5/11
- 4、医药行业09年5月月报——2008年和09年1季度业绩回顾，板块面临全面补涨 2009/5/4
- 5、医药周报(09.4.27-4.30)——板块面临补涨 2009/4/27
- 6、医药周报(09.4.20-4.25)——静待基本药物目录和制度出台，观察医改执行力 2009/4/20
- 7、医药行业2009年第二季度投资策略——遵循成长源动力和新医改导向，收集持有五类个股 2009/4/9
- 8、医药周报(09.3.16-3.20)——回归确定性增长，冷静看待新医改4月推升 2009/3/16
- 9、医药行业2009年度投资策略——主流投资机会来自四种盈利增长模式和五大领域 2008/12/4
- 10、新医改推动行业整合，布局产业巨头——医药行业2008年第四季度投资策略 2008/9/17

敬请阅读末页的免责条款

- 板块上涨仍需等待：1、基本药物目录仍在修订中，我们判断一些二线独家品种将被剔除。因这些二线品种销售规模普遍尚未过亿，明显不符合基本药物临床使用量大的遴选规则。我们预期最终公布的基本药物目录中，独家品种不多，其受益有稀缺性和确定性，我们仍看好独家品牌中药天士力（复方丹参滴丸）、云南白药（4个中央型产品白药散剂、胶囊、气雾剂和宫血宁胶囊）和东阿阿胶（复方阿胶浆）进入基本药物目录后的放量增长机遇。2、等待新医改细则公布，区域性商业龙头将明确受益于基本药物直接配送和“一二三级医疗机构统一招标”，我们重点推荐国药股份、一致药业和上海医药。
- 本周重点提示：VE存在趋势性投资机会，近期关注浙江医药，下半年关注新合成和浙江医药。新和成5月22日发布公告称：公司的VA由于定单需求下降和库存较大，将从5月下旬至8月下旬停产。VE由于设备老化将从6月下旬至8月下旬停产检修。
- 根据我们的跟踪：1、日前在西安和成都原料药大会上，VE生产商和经销商库存基本消化完毕，需求定单量已经恢复到08年的70%到80%，目前价格开始恢复性上涨。VE价格08年10月达到250元/公斤高峰值，11月开始下跌，直至5月110元/公斤最低点。2、全球VE定价权主要由DSM掌控，据悉，DSM的VE也将由于设备老化需要停产检修两月，而浙江医药的VE设备较新，预计今年只需停产检修两周。我们判断VE价格上涨趋势基本确立。建议近期关注浙江医药、下半年关注新合成和浙江医药的趋势性投资机会。
- 上周其它重点公告点评：1、华北制药5月20日发布澄清公告和拟以1.66亿元收购新药公司77.84%的收购价格（收购PB 2.98）。我们分析：收购完成后华北制药将持有新药公司97.9%股权，新药公司的免疫抑制剂是我国仅有2家国产免疫抑制剂其中的1家，08年销售规模2亿多元，新药公司原是研发型公司，销售薄弱，09年纳入华北制药后，公司将成立专业销售队伍临床推广，未来增长前景值得看好。请参见我们09年4月3日《华北制药调研报告》。我们重申华北制药集团改制、引入战略投资者、整体上市方向的判断，DSM已以现金参股集团9.7%，后续将继续引入其它战略投资者。2、5月20日上药集团中华制药厂正式宣布恢复法人资格。我们期待6月底之前上药集团和上实集团解决关联交易的资产重组方案出台。
- 新流感疫情：中国至今确诊7例都是输入性病例，WHO仍维持5级，新流感症状与季节性流感接近，治愈率较高。全球仍在严防严控。

一、板块上涨仍需等待

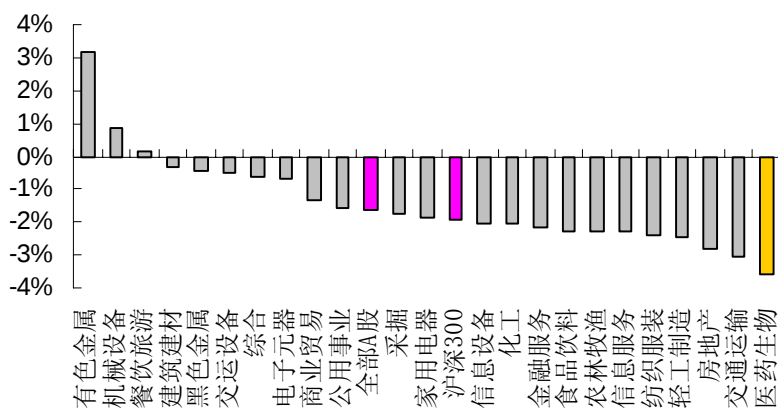
1、基本药物目录仍在修订中，我们判断一些二线独家品种将被剔除。因这些二线品种销售规模普遍尚未过亿，明显不符合基本药物临床使用量大的遴选规则。我们预期最终公布的基本药物目录中，独家品种不多，其受益有稀缺性和确定性，我们仍看好独家品牌中药天士力（复方丹参滴丸）、云南白药（4个中央型产品白药散剂、胶囊、气雾剂和宫血宁胶囊）和东阿阿胶（复方阿胶浆）进入基本药物目录后的放量增长机遇。

2、等待新医改细则公布，区域性商业龙头将明确受益于基本药物直接配送和“一二三级医疗机构统一招标”，我们重点推荐国药股份、一致药业和上海医药。

3、板块当前估值溢价率仍处于低点

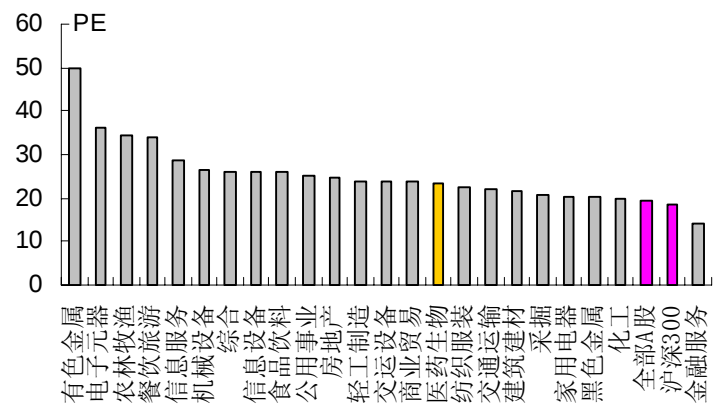
截至09年5月22日，全部A股09年预测PE 19倍，医药生物板块09年预测PE 23倍，板块相对估值溢价率 20%，远低于历史平均 50%溢价率水平。

图 1：上周医药行业相对沪深 300 下跌 1.6%



资料来源：wind，招商证券研究

图 2：上周医药行业 09 年预测 PE 相对沪深 300 溢价 26%



资料来源：wind，招商证券研究

表 1：我们重点覆盖公司业绩预测、估值和投资评级

投资主题	股票代码	收盘价 (09/5/22)	总股本 (亿)	总市值 (亿元)	EPS				PE				投资评级
					08A	09E	2010E	2011E	08A	09E	2010E	2011E	
向上拐点公司													
天药股份	600488	7.53	5.4	41	0.05	0.31	0.57	0.74	151	24	13	10	强烈推荐-A
华北制药	600812	8.4	10.3	86	0.26	0.5	0.8	1.02	32	17	11	8	强烈推荐-A
专科药													
恒瑞医药	600276	31.85	6.2	198	0.68	0.94	1.28	1.67	47	34	25	19	强烈推荐-A
通化东宝	600867	15.99	3.7	59	0.13	0.3	0.5	0.74	123	53	32	22	强烈推荐-A
品牌中药和健康消费品													
康美药业	600518	7.38	15.3	113	0.2	0.32	0.46	0.64	37	23	16	12	强烈推荐-A
东阿阿胶	000423	17.05	5.2	89	0.55	0.61	0.72	0.91	31	28	24	19	强烈推荐-A
云南白药	000538	34.3	5.3	183	0.86	1.12	1.56	1.95	40	31	22	18	强烈推荐-A
疫苗和血液制品													
天坛生物	600161	19.6	4.9	96	0.27	0.45	0.72	1.03	73	44	27	19	强烈推荐-A
华兰生物	002007	26.08	3.6	94	0.85	1.24	1.72	2.37	31	21	15	11	强烈推荐-A
上海莱士	002252	25.78	1.6	41	0.65	0.88	1.15	1.41	40	29	22	18	审慎推荐-A

医药商业

国药股份	600511	30.2	2.4	72	0.81	0.53	0.65	0.8	37	28	23	38	强烈推荐-A
一致药业	000028	18.05	2.9	52	0.54	0.72	0.96	1.31	33	25	19	14	强烈推荐-A
上海医药	600849	11.59	5.7	66	0.14	0.18	0.22	0.26	83	64	53	45	中性-A
复星医药	600196	12.85	12.4	159	0.56	0.63	0.72	0.85	23	20	18	15	中性-A
南京医药	600713	8.38	2.5	21	0.12	0.24	0.26	0.29	70	35	32	29	中性-A

现代中药

天士力	600535	14.86	4.9	73	0.53	0.64	0.9	1.18	28	23	17	13	审慎推荐-A
康缘药业	600557	14.09	2.7	38	0.53	0.7	0.93	1.19	27	20	15	12	审慎推荐-A
三九医药	000999	15.11	9.8	148	0.51	0.68	0.89	1.12	30	22	17	13	审慎推荐-A
千金药业	600479	20.47	1.8	37	0.72	0.83	0.98	1.16	28	25	21	18	审慎推荐-A

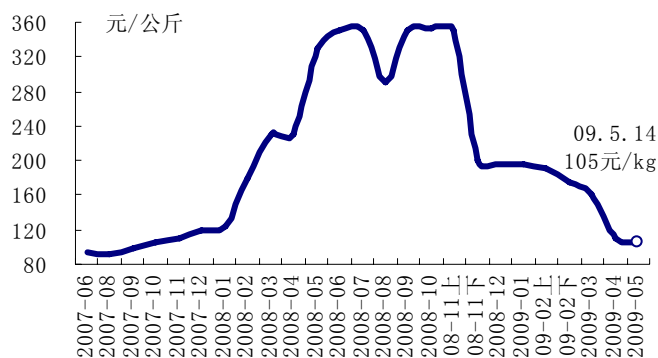
资料来源：招商证券研究，其中：国药股份、东阿阿胶和恒瑞医药 09 年预测 EPS 为除权后

二、VE 存在趋势性投资机会，近期关注浙江医药，下半年关注新合成和浙江医药

新和成 5 月 22 日发布公告称：公司的 VA 由于定单需求下降和库存较大，将从 5 月下旬至 8 月下旬停产。VE 由于设备老化将从 6 月下旬至 8 月下旬停产检修。

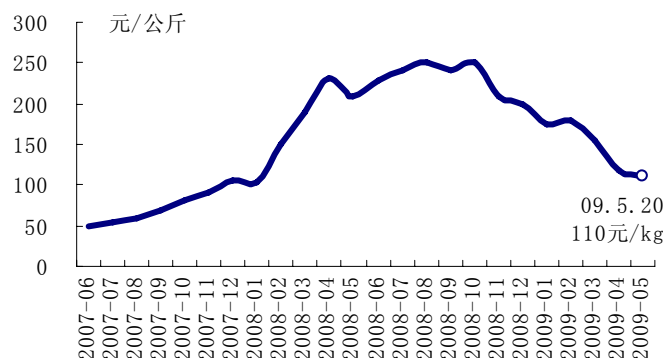
根据我们的跟踪：1、日前在西安和成都原料药大会上，VE 生产商和经销商库存基本消化完毕，需求定单量已经恢复到 08 年的 70%到 80%，目前价格开始恢复性上涨。VE 价格 08 年 10 月达到 250 元/公斤峰值，11 月开始下跌，直至 5 月 110 元/公斤最低点。2、全球 VE 定价权主要由 DSM 掌控，据悉，DSM 的 VE 也将由于设备老化需要停产检修两月，而浙江医药的 VE 设备较新，预计今年只需停产检修两周。我们判断 VE 价格上涨趋势基本确立。建议近期关注浙江医药、下半年关注新合成和浙江医药的趋势性投资机会。

图 3：50 万单位 VA 粉内销价格



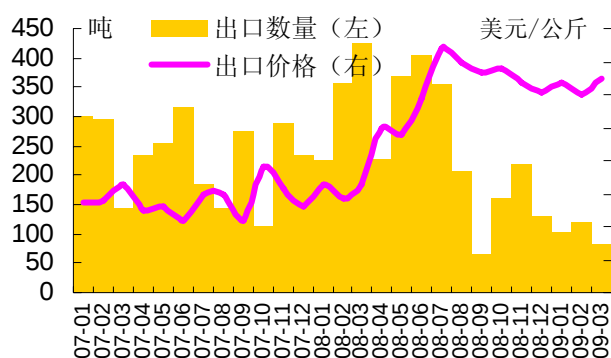
资料来源：招商证券研究

图 4：50%饲料级 VE 粉内销价格



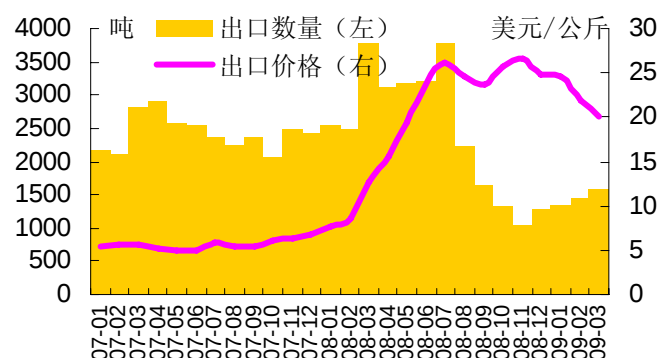
资料来源：招商证券研究

图 5: VA 海关出口价格及数量



资料来源：招商证券研究

图 6: VE 海关出口价格及数量



资料来源：招商证券研究

三、上周其它重点公告点评

1、华北制药 5 月 20 日发布澄清公告和拟以 1.66 亿元收购新药公司 77.84% 的收购价格（收购 PB 2.98）。我们分析：收购完成后华北制药将持有新药公司 97.9% 股权，新药公司的免疫抑制剂是我国仅有 2 家国产免疫抑制剂其中的 1 家，08 年销售规模 2 亿多元，新药公司原是研发型公司，销售薄弱，09 年纳入华北制药后，公司将成立专业销售队伍临床推广，未来增长前景值得看好。请参见我们 09 年 4 月 3 日《华北制药调研报告》。我们重申华北制药集团改制、引入战略投资者、整体上市方向的判断，DSM 已以现金参股集团 9.7%，后续将继续引入其它战略投资者。

2、5 月 20 日上药集团中华制药厂正式宣布恢复法人资格。我们期待 6 月底之前上药集团和上实集团解决关联交易的资产重组方案出台。

四、新流感疫情

中国至今确诊 7 例都是输入性病例，WHO 仍维持 5 级，新流感症状与季节性流感接近，治愈率较高。全球仍在严防严控。

1、我国上周再次确诊 4 例输入性新流感病例，迄今为止共有 7 例病例

上周的 4 例回国输入性新流感病例均在北京发现并确诊，患者正在康复中。由于北美新流感疫情严重，卫生部及各地卫生局已经采取严密防控措施，对归国人员进行检疫和跟踪，并视情况可能提高防控级别，爆发大规模传染的可能性不大。

2、日本成为亚洲最严重疫区

截至 5 月 22 日，全球共有 44 个国家和地区确认甲型 H1N1 流感病例 11168 例，死亡 134 人。其中：美国确认 5764 例为全球最多，死亡 9 人，死亡率仅为 0.16%，死亡率远低于 SARS 和禽流感。墨西哥确认 3892 例，死亡 75 人；加拿大确认 719 例，死亡 1 人；中国及周边国家地区迄今共发现 316 例，无人死亡，其中，日本上周新增感染人数大增，累计确诊 297 人。

从目前情况来看，由于新流感是一种新型流感病毒，人群缺乏免疫力，因此传染性特别强，在墨、美、加、日等地短期内大范围感染。这可能是由于美、日等国政府和媒体对

疫情重视不够，防控措施不及中国所致。美国政府一直拒绝封闭美墨边境，因此造成国内疫情大爆发。媒体方面，纽约时报网站的首页头条甚至都很难找到新流感有关事件，而朝日新闻在日本流感爆发之前，给予新流感的关注也远远不够，BBC 等媒体甚至还指责中国“反应过度”。

但除墨西哥以外，新流感在其他国家引起的死亡病例并不多，美国死亡率大概是 0.16% 左右，远低于 SARS 的 9.5% 和禽流感的 60%，略高于普通季节性流感 0.1% 死亡率。新流感传染性虽然强，但致死率低，可能因为病毒通过并发症致死，而采取适当医疗措施之后，则很容易控制肺炎等并发症的发生。考虑墨西哥的话，全球死亡率在 0.85%，远高于普通季节性流感。墨西哥的较高死亡率，可能是由于它爆发时间最早，在得到医疗救助之前，很多人已经感染并发症。

表2：截至5月22日全球甲型H1N1流感疫情分布情况

日期	全球					墨西哥		美国		加拿大		中国周边国家及港澳台		中国大陆		其他地区	
	确诊人数	新增确诊	死亡人数	新增死亡人数	死亡率	确诊	死亡	确诊	死亡	确诊	死亡	确诊	死亡	确诊	死亡	确诊	死亡
4-24																	
4-25	25																
4-26	38	13				18		20									
4-27	73	35	7		9.59%	26	7	40	0	6	0					1	0
4-28	105	32	7	0	6.67%	26	7	64	0	6	0					9	0
4-29	148	43	8	1	5.41%	26	7	91	1	13	0					18	0
4-30	257	109	8	0	3.11%	97	7	109	1	19	0					32	0
5-01	331	74	10	2	3.02%	156	9	109	1	34	0	0	0			32	0
5-02	615	284	17	7	2.76%	397	16	141	1	34	0	2	0			41	0
5-03	787	172	20	3	2.54%	506	19	160	1	70	0	2	0			49	0
5-04	985	198	26	6	2.64%	590	25	226	1	85	0	2	0			82	0
5-05	1124	139	26	0	2.31%	590	25	286	1	140	0	2	0			106	0
5-06	1516	392	30	4	1.98%	822	29	403	1	165	0	3	0			123	0
5-07	2099	583	44	14	2.10%	1112	42	642	2	201	0	3	0			141	0
5-08	2384	285	44	0	1.85%	1112	42	896	2	214	0	4	0			158	0
5-09	3440	1056	48	4	1.40%	1364	45	1639	2	242	1	7	0			188	0
5-10	4379	939	49	1	1.12%	1626	45	2254	2	280	1	8	0	0	0	211	1
5-11	4694	315	53	4	1.13%	1626	48	2532	3	284	1	8	0	1	0	243	1
5-12	5251	557	61	8	1.16%	2059	56	2600	3	330	1	8	0	1	0	253	1
5-13	5728	477	61	0	1.06%	2059	56	3009	3	358	1	10	0	2	0	290	1
5-14	6497	769	65	4	1.00%	2446	60	3352	3	389	1	11	0	2	0	297	1
5-15	7520	1023	65	0	0.86%	2446	60	4298	3	449	1	11	0	2	0	314	1
5-16	8451	931	72	7	0.85%	2895	66	4714	4	496	1	11	0	2	0	333	1
5-17	8480	29	72	0	0.85%	2895	66	4714	4	496	1	14	0	3	0	358	1
5-18	8829	349	74	2	0.84%	3103	68	4714	4	496	1	135	0	4	0	377	1
5-19	9830	1001	79	5	0.80%	3648	72	5123	5	496	1	170	0	4	0	389	1
5-20	10243	413	80	1	0.78%	3648	72	5469	6	496	1	220	0	5	0	405	1
5-21	11034	791	85	5	0.77%	3892	75	5710	8	719	1	270	0	5	0	438	1
5-22	11168	134	86	1	0.77%	3892	75	5764	9	719	1	309	0	7	0	478	1

资料来源：WHO，招商证券研究

四、美开展药物疗效比较研究

日前，美国国会批准疗效比较研究（Comparative Effectiveness Research, CER）法案，这项法案首次为联邦政府提供了大量资金，对同一种疾病不同治疗方法的疗效展开比较。根据这项法案，研究人员将获得 11 亿美元的资金，对治疗某种病症的药物、医疗器械、手术与其他治疗方法进行比较。

疗效比较研究是奥巴马政府医改政策的内容之一，目的是为了降低医疗费用，采取合理治疗手段。美国医疗费用一直居高不下，但每年有成千上万的资金用于无效或不必要的治疗方法上。弄清各种药物疗效之后，一方面能够避免大量不必要的医疗支出，另一方面也可能将重新审视各种药物的“疗效价格比”，导致一部分高价但不高效的专利药物出局，有利于仿制药的采用。

分析师简介

张明芳，武汉大学生物化学专业硕士，曾在国家食品药品监督管理局直属的中国药品生物制品检定所（NICBP）工作了6年，6年证券从业经验，目前为招商证券医药行业首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。