

王晔

医药行业研究员

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

金银已逝，仅余青铜

——兴业证券 2009 年中期策略会医药专场

2009 年 8 月 11 日

投资要点

- 兴业证券于 2009 年 8 月 7 日举办 2009 年中期策略会。医药专场邀请了哈药集团、荷兰 DSM 公司营养产品部专家进行交流。总体而言，我们认为医药板块大的投资机会还没到来，市场波动阶段，存在一些个股机会，对行业评级维持“中性”。

下半年医药策略

- **医药的基本投资策略：**我们认为，医药板块与市场往往呈现“跷跷板”关系，医药板块往往在牛市中表现平平。目前市场策略继续看多，医药板块缺乏整体性机会，维持“中性”评级。自 2009 年初我们将医药行业投资评级调低至“中性”以来，医药指数已经明显跑输沪深 300，我们认为短期内市场波动，但医药股的投资时点可能还未到来。
- **医药股的投资时钟：**从市场波动周期看，医药板块在熊市后期、牛市初期表现强于大势。原因在于：医药行业确定的成长性，在投资属性上具有防御性特点。我们将医药股的投资时期分成：黄金时期、白银时期、青铜时期。黄金时期是牛市初期，市场复苏时医药股表现强，投资标的是二线医药股，特别是周期性品种；白银期是熊市确立之后，市场下跌，但医药板块抗跌，投资标的是二线医药股；而青铜时期是阶段性的投资机会，出现在市场估值较高，而医药股相对成为估值洼地之后，但投资时间很短，投资标的是低估值品种。
- **医药股的投资分类：**我们认为，医药行业可以按投资属性分成三类，即：投资品属性、消费品属性、想象力属性。投资品属性企业是原料药公司，类似于化工和有色，业绩波动大，有周期性特点；消费品属性企业是成品药公司，特别是一些品牌药企，类似于食品饮料，业绩稳定成长，非周期性；想象力属性企业是一些生物类公司，未来产品市场潜力大，但投资风险也高。
- **不同的市场阶段，对应于不同的医药企业。**在牛市初期，经济复苏，应选择业绩弹性大的周期性品种，如原料药企业；在市场下跌时期，应选择业绩安全边际高的品牌医药企业；在牛市后期，市场进入泡沫化阶段，具有想象力的生物概念股可能是比较好的选择。
- **对溢价率的想法：**我们在 2008 年提出用溢价率判断医药板块的投资时点，目前已经被市场普遍接受。溢价率高，投资价值低；溢价率低，投资价值高。目前溢价率在 9 年均值以下，约 40%（TTM，兴业医药指数与沪深 300 比较）。但溢价率仅仅是投资医药板块的必要条件，历史上曾经有过溢价率低于 10% 的情况。医药板块的投资机会，还是要看投资时钟是否转到它可以投资的时期。
- **近期推荐的医药组合：**我们认为，**维生素组合：**最近一波维生素行情可以延续到 8 月，推荐标的为东北制药、新和成、浙江医药、广济药业。本轮维生素行情的推动因素是下游企业从 4 月份开始进入一个补库存阶段，中间环节推动产品价格上涨。而补库存预计在 8 月-9 月结束，之后维生素品种的价格很难再涨。**低估值品种：**哈药股份，公司业绩优异，估值很低，流动性好，未来还有股改承诺的注入资产，是一线股中最便宜的。**想象力品种：**重庆啤酒，啤酒业务提供了一定的安全边际，治疗性乙肝疫苗未来成功的可能性较大，目前在 II 期临床。

DSM 对维生素行业的交流

- 对 VC 的看法

VC 价格目前稳定，国内 5 大家在上海原料药展会上宣布停产检修，意图是提价。这已经成为近几年常用的一个议价手段，也是国内 VC 企业话语权的反映。提价的另一个目的是提高明年长单价的定价基础。三季度末开始是新的长单签约时间，2009 年的长单从不到 10 美元/kg 签到 12-13 美元/kg，5 大家希望能稳定或

者提高这一价格基础。

国内目前有一些企业在寻求复产，但目前只有河南拓洋在国内有一定的销售，规模很小。其他企业还没有产品销售，预计今年内不会对现有格局产生影响。VC 的投资规模、工艺门槛还是有一定的壁垒，小企业很难去竞争，成本太高。

- 对 VE 的看法

VE 的生产工艺比较复杂，有两个关键中间体，全部的合成步骤一共有 20 多步。目前只有 BASF、DSM、新和成、浙江医药掌握，这四家实际上控制了全球的供应。去年四季度到今年一季度，下游去库存化导致需求减少，也引发价格下跌。二季度开始，经济逐步复苏，下游开始补库存，推动价格上涨。目前 VE 价格有 180 元/kg 的成交，进一步上涨的空间有限。

国内有西南合成宣布复产 VE，但是量据了解不大，不会对现有格局产生影响。

VE 的主要去向是饲料行业，全球畜牧产品生产恢复增长，对 VE 的需求有提升，但从长期看，终端需求的增长速度很慢。

- 对 VA 的看法

VA 与 VE 有一些共用的中间体，两者价格也有一定的比例关系。VE 价格稳定的前提下，VA 的价格不会有大的波动。国内 VA 生产企业除了新合成、浙江医药，还有厦门金达威。新合成在 VA 方面有优势。金达威的产品销售给中牧比较多，由于中牧参股金达威，因此价格上不容易提高。

- 对 VB2 的看法

VB2 价格也已经反弹，之前广济基本上控制了中国出口的大部分，但是 VB2 的工艺门槛不高，很多企业加入竞争，导致产能迅速放大，价格下跌。现在除广济外，宁夏启元、迪赛诺、山东新发都有 VB2。广济在河南孟州建立新厂，成本可以再降低，湖北的老厂可能停产。VB2 的价格再涨的空间很小，因为企业之间还没有提价的默契。

- 对泛酸钙的看法

泛酸钙市场价格还是没有起色，主要原因是鑫富药业与山东新发的竞争。鑫富还在扩产，最终可能有 1 万吨的产能，可以满足全球需求。其他一些小厂也在生产，包括山东华晨等。这一产品近期没有太多的涨价可能。

哈药集团的交流

- 哈药集团的资产包括哈药股份、三精制药两家上市公司，以及生物制药、动物疫苗等。哈药股份、三精制药基本上都是独立在发展。
- 哈药股份的主要资产和业务分别是：哈药总厂、哈药六厂、中药公司、医药公司。总厂和医药公司占收入的比重高，总厂和六厂是利润的主要来源。
- 哈药总厂：以抗生素原料药和制剂为主。产业链长，从青霉素工业盐开始到多个头孢制剂。公司抗生素制剂占比约 80%，原料药占 20%。抗生素制剂的规模在国内位居第一。制剂业务中，普药的销售额比重占 70%，新药占 30%，新药的利润贡献较大。最近几年有一些小头孢品种推出，对业绩影响积极。
- 哈药六厂：公司的 OTC 和保健食品基地。六厂的特点是广告营销能力非常强，过去基本上不做市场推广，都靠广告拉动。现在广告效应减弱，公司也在调整营销策略，逐步加强终端推广。
- 医药公司是黑龙江具有垄断地位的商业企业，公司收入在 30 多亿，覆盖 80% 以上的医院市场。
- 中药公司是在中药二厂、中药三厂、世一堂基础上整合而成。目前发展的重点是中药注射剂，主导产品是丹参、双黄连粉针。增长很快，但是受行业政策影响，新产品还没有获批。
- 集团在哈药股份股改时承诺，股改完成后 30 个月内注入评估后价值 26 亿的资产和现金。目前还没有方案，集团会适时完成股改承诺。
- 国家政策对行业龙头企业有利。现在药品价格定价机制有利于原研、首仿企业，公司作为品牌企业，也有一定机会。甚至于低价普药，也可以有一些价格优势。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。