

医药生物

李昱

0755-82026737

liyu@cjis.cn

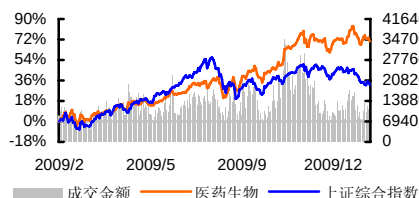
评级调整: 首次

行业基本资料

上市公司家数	138
总市值(亿元)	8335
占A股比例(%)	1.79%
平均市盈率(倍)	97.02

行业表现

(%)	1M	3M	6M
医药生物	-1.19	2.81	23.93
上证综合指数	-10.44	-6.84	-14.27



相关报告

《医药生物-公立医院改革试点近期启动 行业格局渐变》2010-2-4

《医药生物-着重业绩和成长性—医药行业 2月月报》2010-1-29

《医药生物-行业变局, 独特产品和独特盈利模式将获得超常发展——医药行业 2010

医药生物行业

看好

重庆地区调研纪要

国家发改委正在研究制定的成渝经济区规划如果能够顺利出台, 将意味着成渝经济区的建设从政府间合作上升为国家战略。而作为成渝经济区内具有举足轻重地位的重庆直辖市, 必将成为国家重要的经济增长极。继安徽、新疆板块之后, 我们认为重庆板块可能出现新的投资热点。因此, 我们组织投资者对重庆地区的上市公司进行了调研。医药行业的上市公司我们调研了太极集团、西南合成以及重庆啤酒。

投资要点:

- **太极集团。**我们认为对太极集团的投资关键在于重组进展的把握以及资产负债率的降低。公司主业增长平稳, 太罗、曲美、藿香正气液等骨干品种增长超过 20%, 由于利率降低导致财务费用下降, 09 年业绩增长超过 50%, 10 年收入预计增长 20%, 利润水平主要取决于财务费用。公司目前股价具备一定的安全边际, 股价上涨的催化剂在于资产重组的正式启动和土地转让进入实质性操作阶段。
- **西南合成。**西南合成目前是方正集团医药制造业务的上市平台, 未来集团的定位是整个集团医药产业的上市平台。方正旗下医药资产均在北大国际医院集团, 分为医疗事业部与医药事业部, 医疗事业部包括: 北大国际医院、怡健殿健康管理中心、世嘉中医健康管理和方正众邦数字化系统有限公司。医药事业部包括研发平台方正医药研究院, 制造平台西南合成及已并入公司的大新药业、云中药业和上海英泰生物, 制剂分销平台武汉国药、北京凌科尔和重庆方港, 国际业务方正上海拓康。而 VE 等原料药的高景气度将大幅提升公司业绩, 目前公司 VE 月产能约在 200 吨左右。建议在具备安全边际的情况下对公司进行投资。
- **重庆啤酒。**对重庆啤酒的投资将完全建立在其治疗性(合成肽)乙肝疫苗的临床及上市进展上。目前, 二期临床 b 正在进行中, 如果能够重复二期临床 a 的试验结果, 我们对治疗性乙肝疫苗的上市持乐观态度。在结果顺利的情况下, 治疗性乙肝疫苗将于 2014-2015 上市, 目前我国乙肝携带者超过 1.2 亿, 乙肝患者超过 2000 万, 年治疗金额超过 1000 亿, 现有的巨大市场仍能使治疗性乙肝疫苗的上市带来 10-20 年的高额盈利。我们认为, 对重庆啤酒的投资基本上取决于 2 期临床 b 的试验结果, 建议投资者持续跟踪。

股票代码	股票名称	08EPS	09EPS	10EPS	11EPS	08PE	09PE	10PE	11PE	投资评级
600129	太极集团	0.07	0.12	0.17	0.22	204.57	119.33	84.24	65.09	推荐
000788	西南合成	0.06	0.25	0.7	0.73	284.00	68.16	24.34	23.34	无评级
600132	重庆啤酒	0.34	0.36	0.38	0.38	66.12	62.44	59.16	59.16	无评级

一、太极集团

我们认为对太极集团的投资关键在于重组进展的把握以及资产负债率的降低。公司主业增长平稳，09 年业绩增长超过 50%，10 年收入预计增长 20%，利润水平主要取决于财务费用。

1、主营业务情况

主业方面分为三大板块：骨干品种、普药和商业。公司骨干品种包括藿香正气液、急支糖浆、太罗、曲美、紫杉醇等。其中，09 年太罗增长接近 40%，曲美和藿香正气液增长 20%左右，急支糖浆与紫杉醇基本持平，未来太罗仍将维持高速增长，其余品种也会稳定增长。普药品种的增长达到 40%，主要原因是启动了普药的省外代理，未来省外代理将继续推进。商业方面，整体盈利能力一般，但公司遍布川渝的终端网络价值明显，公司的优势主要在零售终端，目前共有桐君阁直营药店 500 余家，加盟店 5000 余家，到 2011 年，计划分别扩充到 1000 家及 10000 家，同时，桐君阁作为区域商业龙头，在川渝拥有较强的配送能力，预计在省级的招标采购中受益。

2、资产整合预期明确

公司与子公司桐君阁、西南药业的资产整合在整个重庆国资整合的背景下受到了自上而下的巨大推动。重庆上市公司利用资本市场并不充分，这一情况我们预计随着黄奇帆担任重庆市长会有明显改变，在 1 月 14 日的重庆市国资会议上，黄奇帆在会上表示要攻坚国有集团整体上市，按照规划，到 2012 年，除少数特殊行业外，所有市属重点国企将全部上市。从时间表考虑，太极系的整合在 10 年应该启动。对于重庆市来说，太极系的最佳处理方式是所有资产整合至太极集团，将桐君阁和西南药业的壳资源出让给其他需要上市的国企。在此情况下，太极集团的主业得到增强，而出让壳资源的收益对其资产负债表有明显改善，公司业绩将大幅上升。

3、财务费用是影响公司业绩的重要因素

目前公司负债 20 亿，08 年财务费用高达 1.8 亿，预计 09 年也在 1.4 亿左右。公司巨额负债的形成主要是因为早期的 GMP 和 GSP 认证投入大量资金，在重庆地区连环担保事发后，公司在负担了大量债务的同时也丧失了融资能力。同时，公司账上无形资产高达 15 亿，每年形成的摊销也造成了对利润的侵蚀。公司目前提出了“双十计划”，即转让价值 10 亿的土地，归还银行贷款 10 亿。公司目前共拥有土地 4592 亩，其中涪陵 3374 亩，重庆 658 亩，成都双流航空港及荷花池火车站附近共 504 亩，浙江等地 56 亩。10 年较为确定的土地转让有两路口黄埔大厦，预计回笼资金 1.2 亿，减少财务费用 600 万以上。成都的土地是考虑转让的重点，按照 500 万/亩的价格，扣除税费后公司获得资金在 12-15 亿，将大幅降低财务费用。如果土地出让降低财务费用 1 亿，公司每股收益将增厚接近 0.3 元，达到 0.5 元左右。公司目前股价具备一定的安全边际，股价上涨的催化剂在于资产重组的正式启动和土地转让进入实质性操作阶段。

二、西南合成

西南合成目前是方正集团医药制造业务的上市平台，未来集团的定位是整个集团医药产业的上市平台。而 VE 等原料药的高景气度将大幅提升其业绩。

1、集团资产整合平台

图 1：北大国际医院集团资产



资料来源：中投证券研究所

方正旗下医药资产均在北大国际医院集团。分为医疗事业部与医药事业部，医疗事业部包括：北大国际医院、怡健殿健康管理中心、世嘉中医健康管理和方正众邦数字化系统有限公司。其中北大国际医院将建成亚洲最大的单体医院，拥有 1800 张床位，于 10 年底试运营，围绕北大国际医院，公司将形成一套包括管理、物流和信息系统的产业链。怡健殿健康管理中心、世嘉中医健康管理均从事面向高端客户的健康管理业务，未来发展潜力很大，可能会采取连锁的经营模式。方正众邦数字化系统有限公司主要为医院提供信息化系统服务。医药事业部分为研发平台、制造平台、医药分销及国际业务。研发平台即方正医药研究院，未来公司将借助方正医药研究院的力量合作进行研发，目前已在合作的项目有一类新药抗肿瘤药物康普瑞汀磷酸二钠及注射剂的临床试验。制造平台主要是西南合成及已并入公司的大新药业，此外还有中成药的云中药业和兽药的上海英泰生物。制剂分销包括武汉国药、北京凌科尔和上市公司下属的重庆方港。国际业务则由公司下属的方正上海拓康负责。

2、原料药景气度高企提升公司业绩

公司目前的主要业务包括 VE，磺胺类原料药，洛伐他汀，妥布霉素等原料药。公司 09 年四季度业绩为 0.12 元，主要的贡献来自于 VE。目前公司的月产能大约在 180 吨-200 吨，核心中间体三甲基氢醌公司目前部分实现自产，部分外购，受规模影响，公司 VE 成本高于新合成及浙江医药。公司磺胺类原料药主要出口欧美及印度，共有 7 个品种通过 FDA 认证，目前出口情况基本稳定，大新药业的酶酚酸、妥布霉素、阿米卡星、硫酸阿米卡星、洛伐他汀均通过 FDA 认证，产能在搬迁后有明显放大。按照目前产品价格情况，我们预计公司 10 年业绩在 0.7-0.8 元。

3、投资建议

公司未来计划加强制剂领域的发展，包括进行并购以及与国外知名企业的合作。在公司新的生产基地中，有一半的面积将用于与国外企业如诺华等的合作。我们认为西南药业的整体经营趋势向好，同时，作为方正集团的医药资产平台预期明确，但资产整合所需时间可能较长，建议在具备安全边际的情况下投资。

三、重庆啤酒

对重庆啤酒的投资将完全建立在其治疗性（合成肽）乙肝疫苗的临床及上市进展上。目前，二期临床 b 正在进行中，如果能够重复二期临床 a 的试验结果，我们对治疗性乙肝疫苗的上市持乐观态度。考虑到潜在的巨大市场，重庆啤酒具备明显的投资价值。

1、治疗性乙肝疫苗治疗乙肝优势明显

治疗性乙肝疫苗实际上是一种合成的多肽 (mimogen)，其原理主要用分子模拟出空间位阻最小的 mimogen，以其较强的免疫原性刺激机体的细胞免疫反应，实现治疗乙肝的效果。目前主流的乙肝治疗药品是干扰素及核苷类药物，干扰素使用的 e 抗原转阴率超过 30%，但副作用明显，且持久应答低下，而核苷类药物虽然能够持久应答，但停药后反弹明显，且转阴率低于干扰素。从治疗性疫苗 2 期临床试验结果来看，从转阴率，停药后反弹及耐药性、毒副作用均优于现有治疗药品。

2、临床进展

公司 2005 年 5 月拿到 2 期临床批件，2006 年在北大附属人民医院及西南医院开始临床试验，2006 年 6 月到 12 月，所有患者注射完成。最后北大附属人民医院完成 18 例，西南医院完成 24 例临床试验，但在原设定的 48 周试验结束时，临床指标并没有明显好转。但在西南医院的持续跟踪下，在注射了治疗性乙肝疫苗的患者中，72 周时，发现有患者乙肝 DNA 拷贝数明显降低，84 周时，有患者 e 抗原转阴，132 周时，出现 DNA 清零的病例。目前，在持续跟踪的 10 个病例中，有半数以上 e 抗原转阴而且没有反弹。因此，在 09 年 3 月，重新设计了临床方案后，进行了 2 期临床 b 试验。2 期临床 b 包括以北大医院为中心的 360 例病例，单独治疗性疫苗给药对照空白，以及以浙江省人民医院为中心的病例，治疗性疫苗+恩替卡韦对照恩替卡韦。2 期临床 b 在 2009 年 3 月启动，预计 2010 年 3-4 月北大医院为中心的临床试验组招募齐 360 例病例，注射 28 周，48 周后预计于 2011 年 11 月揭盲。如果试验效果理想，我们预计将于 2012 年年中开始进行 3 期临床，2013-2014 年 3 期临床试验结果出台。治疗性乙肝疫苗有望于 2014-2015 年获得新药证书并上市。

3、市场潜力较大，建议持续跟踪

在一切结果顺利的情况下，治疗性乙肝疫苗将于 2014-2015 上市，目前我国乙肝携带者超过 1.2 亿，乙肝患者超过 2000 万，年治疗金额超过 1000 亿，虽然随着预防性乙肝疫苗的普及，新增乙肝患者将逐渐下降，但现有的巨大市场仍能使治疗性乙肝疫苗的上市带来 10-20 年的高额盈利。我们认为，对重庆啤酒的投资基本上取决于 2 期临床 b 的试验结果，在 2010 年下半年，最早的试验病例预期将出现免疫学指标的明显变化，2011 年底，2 期临床 b 将揭盲，试验结果将极大的消除治疗性乙肝疫苗上市的不确定性，建议投资者持续跟踪。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李昱, 中投证券研究所医药行业分析师, 理学硕士。2008 年度卖方分析师水晶球奖"医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

主要研究覆盖生物医药、传统中药、医疗器械: 云南白药、三九医药、康美药业、通化东宝、天坛生物、科华生物、达安基因、万东医疗等

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434