

投资评级:

投资评级

上次评级

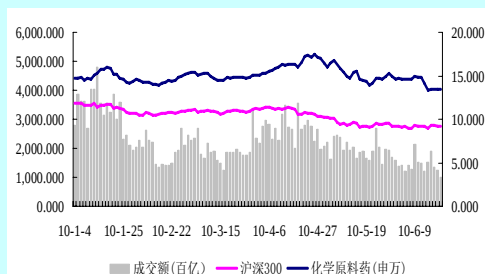
增持

首次评级

基础数据:

医药行业指数	3224.72
6 个月涨跌幅	2.42%
上证综合指数	2566.75
沪深 300 指数	2757.50

行业相对市场表现:



相关研究:

医药行业研究小组

联系人

郑一宁 8621-68761616-8519

zhengyn@tebon.com.cn

上海市福山路 500 号城建国际中心
26 楼 200122

德邦证券有限责任公司

<http://www.tebon.com.cn>

原料药板块机会尚存，个股选择成为关键

报告摘要:

原料药板块上半年好于大盘弱于行业：原料药板块从相对收益来看上半年表现跑赢大盘 13.43%，从绝对收益来看为-9.45%，弱于整个医药板块和其他子行业的表现。

全球药品市场环境的高速增长是原料药板块存在表现机会的前提：国际药品市场规模的增长和增长重心的转移，给中国药品行业包括原料药行业带来增长空间，其年均增长速度达 19.3%。

仿制药的增长推动原料药行业进入快车道是原料药板块存在表现机会的基础：全球仿药增长导致的直接后果为原料药需求市场放大。全球对整个原料药需求将以年均 8.2% 速度增长，其中通用名原料药增长速度将超过品牌原料药或创新原料药。通用名原料药预计将以年均 10.9% 的速度增长，中国恰为通用名原料药生产大国。

原料药企业经济状况回暖是原料药板块存在表现的动力：今年前五个月，原料药行业利润总额累计同比增加 50.43%，远高于行业平均水平。

有机遇也有风险：原料药企业，尤其是大宗原料药企业依赖国际出口，因此国际经济环境和人民币升值压力对原料药企业的盈利预期带来影响。

从投资策略上看应该把握以下两条线索:

1. 行业集中度的提高让更多的资源流入细分行业的龙头企业，该类企业未来业绩增长有保障；
2. 有研发能力的企业进入创新原料药或延伸产业链进入制剂行业，可获得更多的溢价和收益。

看好：浙江医药，新和成，华海药业和海正药业。

目 录

1. 回眸 — 医药板块跑赢大盘	1
1.1 医药板块整体走势回顾	1
1.2 医药子板块走势回顾	2
1.3 化学原料药板块的表现	2
2. 分析 — 化学原料药板块还存在机会	4
2.1 国内化学原料药企业盈利能力增加	4
2.2 化学原料药市场环境整体向好	5
2.3 中国原料药企业面临的挑战	7
3. 策略 — 关注行业龙头和创新企业	8
3.1 我国化学原料药生产概况	8
3.2 上市公司推荐	9

图表目录

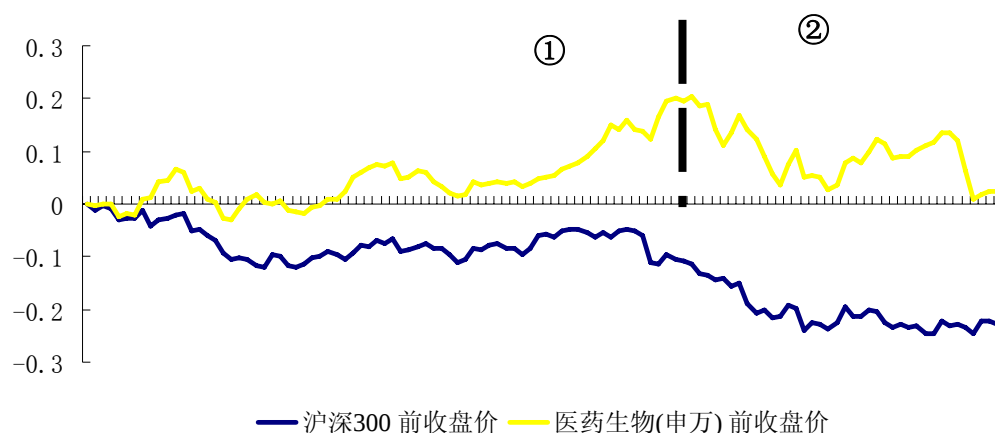
图 1 2010 上半年沪深 300 和医药生物板块走势	错误！未定义书签。
图 2 2010 上半年医药生物各子板块涨幅区间比较	2
图 3 2010 上半年化学原料药子板块和医药生物板块走势对比	3
图 4 化学原料药企业和其他子行业企业销售利润率比较	错误！未定义书签。
图 5 化学原料药企业主营业务收入变化趋势	错误！未定义书签。
图 6 生物医药企业主营业务收入累计同比变化趋势	5
图 7 生物医药企业利润累计同比变化趋势	5
图 8 2006-2015（f）非专利药市场容量概况	7
图 9 2008-2010 维生素 C 出口量/OECD 趋势变化情况	7
图 10 化学原料药企业生存状态概况	8
图 11 维生素产品价格变化	10
图 12 抗生素产品价格变化	13
表 1 2008-2013 新兴市场销售额复合增长率	6
表 2 推荐股票盈利预测和投资建议	16

1. 回眸---医药板块跑赢大盘

1.1 医药板块整体走势回顾

今年上半年整个大盘一直处于弱市状态，相对大盘的颓势，医药板块较好地表现了其防御性特征，整体走势一直好于大盘。从医药生物（申万）板块的走势图中看，可以把今年上半年医药板块的趋势分为两个阶段。第一个阶段是从今年年初至四月中旬末（2010/04/20），医药板块（申万）处于上升趋势，从 3719.45 升至 4465.57。第二阶段是从四月下旬至节前，医药板块整体回落，从 4480.64 回落至 3828.57。我们认为若无特殊情况出现，在接下来的时间里，医药板块将步入震荡整理阶段。之所以作出如下判断的依据在于：首先，医药板块进入 2010 年以来，整体业绩向好，因此医药板块的上涨有业绩支撑；其次相对于大盘而言，医药板块的估值过高，风险加大，因此短期有风险释放的要求；再次，大盘经过一轮下跌，一些板块的估值较低，投资价值已经显现，部分资金将从流入低估值的板块寻找新的投资机会；还有，一些政策的出台对于医药行业有一定的冲击，但这些政策从长期来看有利于医药行业集中度的提高和市场秩序的规范，市场经过一段时间消化，不应该成为阻碍医药行业向好的障碍。基于以上判断，我们认为医药板块将在一段时期内进入下跌整理的市场行情，用时间换取空间。

图 1 2010 上半年沪深 300 和医药生物板块走势

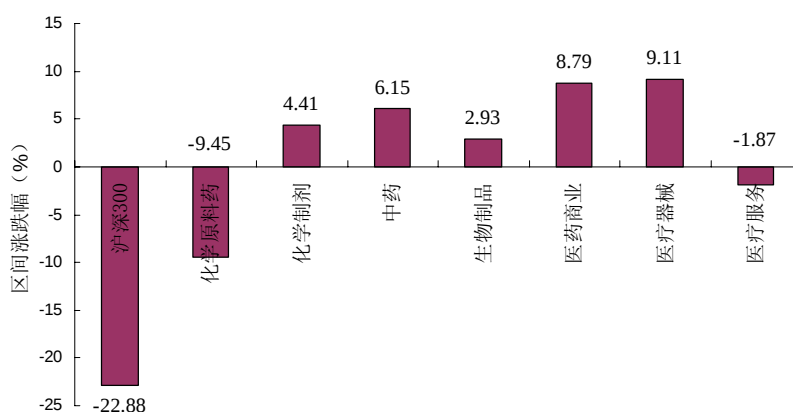


数据来源：Wind资讯，德邦证券

1.2 医药子板块走势回顾

从医药板块各子板块走势来看，今年上半年各个子板块均有不同幅度的增长。其中，医疗器械子行业的涨幅区间最大，达9.11%，和沪深300相比，跑赢大盘31.99%，化学原料药板块的涨幅区间最小为-9.45%，和沪深300相比，只跑赢大盘13.43%。

图 2 2010 上半年医药生物各子板块涨幅区间比较

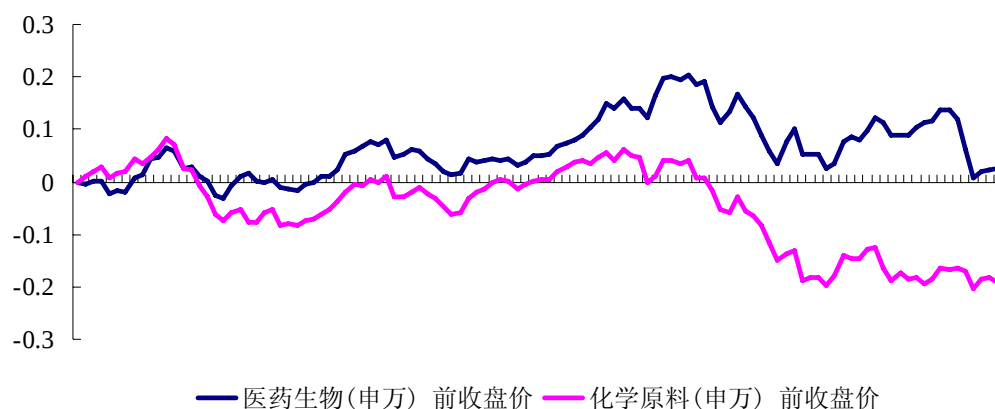


数据来源：Wind资讯，德邦证券

1.3 化学原料药板块的表现

从下图可以看出，今年上半年化学原料药子板块的表现一直弱于整个医药板块的表现，从中原因众多。我国的化学原料药行业多从事的是低端原料药的生产，和其他子行业相比，销售利润率较低，业绩波动较大，在二级市场上表现不如其他子行业坚挺。

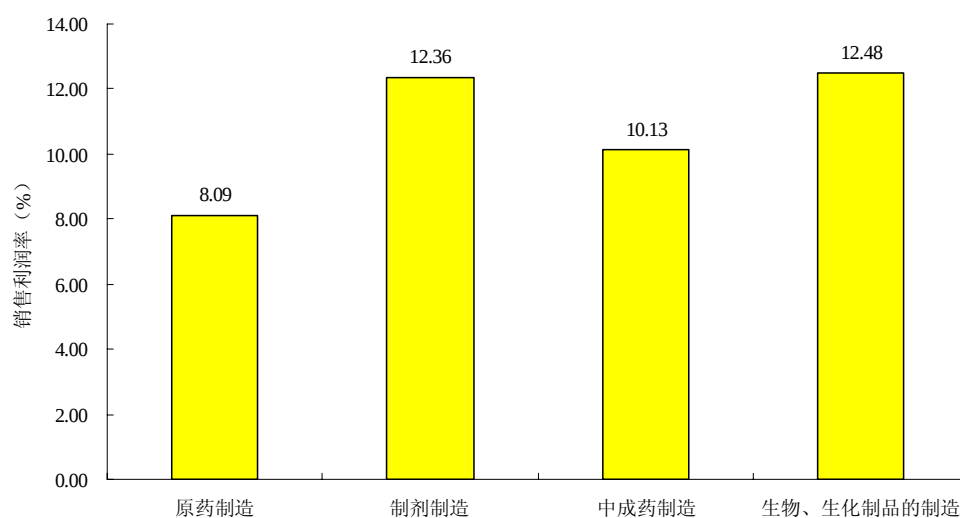
图 3 2010 上半年化学原料药子板块和医药生物板块走势对比



数据来源：Wind资讯，德邦证券

以2010年2月份数据为例，化学原料药企业的销售毛利率为8.09%，低于其他子行业的销售利润率。

图 4 化学原料药企业和其他子行业企业销售利润率比较



数据来源：Wind资讯，德邦证券

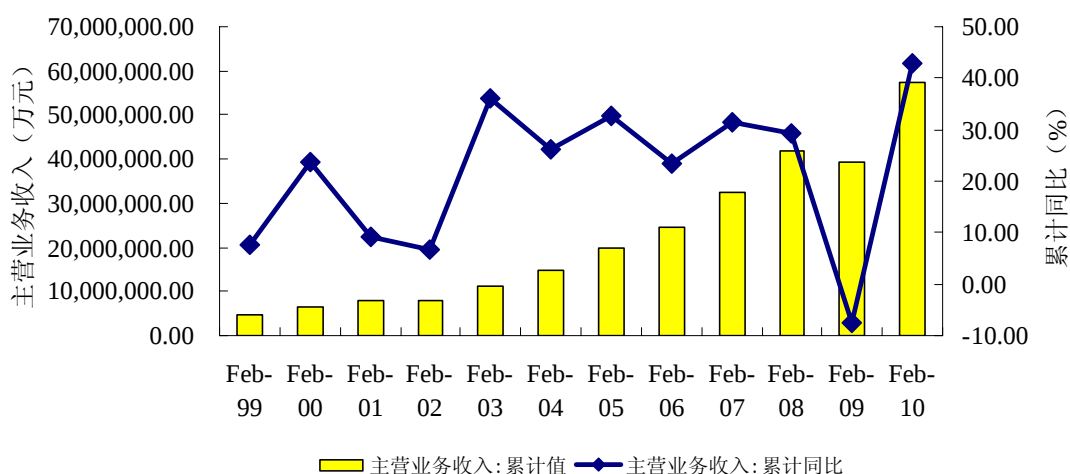
2. 分析---化学原料药板块还存在机会

2.1 国内化学原料药企业盈利能力增加

首先，经过多年的发展，化学原料药企业已经在世界有一席之地。目前世界上有五个原料药生产区域，分别为西欧、北美、日本、中国和印度。我国作为化学原料药的生产大国，目前已经能生产化学原料药 1500 种，年产量 42 万吨，其中 50% 供出口，年平均出口额达 22 亿美元，位居世界第二，仅次于美国。

其次，化学原料药企业的盈利能力也在逐年增强。对比相关历史数据，我国原料药企业的主营业务收入呈增长趋势。

图 5 化学原料药企业主营业务收入变化趋势



数据来源：Wind 资讯，德邦证券

和其他子行业相比，化学原料药行业自进入 2009 年以来和其他子行业相比，表现十分强劲。不管主营业务收入累计同比还是利润累计同比都有较大增长，增长幅度超过其他子行业。复苏情况明显。

图 6 生物医药企业主营业务收入累计同比变化趋势

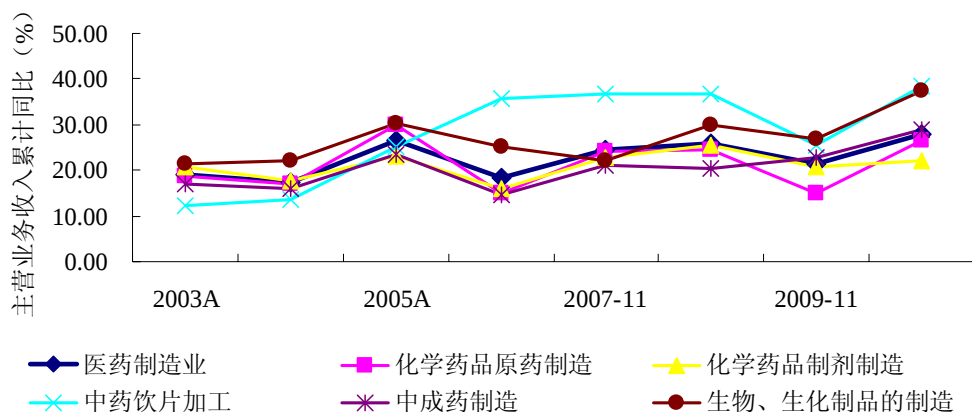
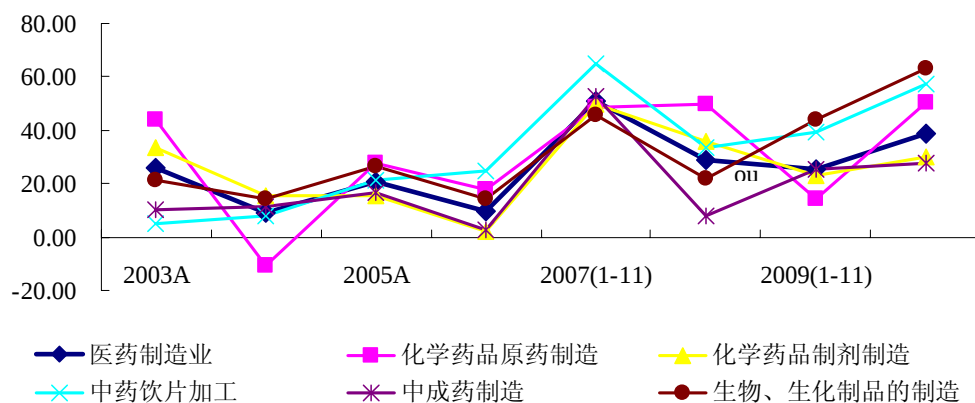


图 7 生物医药企业利润累计同比变化趋势



数据来源: Wind资讯, 德邦证券

2.2 化学原料药市场环境整体向好

化学原料药的生产已步入成熟期。化学原料药行业市场规模由1996年的近100亿美元扩展到2003年的136亿美元, 每年以7%左右的幅度递增, 而国外药品制剂生产商所需的化学原料药及中间体60%通过外购或合同生产。根据意大利的化学制药通用名药物协会(CPA)发表的一份报告, 2008年, 全球原料药市场的价值为910亿美元, 因此, 原料药行业的市场前景不可低估。

IMS Health预测截止2013年, 世界七个新兴药品市场(中国, 俄罗斯, 印度, 土耳其, 巴西, 韩国, 墨西哥)的销售额将达到1550-1850亿美元, 其中, 中国市场销售额为650-750亿美元。2008-2015五年里, 中国的年复合增长率为20-25%, 位于新

兴市场榜首。因此，中国原料药企业正处于医药市场蓬勃发展期，具有良好的发展机遇。

表 1 2008-2013 新兴市场销售额复合增长率

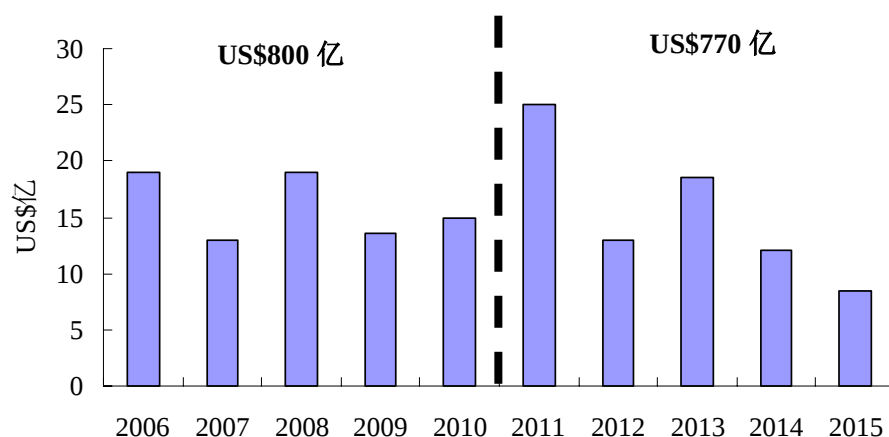
区域	年复合增长率	排名
中国	20%-25%	1
俄罗斯	14%-17%	2
印度	11%-14%	3
土耳其	11%-14%	3
巴西	7%-10%	4
韩国	7%-10%	4
墨西哥	4%-7%	5
新兴市场整体增长	13%-16%	

数据来源：IMS Health，德邦证券

其次，专利药的到期，为仿制化学原料药占主导的中国提供了发展机会。2011-2015年，将有770亿美元的品牌药品会受到仿制药的冲击。在2008-2010年和2011-2013年将分别出现仿制药增长的两段平稳期。

另外，未来几年，中国、印度、拉美和中东欧对仿制原料药的需求都将以14%以上的年均复合增长率增长。中国的许多原料药品种在国际市场占有较高的市场份额，规模优势明显，短期内其它国家无法替代。非专利药的快速发展是中国原料药生产企业的主要驱动力量。

图 8 2006-2015 (f) 非专利药市场容量概况



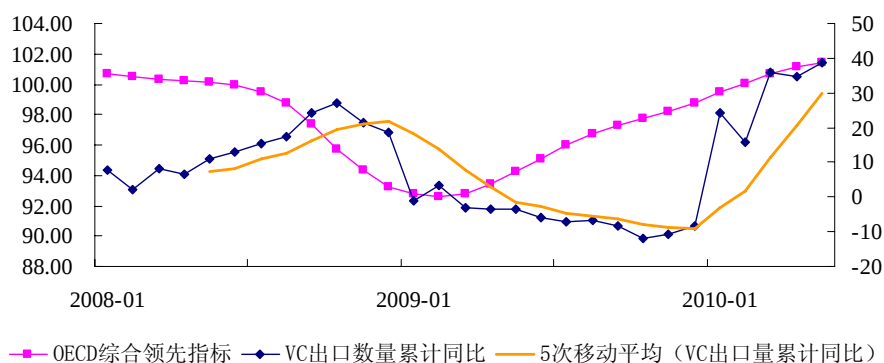
数据来源: 德邦证券

另外, 国家欲出台的《药品价格管理办法》, 短期来看对于化学原料药是个利空, 但从长期来看, 对于原料药行业的整合, 落后产能的淘汰具有积极作用。

2.3 中国原料药企业面临的挑战

首先, 我国原料药生产还处于整个产业的低端, 技术含量不高。作为大宗原料药出口大国来说, 国际经济环境周期性影响和汇率的变化对原料药企业影响较大。比较我国原料药主要出口品种VC出口量累计同比情况和OECD综合领先指标具有类似的变化趋势, 对其进行移动平滑后, 该趋势更为明显。从节奏上看, 原料药企业对经济变化的感知具有滞后性, 受到国际经济环境的控制。

图 9 2008-2010 维生素 C 出口量/OECD 趋势变动情况

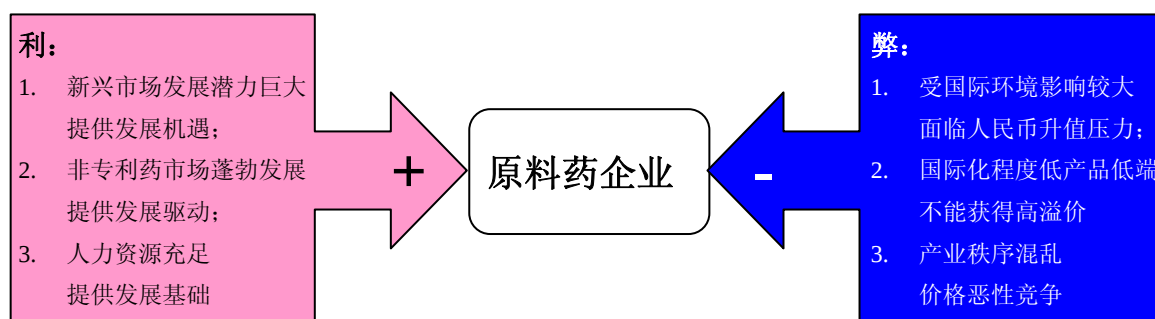


数据来源: Wind资讯, 德邦证券

其次，我国原料药企业的国际化进程还相对缓慢，有些企业生产的原料药不能直接进入国际规范市场，只能服务于本地市场。截止2009年9月12日，中国原料药获得欧洲EDQM认证的COS证书数量为206个，截止2010年1月12日，我国在美国FDA登记的原料药DMF文件数量达到了674个，而印度制药企业几乎所有畅销的品种都已申请了DMF文件。

再次，我国原料药生产企业技术水平较低，高水平的特色原料药生产厂家较少。拥有定价权的VC和青霉素盐都是以化工产品的形式进入国际市场，处于产业链的低端。并且，该类企业在我国竞争处于无序状态，低水平的重复生产造成价格的恶性竞争。

图 10 化学原料药企业生存状态概况



3. 策略 —— 关注行业龙头和创新企业

3.1 我国化学原料药生产概况

上市公司是我国原料药生产的主力军。将已上市的化学原料药企业根据生产的产品不同分为两类，一类是大宗原料药生产厂商，一类为特色原料药生产厂商。

由于市场竞争的结果，大宗原料药的生产已经集中在少数几家大型制药公司中。如青霉素及衍生产品90%以上的产量集中在华北制药、哈药集团、鲁抗医药、石家庄制药（该公司未在A股上市，石家庄制药集团的控股子公司—中国制药在港股上市）4家公司手上；98%的VC产量集中在东北制药、石家庄制药、华北制药和江山制药（还未上市）4家公司上；VE的生产巨头则为浙江医药和新合成；而新华制药则是我国最大的解热镇痛类原料药生产企业。

在特色原料药方面，某些生产工艺要求较高、难度较大的小品种，生产集中度也

很高，如抗肿瘤抗生素基本上由海正药业独家生产，心血管类ACE抑制剂的生产华海药业有足够的竞争优势，糖皮质激素的市场份额也基本上由天药股份、浙江仙琚和上海华联（上药集团所属企业，上海医药资产）3家公司所瓜分。现在这些上市公司已各自形成了具有规模和成本、技术优势的大型原料药生产集团。

3.2 上市公司推荐

对于原料药行业，我们认为，原料药自09年下半年，整个行业还是复苏，从中长期看有很好的投资机会。同时，预计今年我国CPI在3%左右，而原料药行业的效益与CPI、PPI都存在着正相关性。在进行重点公司选取时，主要立足以下几点：

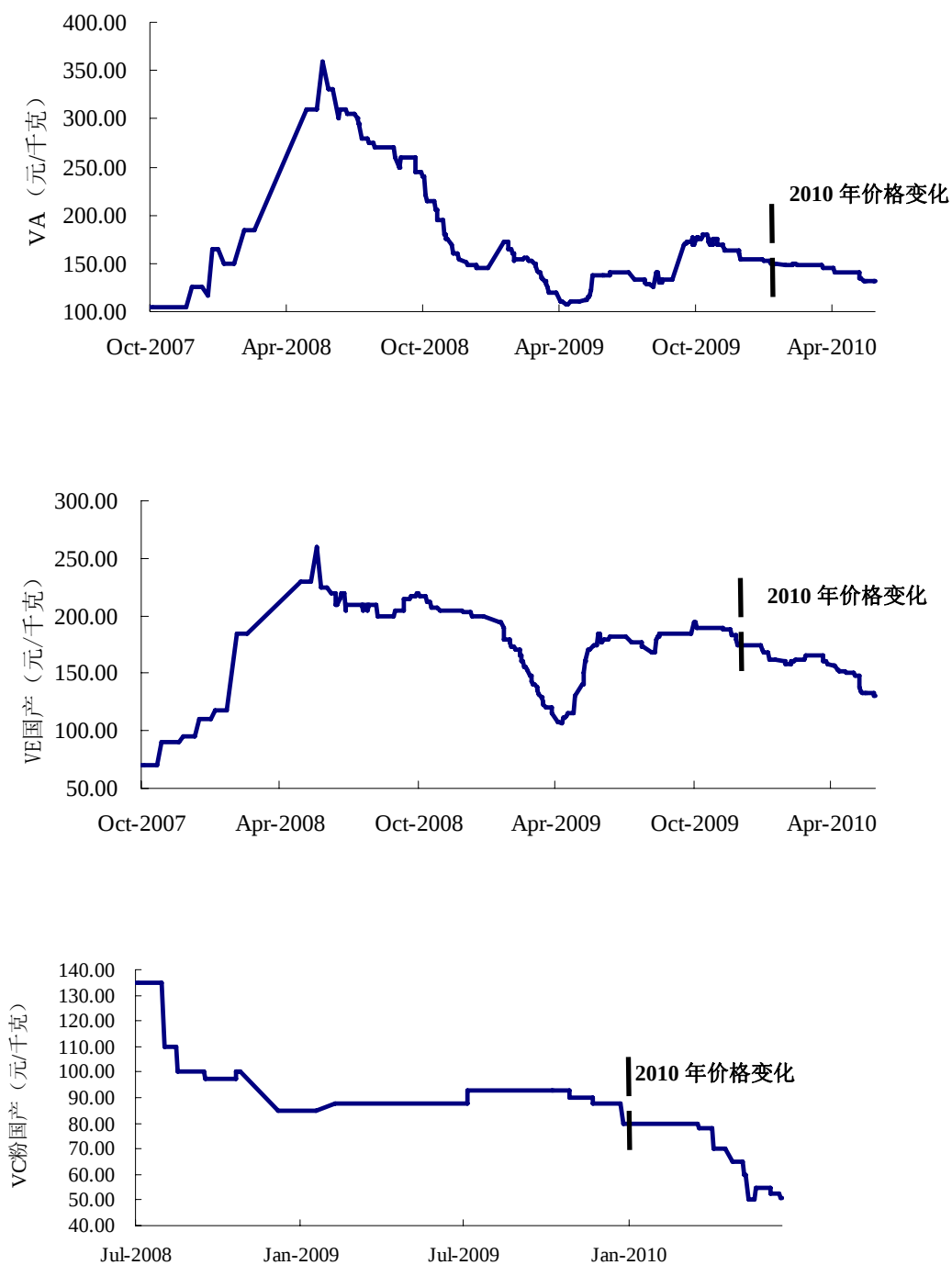
1. 大宗原料药企业更类似于化工制造业，规模效应将成为企业盈利的主要模式，因此细分行业里的龙头企业是关注重点；另外国际大宗商品的价格变化也是需要关注的一个方面。
2. 对于特色原料药企业，具有较强的技术能力，获得进军国际市场资质的企业，并积极向产业链下游延伸的企业将成为关注目标。

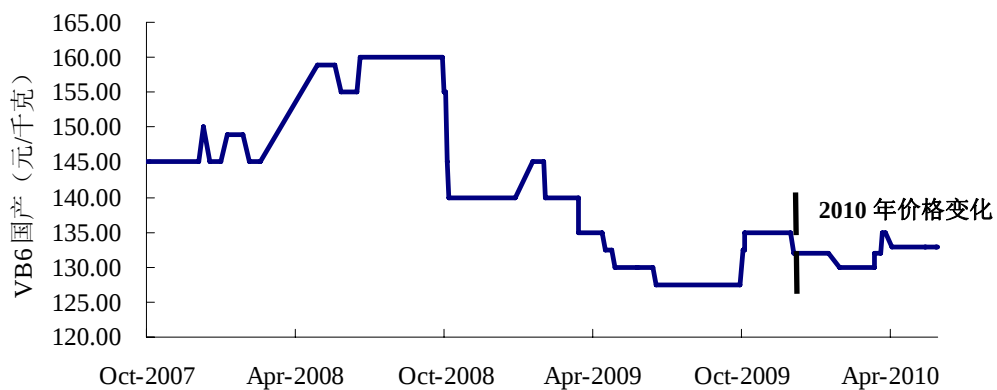
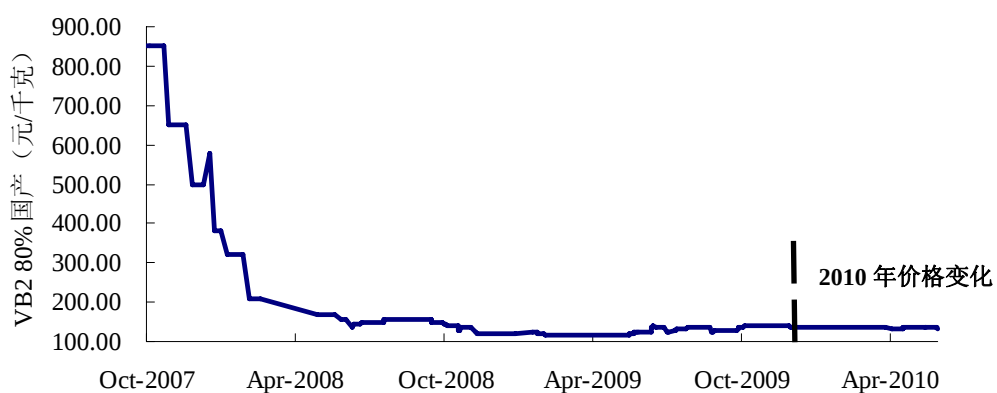
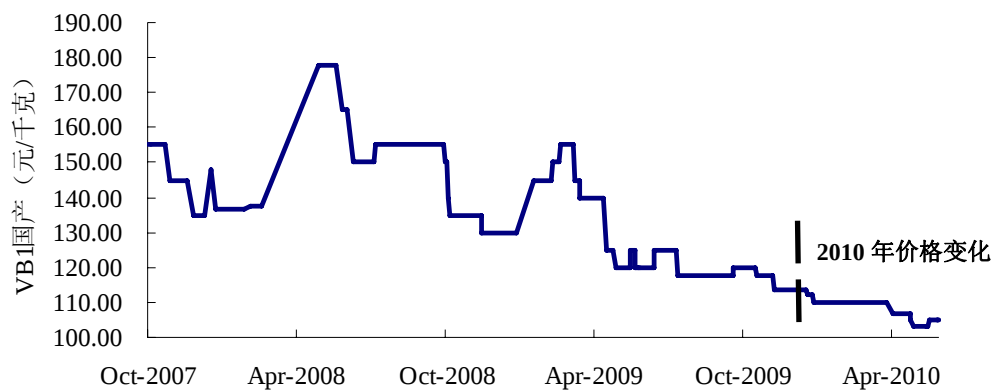
大宗原料药 —— 维生素产品：看好VE、VA，推荐浙江医药和新和成

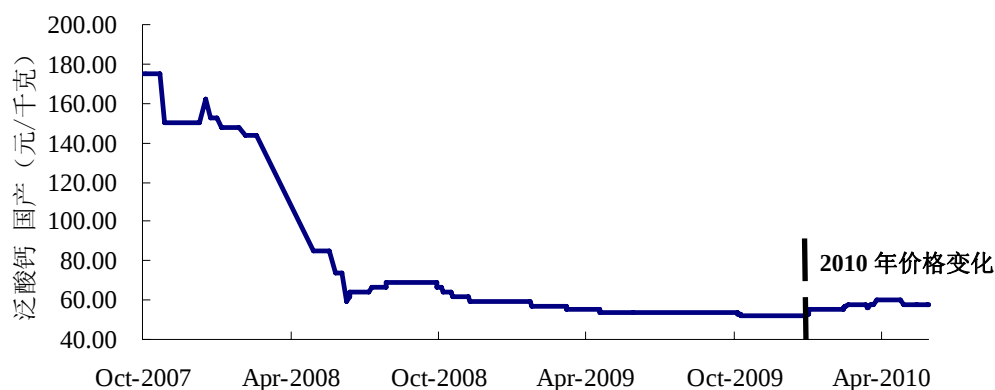
2010年前6个月，VA，VE，VC，VB1的市场价格出现下滑，尤其是VC下滑幅度比较大，和年初相比，下降幅度达37.5%；VB2价格表现较为平稳；VB6和泛酸钙的价格小幅上升。

由于VC产能过剩较为严重，VC 价格将有继续下行的风险。VB2与泛酸钙价格均稳中有升，主导厂商宣布了提价5%-10%。拉开了长期涨价周期的序幕。

图 11 维生素产品价格变化







数据来源: Wind资讯, 德邦证券

对于维生素生产商, VA、VE的生产进入壁垒价高、环保要求较高, 有一定的进入壁垒。目前这几类维生素的生产商已经形成了逐渐形成了寡头垄断市场的局面。在经历了维生素08年大跌价的情况下, 各大厂商更愿意维持现状的, 而不是进入到价格战的竞争中去, 此行业应该出现一个景气周期。

对于VC等技术壁垒较低的维生素生产商, 新竞争者进入的成本不高, 使价格波动往往更加剧烈, 在今年上半年, 维生素C出现的量增加跌的局面就很好地表现了这一点, 短期不看好VC的市场表现。

VB2和泛酸钙也已形成寡头垄断局面, VB2的主要生产商为广济药业, 泛酸钙的生厂商为鑫富药业。这两类维生素的价格都已经近底部, 最近两大厂商宣布提价, 但市场对此反应还有待检验。

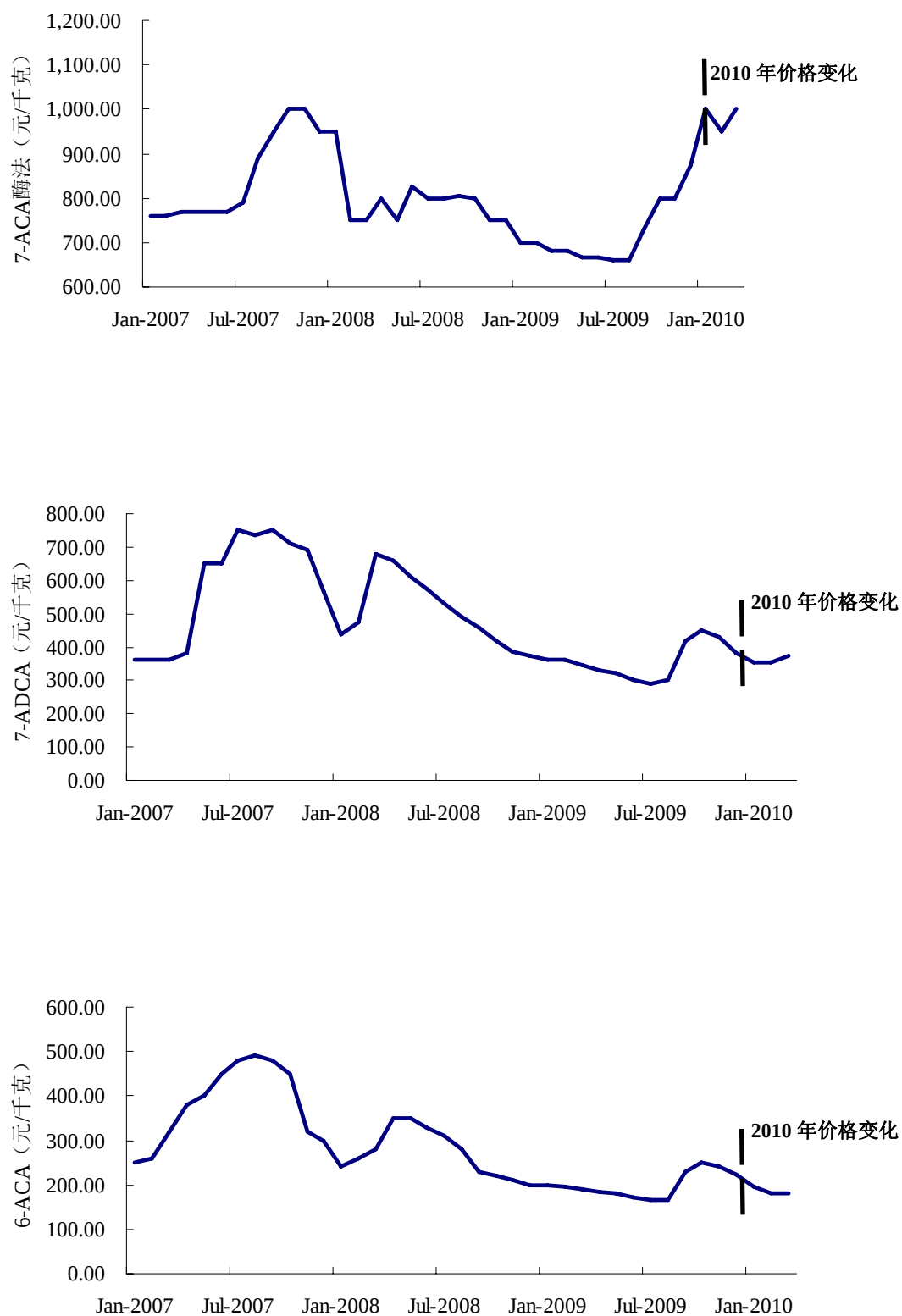
综上所述, 在维生素生产企业, 我们看好浙江医药和新和成。

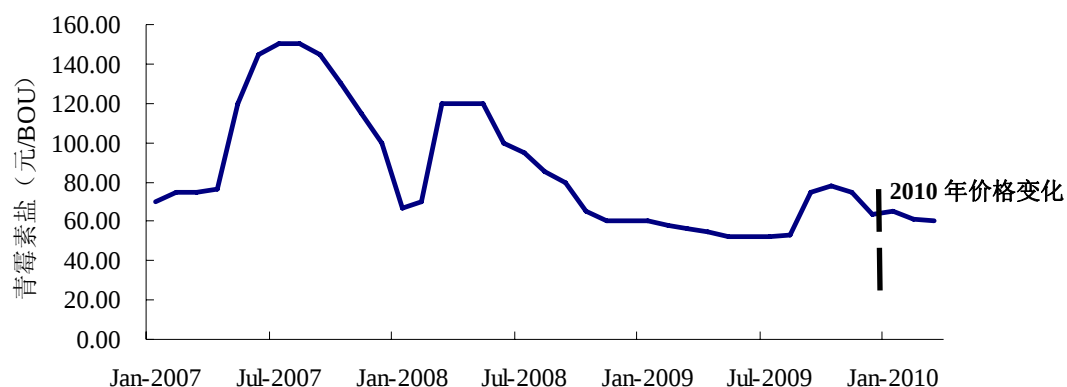
大宗原料药 —— 抗生素产品: 瞄准龙头企业, 关注华北制药

三大抗生素母核中, 7-ACA 价格在高位震荡, 经过8个月超过50%的上涨之后, 7-ACA 原料药需求开始放缓, 预计价格会出现部分回落; 7-ADCA价格略有上升, 6-APA价格略有下降,。其他原料药价格也基本稳定。

抗生素中, 青霉素工业盐价格稳定在60元/BOU, 氨苄西林和阿莫西林价格略有下跌。

图 12 抗生素产品价格变化





数据来源: Wind资讯, 德邦证券

在抗生素类生产企业中, 看好华北制药。

特色原料药: 上升势头更为确切, 看好华海药业/海正药业/信立泰

相比大宗原料药, 特色原料药拥有更确定的机会。正如上文所述, 受大量专利药集中到期和“重磅炸弹”推出速度的减缓, 全球非专利药市场正以每年10%左右的速度快速增长, 远高于全球制药业整体发展速度, 而中国市场的增长速度为14%。非专利药需求的增加将促使制药企业加大对廉价中国特色原料药的采购, 甚至将制剂加工业务外包到中国。越来越多的海外非专利药公司开始关注在中国的合作和投资机遇, 这是国内制药企业不可忽视的市场机遇和新的利润增长点。

在外界环境向好的情况下, 那些技术实力雄厚, 已将或将要取得国际市场资质, 并努力向产业链下游, 即制剂制造拓展的企业受到关注, 如华海药业、海正药业、信立泰。

风险提示: 国际经济环境和人民币升值压力对化学原料药企业的生产经营情况会产生影响, 应给予高度关注。

推荐上市公司:

浙江医药 (600216)

公司的龙头地位: 公司是我国重要的原料药和制剂生产企业, 已成为国家维生素、抗耐药菌抗生素、喹诺酮产品重要的生产基地。公司主导产品维生素E年产量居全国首位, 在世界也排名第三。**VE景气度升:** 据健康网数据显示: 维生素E今年

1、2月份出口数量分别为2,881吨、2,705吨，均价在20.4美元/公斤、19.8美元/公斤，价格有所走低，主要与库存消耗有关。3月维生素E价格见升，4月份逐步进入维生素原料药销售旺季，最新的数据显示饲料级维生素E报价回升到160-175元/公斤（含税）。后续随着旺季到来，维生素E价格有望进一步走高。**生产进入门槛高：**VE生产的进入门槛较高，竞争对手进入有一定难度。

新和成（002001）

维生素重要生产企业：公司主导产品 VE、VA、VH、VD3、类胡萝卜素，市场占有率都位于世界前列。**VE，VA景气度回升：**VE、VA价格已经开始回升，09年底的价格较09年5月低点已分别上涨44%和65%。国际维生素生产巨头BASF宣布停产一个月进行检修，造成维生素供应下降。对公司产生利好。公司去年进行检修，导致产量下降，今年产量会有弹性恢复。**进军香精香料：**国内的香料生产厂家较多却较小，没有领导者，新和成进去后成为领先者的可能性很大。

华北制药（600812）

公司的龙头地位：是我国最大的抗生素类医药产品生产基地，青霉素、链霉素、6-APA、阿莫西林、头孢拉定、维生素B12等品种的产销量居国内领先。**开展国际合作：**公司和化工巨头帝斯曼（DSM）在VC和抗生素领域实现战略合作，有利提高了公司的国际地位。**产业链向制剂延伸：**收购凯瑞特公司，向制剂产业进军。**重组题材：**和冀中能源进行重组，重组后的公司战略值得想象。

华海药业（600521）

高血压原料药主要生产厂商：主要产品有普利类、沙坦类等高血压原料药。心血管药物ACE抑制剂类产品在国际上品种最多，产销量最大，普利类，沙坦类90%销往国外。普利类国际市场占20%-30%。**先进的研发水平：**公司已经有能力达到国际仿制药企业的制药水平，成功融入国际仿制药的产业链中。2007年6月公司抗艾滋病药物奈韦拉平以零缺陷通过了美国FDA认证，成为中国首家获此认证的制药企业，为华海制剂产品进入欧美高端市场取得了通行证，填补了中国制剂产品出口美国的空白。**向制剂产业延伸：**公司目前销售的主要是7个产品，分别属于心脑血管类和精神类药物。药物中拥有帕罗西汀、舍曲林和利培酮三个大品种，销售已经覆盖了

1400 家精神类专科医院的大部分，帕罗西汀在销售量上占据市场份额第一

海正药业（600521）

特色原料药领军企业：中国最大的抗生素、抗肿瘤药物生产基地之一。公司80%以上的原料药产品销往30多个国家，特别是在欧美地区拥有领先的市场份额。全球产量最大的辛伐他汀生产商。柔红霉素，阿霉素，丝裂霉素等抗肿瘤药的出口量占美国非专利原料药生产的60%，抗寄生虫药阿佛菌素占兽药40%。他汀类技术和规模世界第二，占全球产量1/3。**甲流概念：**有能力生产达菲中间体，为国际制药巨头供货。**积极谋求产业升级：**是国内最有希望成为制剂出口商的企业，正在积极谋求从初级化学原料生厂商向创新专利药生产商转型。公司目前已完成原料药和制剂一体化运作模式，富阳已建立既符合国内GMP要求，又能通过美国FDA和欧洲COS认证的现代化医药原料药及制剂生产基地。

表 2 推荐股票盈利预测和投资建议

上市公司	目前股价 (元)	EPS			PE			目标股价 (元)	投资评级
		09A	10E	11E	09A	10E	11E		
		09A	10E	11E	09A	10E	11E		
浙江医药	28.03	2.70	3.20	3.68	10.39	8.76	7.62	48	买入
新和成	28.13	2.98	4.03	4.18	9.45	6.98	6.73	62.7	买入
华北制药	10.45	-0.37	0.43	0.60	-28.11	24.30	17.42	12.90	买入
华海药业	14.98	0.55	0.68	0.90	27.17	22.03	16.64	20.40	买入
海正药业	25.40	0.56	0.75	1.00	45.13	33.87	25.40	28.50	增持

目前股价为2010/06/24日收盘价

投资评级

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 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。