

医药行业 6 月份投资策略

报告要点

■ 5 月份医药板块再度跑赢大盘

5 月份，医药板块下跌 2%，沪深 300 指数下跌 8.15%，医药板块再度跑赢大盘。本月，医药板块经历两次深度回调，整体市盈率水平在 37.8 倍左右。

■ 发改委将采取四项措施降低虚高药价

发改委表示今后将采取四项措施加强药品价格管理，加大对流通环节恶意加价、牟取暴利行为的打击力度，进一步降低虚高药品价格。卫生部也要求进一步改革和完善药品集中采购制度，大力推进国家基本药物制度落实，严格规范诊疗服务行为，严肃查处商业贿赂案件，配合价格主管部门做好相关工作，控制医药费用不合理增长。

■ 生物产业发展“十二五”规划将于 6 月上报国务院

由国家发改委牵头制定的生物产业发展“十二五”规划将于 6 月上报国务院。该方案若获通过，将使生物制药产业的振兴计划纳入国家“十二五”规划，成为经济转型和产业结构调整中的核心新兴产业之一。

■ 6 月份医药股投资宜谨慎

从 2008 年的情况看，在大盘持续下跌中，医药指数在大盘下跌的初期和末期都明显强于大盘，但中段有和大盘同步的补跌走势。我们认为：医药股相对于大盘的差距难以进一步扩大，投资者宜在医药板块一定程度调整后再次介入。

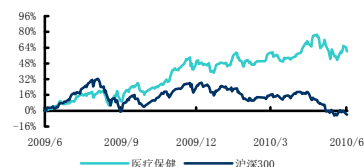
■ 6 月份医药股组合

我们继续看好同仁堂，因集团在业务层面进行整合，中药中医化的同仁堂模式浮出水面，12 个月目标价 32 元；看好天士力在中药西医化方向的探索，12 个月目标价 38 元；看好仁和药业，其资产整合值得关注。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
000650	仁和药业	推荐
600085	同仁堂	推荐
600535	天士力	推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

相关研究

《医药行业：2010 年 5 月份投资策略》2010-5-6

《医药行业：2010 年 2 季度投资策略》2010-4-9

《医药行业：并购需要强大的核心》2010-3-16

分析师：

叶颂涛

yest@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490200010013

严鹏

(8621) 68751065

yanpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号：

联系人：

刘舒畅

(8621) 68751070

liusc@cjsc.com.cn

正文目录

医药板块的市场表现.....	4
原料药价格走势分析.....	5
2010 年 1-4 月医药产业走势分析	8
政策及重点事件回顾.....	9
发改委针对虚高药价将采取四项措施	9
卫生部采取多项措施控制医药费用不合理增长	9
生物产业发展规划 6 月将上报国务院.....	10
6 月份投资策略	10
前期策略回顾	10
6 月份投资组合	11
重点公司介绍	12

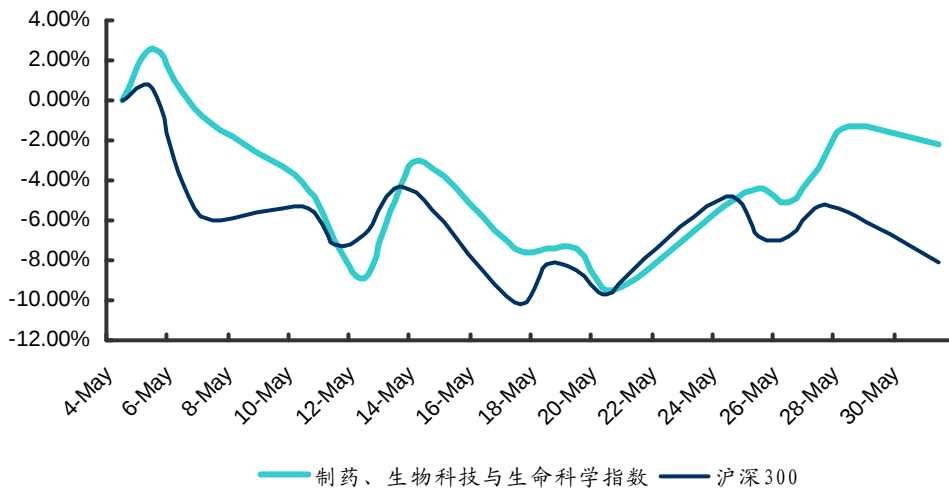
图表目录

图 1: 5 月份医药板块再度跑赢大盘	4
图 2: 各板块估值比较	4
图 3: 5 月份医药板块涨幅前 10 位	5
图 4: 5 月份医药板块跌幅前 10 位	5
图 5: 2006-2010 年 VA 价格走势	6
图 6: 2005-2010 年核黄素价格走势	6
图 7: 2006-2010 年 VC 价格走势	7
图 8: 2006-2010 年 VE（饲料级）价格走势	7
图 9: 2006-2010 年泛酸钙价格走势	8
图 10: 医药板块和大盘的走势比较	11
图 11: 医药指数相对于沪深 300 指数的强度	11
表 1: 2010 年 1-4 月医药产业经济走势（单位：亿元）	8
表 2: 2008 年 8 月以来的药价相关政策	9
表 3: 2010 年 6 月份推荐的医药组合	12

医药板块的市场表现

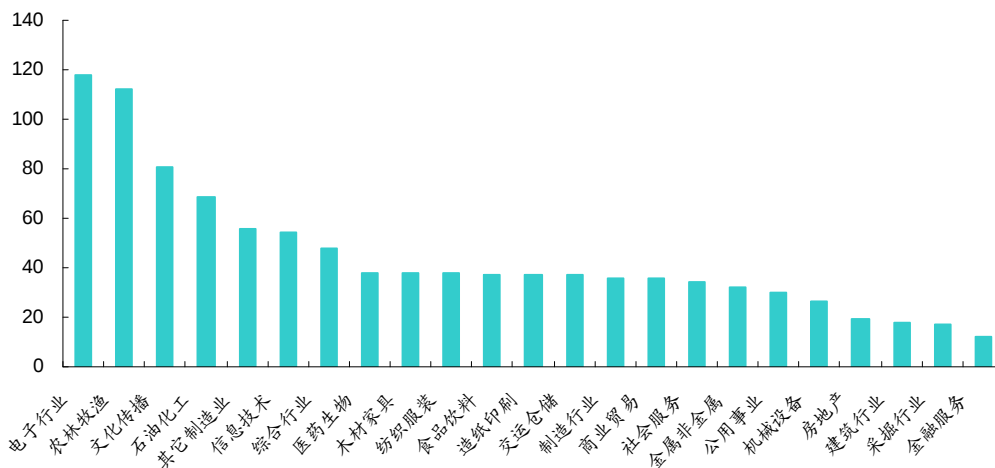
5 月份，医药板块下跌 2%，沪深 300 指数下跌 8.15%，医药板块再度跑赢大盘。本月，医药板块经历两次深度回调，整体估值水平为 37.8 倍。

图 1：5 月份医药板块再度跑赢大盘



资料来源：Wind，长江证券研究部

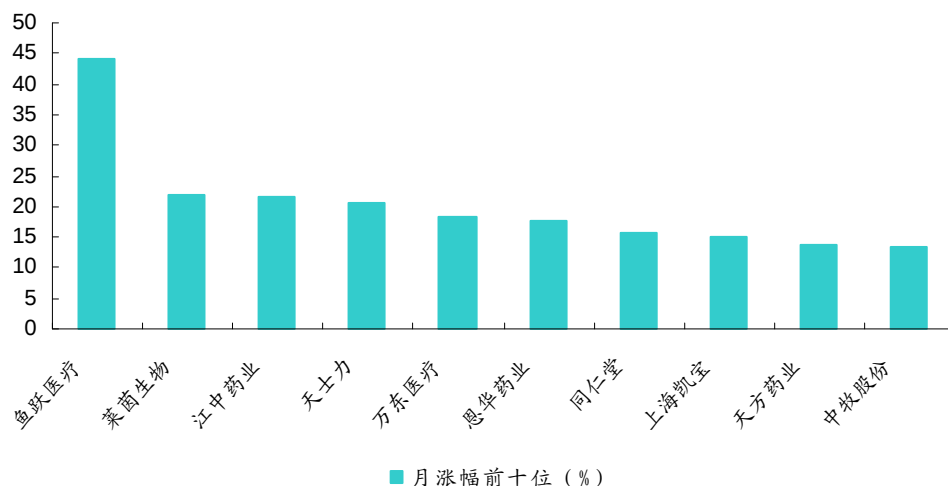
图 2：各板块估值比较



资料来源：Wind，长江证券研究部

5 月份，鱼跃医疗、莱茵生物和江中药业涨幅居前，涨幅分别为 44.2%、21.8% 和 21.5%。鱼跃医疗是从事康复护理系列和医用供氧系列医疗器械产品的生产和销售，有 5 个产品市场占有率全国第一，1 个产品的市场占有率全国第二，2010 年每 10 股转增 6 股派现金 1 元。公司非公开发行 1000 万股已获中国证监会批准，募集资金将投向“医用分子筛制氧机系列技术改造项目”、“轮椅车技术改造项目”、“医用压缩机（泵）产业化项目”、“研发中心技术改造项目”等四个项目。

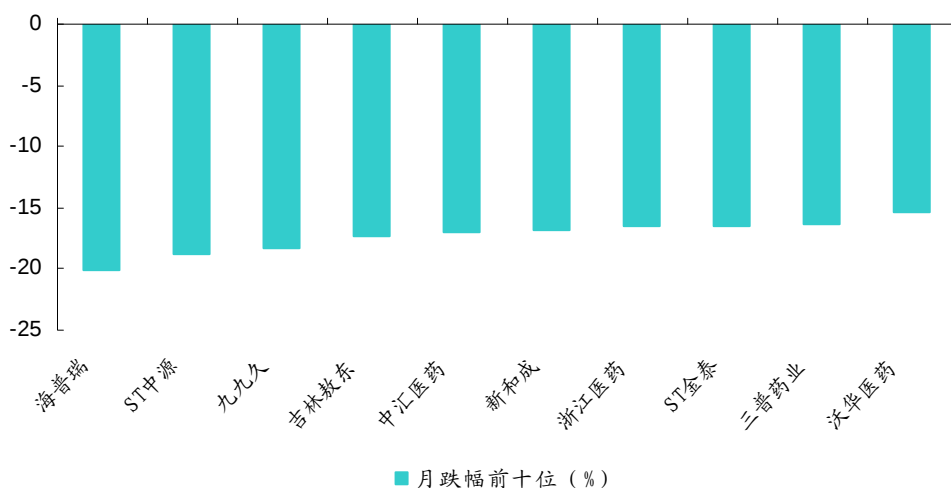
图 3：5 月份医药板块涨幅前 10 位



资料来源：Wind，长江证券研究部

5 月份，海普瑞、ST 中源和九九久跌幅居前，跌幅分别为 20.0%、18.8%和 18.3%。其中，海普瑞和九九久分别是 5 月 6 日、5 月 25 日在深圳中小板上市的新股。海普瑞是从事肝素钠原料药研究、生产及销售的医药企业，是我国最大的肝素钠原料药生产企业，目前肝素钠原料药的产销量居全球第一，首次公开发行 4010 万股。九九久主要精细化工产品、医药中间体、农药中间体的生产研发和化肥生产的企业，首次公开发行 2180 万股。

图 4：5 月份医药板块跌幅前 10 位



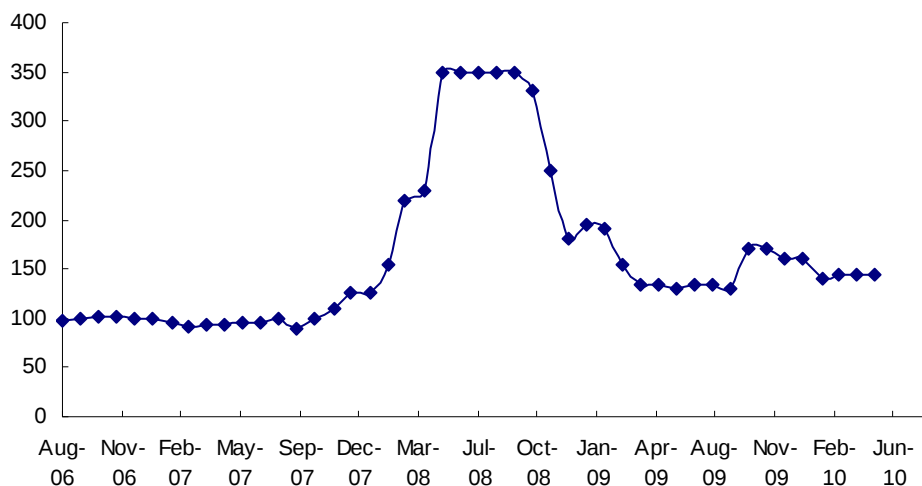
资料来源：Wind，长江证券研究部

原料药价格走势分析

2010 年 5 月 VB2 小幅提价，VE 仍在高位

5 月份，维生素 A 价格维持在 145 元/kg，下游需求若能持续改善，VA 或将维持较长时间的高景气度。

图 5：2006-2010 年 VA 价格走势

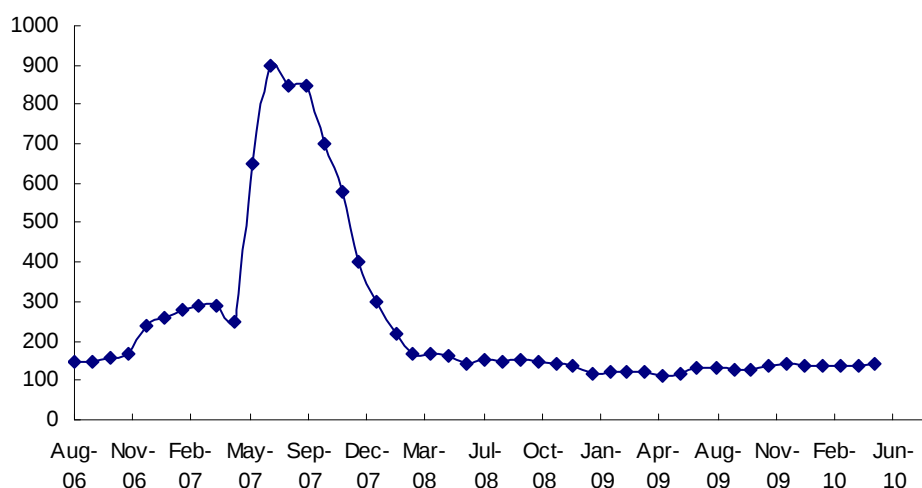


资料来源：健康网，长江证券研究部

5 月 10 日 BASF 宣布在全球范围内提高食品级和饲料级维生素 B2 的价格 10%左右，将在 8 月份进行例行检修，期间仍能满足市场供应；5 月 12 日，核黄素龙头广济药业宣布将饲料级核黄素报价上调 8~12%。

我们认为 BASF 提价公告显示出其暂时没有退出核黄素生产的意愿，提价的主要原因是原材料价格上涨；广济药业的跟随性提价并不意味着行业整体涨价趋势的形成，在行业整体需求较弱，供过于求的背景下，预计核黄素行业短期不会走出低谷。然而，成本不断上涨，行业盈利能力较差，客观上核黄素价格存在上涨动力。

图 6：2005-2010 年核黄素价格走势

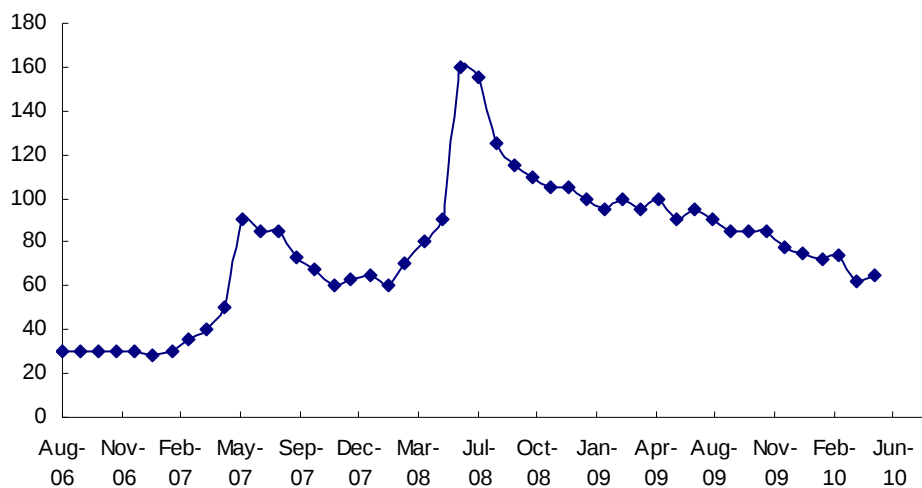


资料来源：健康网，长江证券研究部

维生素 C 价格为 65 元/kg,同比下滑约 35%, VC 出口价格一季度为 8.72 美元/kg, 同比下降 15%, 部分厂家扩产，一些地方和企业违规新建 VC 产能是 VC 行业维持了长达 3 年景

气周期之后，价格大幅下滑的主要原因。

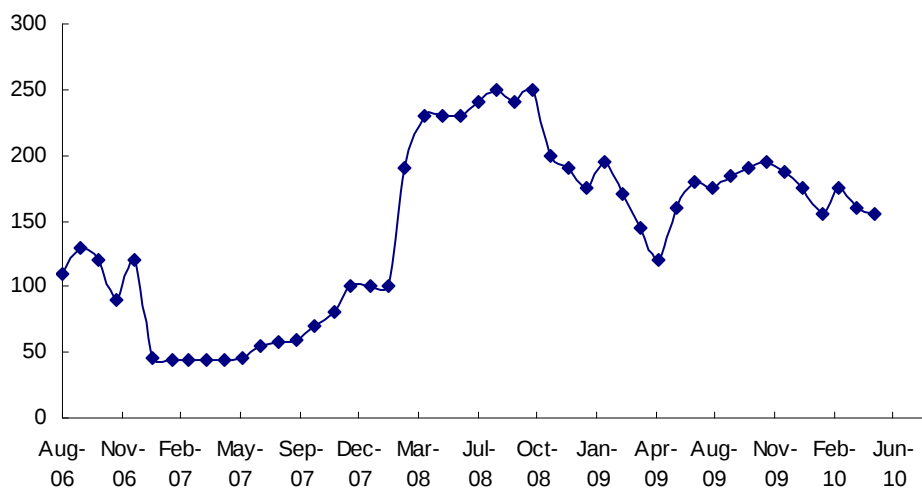
图 7：2006-2010 年 VC 价格走势



资料来源：健康网，长江证券研究部

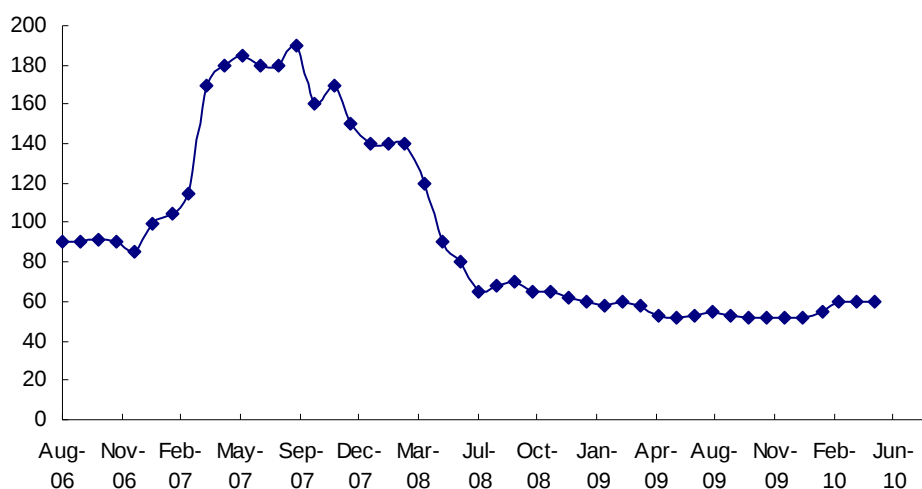
5月27日，BASF宣布上调饲料级VE价格0.8欧元/kg。BASF、DSM两大巨头一直主导着全球VE价格，此次提价再次显示了BASF强大的定价权。5月份，国内维生素价格为155元/kg，依然保持在高位震荡，处在景气周期高点。

图 8：2006-2010 年 VE（饲料级）价格走势



资料来源：健康网，长江证券研究部

5月份，泛酸钙价格维持在60元/kg左右，仍处在行业周期的底部，客观上价格存在上涨预期，然而行业能否真正走出低谷，取决于鑫富和新发两大巨头的竞争策略是否发生变化。

图 9：2006-2010 年泛酸钙价格走势


资料来源：健康网，长江证券研究部

2010 年 1-4 月医药产业走势分析

2010 年 1-4 月医药制造业保持比较快速增长，累计实现总产值 3405.28 亿元，同比增长 26.7%，其中中成药、生物生化制品表现较好，高于行业平均增速。

表 1：2010 年 1-4 月医药产业经济走势（单位：亿元）

指标	类别	4 月	同期增长 (%)	1-4 月	累计增长 (%)
总产值	医药制造业	945.88	24.17	3,405.28	26.70
	其中：化学药品制造	483.83	20.22	1,759.14	22.06
	中成药制造	208.38	22.97	743.89	27.00
	生物、生化制品的制造	99.23	31.13	355.78	39.51
	医疗设备及器械制造	93.59	25.65	323.94	24.76
新产品产值	医药制造业	127.54	31.32	467.00	30.62
	其中：化学药品制造	78.52	26.30	291.32	28.42
	中成药制造	26.57	42.49	90.35	32.48
	生物、生化制品的制造	11.25	30.15	45.40	46.37
	医疗设备及器械制造	12.85	9.14	44.23	7.82
工业销售产值	医药制造业	898.01	25.52	3,214.62	25.83
	其中：化学药品制造	460.03	22.68	1,665.03	21.54
	中成药制造	193.15	22.47	691.44	26.35
	生物、生化制品的制造	95.85	32.93	334.02	36.19
	医疗设备及器械制造	90.42	28.88	313.40	25.31
出口交货产值	医药制造业	79.75	24.94	289.12	29.51

其中：化学药品 制造	53.10	25.12	190.51	28.80
中成药制造	3.49	33.76	15.96	36.95
生物、生化制品 的制造	12.14	21.43	43.29	34.65
医疗设备及器 械制造	26.88	23.94	97.49	25.58
医药制造业		13.41		15.86
化学药品制造		11.54		13.64
中成药制造		12.25		15.92
增加值（%） 生物、生化制品 的制造		16.85		21.29
医疗设备及器 械制造		16.18		16.13

资料来源：健康网

政策及重点事件回顾

发改委针对虚高药价将采取四项措施

国家发改委 5 月 25 日针对药品价格表态，今后将采取四项措施，加强药品价格管理，加大对流通环节恶意加价、牟取暴利行为的打击力度，进一步降低虚高药品价格。四项措施包括：对属于企业自主定价的药品，加强市场购销价格调查；对政府指导价药品加强成本审核；建立基本药物动态调整机制；研究改进药品价格管理方法。

卫生部采取多项措施控制医药费用不合理增长

卫生部近日召开专题会议，研究部署工作任务。会议要求进一步改革和完善药品集中采购制度，大力推进国家基本药物制度落实，严格规范诊疗服务行为，严肃查处商业贿赂案件，配合价格主管部门做好相关工作，控制医药费用不合理增长。

表 2：2008 年 8 月以来的药价相关政策

时间	内容
2008 年 8 月	发改委指导首批定点生产非处方药品最高零售价
2009 年 3 月	发改委启动医保药品成本和销售价摸底调查
2009 年 8 月	《国家基本药物制度实施意见》、《国家基本药物目录（基层医疗卫生机构配备使用部分）》（2009 版）公布
2009 年 10 月	发改委公布国家基本药物的零售指导价格
2009 年 11 月	国家发展和改革委员会、卫生部和人力资源社会保障部联合发布《改革药品和医疗服务价格形成机制的意见》
2009 年 11 月	《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》公布
2010 年 1 月	公立医院改革试点方案原则通过
2010 年 3 月	国家发展改革委重新调整《国家发展改革委定价药品目录》

2010 年 4 月

发改委针对虚高药价将采取四项措施

资料来源：长江证券研究部

生物产业发展规划 6 月将上报国务院

全国政协人口资源环境委员会副主任江泽慧日前透露，由国家发改委牵头制定的生物产业发展“十二五”规划将于 6 月上报国务院。该方案若获通过，将使生物制药产业的振兴计划纳入国家“十二五”规划，成为经济转型和产业结构调整中的核心新兴产业之一。该方案中，相关企业将获得配套法规和政策支持，包括税收优惠和引导社会资金投入等措施。相关政策的出台将使国内生物制药产业的发展迈向一个新的台阶。

之前普遍预期该方案 8 月才会上报国务院审批，上报时间提前，表明了国家对于该方案的重视和振兴生物产业的决心，对生物医药板块属于长期利好。

6 月份投资策略

前期策略回顾

在 3 月份的医药行业投资策略里我们曾提到：权重股短期内大幅下挫的可能性并不大，这预示着 3 月份医药股要取得明显超额收益并不容易。

在 2 季度策略里我们又提到：中国央行对于流动性及通胀的忧虑有所升温，意味着指数在权重股拉动下大幅上涨的可能性减小。在此判断下，我们认为医药板块在二季度再次存在超越指数的投资机会。

在 5 月份策略里我们指出：大盘 5 月份仍可能处于较弱状态，但医药板块同权重股的走势至少在一段时期不会相差太大，因为估值因素是市场不得不考虑的。

以上判断中，3 月份和 2 季度策略得到市场印证，但因欧债危机爆发，大盘 5 月份表现之弱超出了预期，因此医药板块再次明显跑赢了大盘，我们的判断未得到印证。

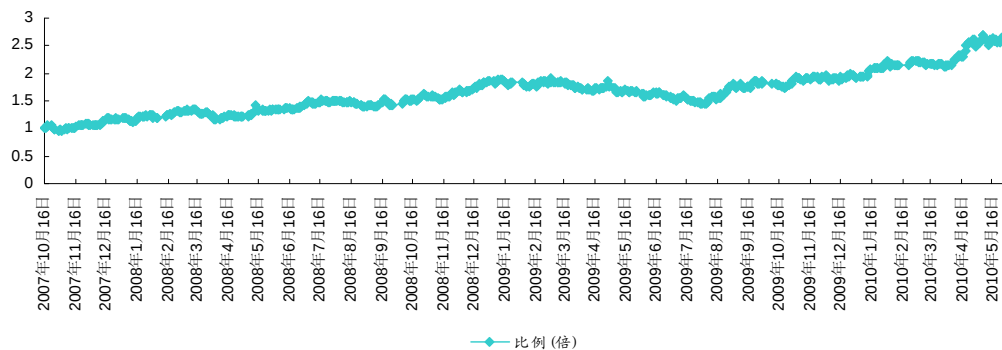
从 2008 年的情况看，在大盘持续下跌中，医药指数在大盘下跌的初期和末期都明显强于大盘，但中段有和大盘同步的补跌走势。我们认为：医药股相对于大盘的差距难以进一步扩大，投资者宜在医药板块一定程度调整后再介入。

图 10：医药板块和大盘的走势比较



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 11：医药指数相对于沪深 300 指数的强度



资料来源：Wind，长江证券研究部

6 月份投资组合

我们提出的 2010 年投资策略是：

对于长期组合来讲，依旧可以超配被相对低估的优质企业，如同仁堂、天士力、江中药业、仁和药业（此类选择还有东阿阿胶、片仔癀、华东医药、马应龙等），还有优质次新股如爱尔眼科、信立泰、乐普医疗；但对持有期在一年内的组合，则可标配医药股，并重点选择原料药企业如鑫富药业、天药股份和上下游产业链完整的大型普药企业如新华制药、鲁抗医药；其它类型，如并购重组可突破估值限制，同样值得关注；而改善型企业也有可能带来较大投资机会，如武汉健民、羚锐制药、华神集团、九芝堂、西南合成等。

具体到 6 月份，我们提出如下低弹性的投资组合。

表 3：2010 年 6 月份推荐的医药组合

组合类别	投资标的
价值低估类	同仁堂、天士力
并购整合类	仁和药业

资料来源：长江证券研究部

重点公司介绍

同仁堂：中药中医化，星火可燎原

1、中药行业的竞争格局主要由西药促成

西药对中药行业的影响远大于中药企业的相互影响。西药凭借文化和“科学”的强大能量，对中药从理论到市场都构成压力，迫使中药行业形成了保健化、西医化和中医化三分天下的竞争格局。

2、不可复制的同仁堂模式浮出水面

同仁堂模式就是“纯正文化、纯正产品、医药不分家、厂店一体化”，这是同仁堂集团在西医主导和利益主导的市场化进程中，为保存同仁堂文化和中药的纯正性，反复摸索而来的。该模式其它任何企业无法复制，是中药中医化的重要模式。

3、集团从“分进”到“合击”的转折已现

同仁堂集团的发展史，也是同仁堂品牌与资本市场结合、与各类合资方结合的历史。相关各方都对同仁堂品牌蛋糕做大贡献了力量。但集团规模的扩大已显示出“分进”的弊端。自 2009 年以来，集团开始强调“合击”，我们认为转折已现。

4、上市公司迎来上升期

上市公司是同仁堂集团不可分割的最重要组成部分，随着集团开始清理资产、整合资源，上市公司的地位和经营状况正在不断改善。我们预测同仁堂 2010 年、2011 年 EPS 分别为 0.69 元、0.79 元，按 2011 年 40 倍动态市盈率计，维持 12 个月目标价为 32 元。

天士力：中药西医化的先行者

天士力的特别之处在于，该公司是有强烈意识同传统中药企业实现差异化经营的中药企业：一是对海外市场有较强追求，不但争取使复方丹参滴丸以药品身份进入非规范市场，还以 FDA 认证的方式争取以药品身份进入规范市场，且计划将这项工作延伸到更多的产品；二是从理论上提出了“组份中药”的概念，并建立了大型中药组份库；三是着力建立现代化的中药产业链，从药材种植源头开始抓标准化、流程化、精益化。我们认为，这些特征足以将天士力和其它中药现代化企业区分开来。尽管在初期会给公司带来成本费用上的压力，但一旦成功，就将形成强大的竞争壁垒。我们维持公司 2010 年、2011 年的 EPS 预测分别为 0.85 元、1.01 元，维持“推荐”评级。并维持其 12 个月目标价为 38 元。

行业重点上市公司估值指标与评级变化

长江行业	证券代码	公司简称	股价（元）	EPS（元）			P/E（X）			评级	
				09A	10 E	11E	09A	10 E	11E	上次	本次
中药	600085	同仁堂	28.49	0.55	0.68	0.79	52	42	36	推荐	推荐
中药	600436	片仔癀	41.87	0.93	1.09	1.23	45	38	34	谨慎推荐	谨慎推荐
中药	000423	东阿阿胶	36.26	0.60	0.86	1.08	60	42	34	推荐	推荐
中药	000538	云南白药	67.25	1.13	1.46	1.81	59	46	37	谨慎推荐	谨慎推荐
中药	600993	马应龙	38.06	1.09	1.07	1.35	35	36	28	推荐	推荐
中药	600535	天士力	32.59	0.65	0.85	1.01	50	39	32	推荐	推荐
中药	000999	华润三九	28.44	0.72	0.87	1.03	39	33	28	谨慎推荐	谨慎推荐
中药	600351	亚宝药业	9.81	0.20	0.27	0.33	48	36	29	推荐	推荐
中药	600750	江中药业	36.01	0.68	0.82	1.04	53	44	34	推荐	推荐
中药	600976	武汉健民	13.72	0.32	0.45	0.57	50	35	28	推荐	推荐
化学制剂	000963	华东医药	26.70	0.87	0.8	1.02	30	33	26	推荐	推荐
化学制剂	600276	恒瑞医药	44.80	1.07	1.05	1.3	41	42	34	推荐	推荐
化学制剂	002004	华邦制药	50.93	0.97	1.26	1.53	57	44	36	推荐	推荐
化学制剂	000650	仁和药业	25.80	0.59	0.81	0.98	45	33	27	推荐	推荐

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

叶颂涛，中南财经大学计统系毕业，研究领域为医药行业。

严鹏，华中科技大学财务管理硕士/生物技术学士，研究领域为医药行业。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。