

医药行业 8 月份投资策略

报告要点

■ 7 月份医药板块大幅反弹

7 月份月上旬至中旬，医药板块表现一直弱于大盘，下旬开始，板块表现稍强于大盘。整月表现来看，医药板块有近 14% 的涨幅，上演了大跌过后的估值修复行情。前期行业利空政策有所消化，加之主要公司中报业绩良好，市场对医药行业前景仍存较高的预期。

■ 2010 年 1-6 月医药行业依然保持高速增长

2010 年 1-6 月医药制造业依然保持较高的增速，医药制造业 1-6 月累计实现总产值 5476.28 亿元，同比增长 25.99%；分子行业来看，中成药制造、生物及生化药品增速较快。

■ 部分原料药价格或已见底，关注维生素 A 和维生素 E

泛酸钙、核黄素价格处于周期低谷，中短期难见上涨趋势；维生素 C 供需平衡再次被打破，价格持续下滑；维生素 A 和维生素 E 产品价格短期大幅下滑，新增产能等悲观预期已得到较充分反应，短期价格或已见底，部分厂家已停止报价。关注维生素 A 和维生素 E 可能的投资机会。

■ 8 月份医药投资策略

如果大盘指数继续走强，医药股投资难以获得超额收益；如果大盘指数走弱，则医药股和小盘股将在一段时间内体现防御价值；但药品降价和医药行业反商业贿赂的具体执行力度可能再次从情绪上影响医药股的表现，因此在医药股表现较好时反而应适当谨慎。

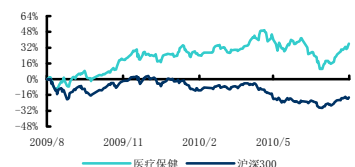
■ 8 月份医药组合

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；看好中药西医化的先行者——天士力，复方丹参滴丸 FDA 二期临床结果良好，将进入三期临床试验；看好海翔药业，特色原料药的第二梯队领头羊，处于转型升级初期，业绩弹性较大，国际合作有超预期的可能。

行业内重点公司推介

公司代码	公司名称	投资评级
002099	海翔药业	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：把握重点子行业发展趋势》
2010-6-23

《两种情形，不同应对---2010 年医药中期策略》

2010-6-22

《医药行业：2010 年 6 月份投资策略》2010-6-3

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：S0490209040220

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 1-6 月医药产业走势分析	8
政策及重点事件回顾.....	9
医改工作专家座谈会召开	9
2011 年 3 月 31 日前全国基本药物全品种纳入电子监管	9
药品招标采购工作规范出台	9
8 月份投资策略	10
医药指数的走势同小盘股已趋于一致	10
8 月份医药股配置仍宜区分两种情况.....	11
重点公司介绍	12
同仁堂：集团整合效果初现	12
天士力：中药西医化的先行者	12
海翔药业：拐点确认，长期向好趋势形成.....	12

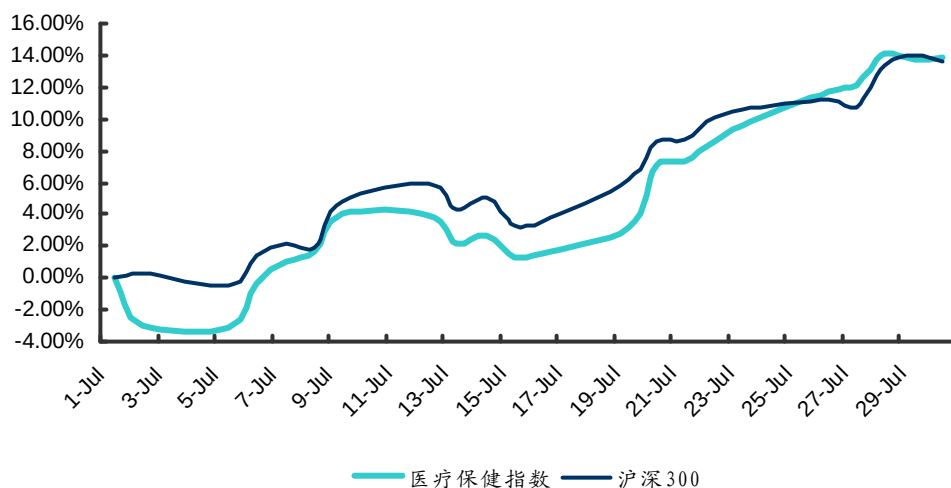
图表目录

图 1: 7 月份医药板块走势	4
图 2: 7 月份医药板块涨幅前 10 位	4
图 3: 7 月份医药板块跌幅前 10 位	5
图 4: 2006-2010 年 VA 价格走势	5
图 5: 2005-2010 年核黄素（维生素 B2）价格走势	6
图 6: 2006-2010 年 VC 价格走势	6
图 7: 2006-2010 年 VE（饲料级）价格走势	7
图 8: 2006-2010 年泛酸钙价格走势	7
图 9: 4 月 9 日至 6 月 11 日 3 指数市场表现	10
图 10: 6 月 11 日至 7 月 2 日 3 指数市场表现	10
图 11: 7 月 2 日至 8 月 6 日 3 指数市场表现	11
 表 1: 2010 年 1-4 月医药产业经济走势（单位：亿元）	8
行业重点上市公司估值指标与评级变化	13

医药板块的市场表现

7 月份上旬至中旬，医药板块表现一直弱于大盘，下旬开始，板块表现稍强于大盘。整月表现来看，医药板块有近 14% 的涨幅，上演了大跌过后的估值修复行情。市场对于前期药价管理办法（征求意见稿）及医药行业反商业贿赂等利空政策有所消化，对医药行业前景仍存较高的预期。

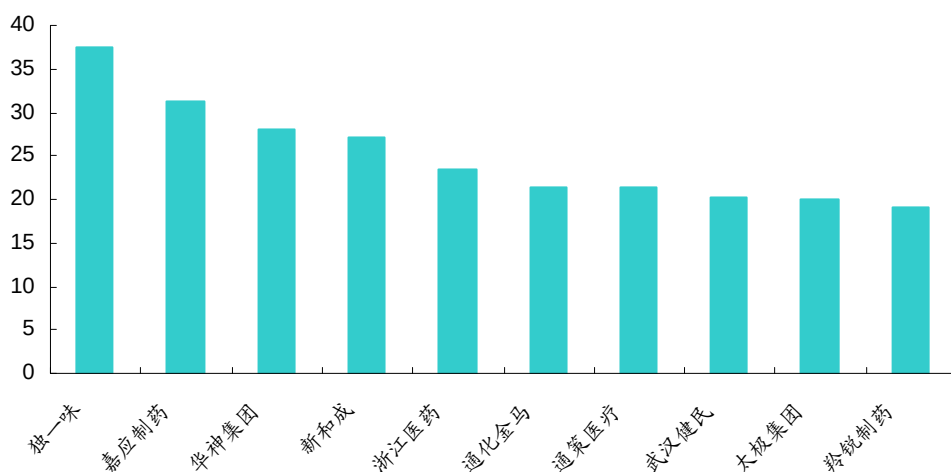
图 1：7 月份医药板块走势



资料来源：Wind，长江证券研究部

7 月份，独一味、嘉应制药和华神集团涨幅居前，涨幅分别为 37.4%、31.2% 和 28.1%。

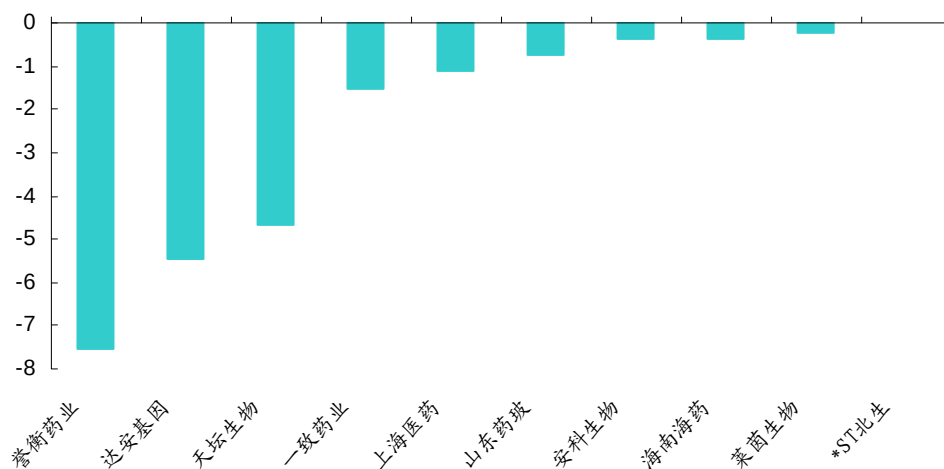
图 2：7 月份医药板块涨幅前 10 位



资料来源：Wind，长江证券研究部

7 月份，誉衡药业、达安基因和天坛生物跌幅居前，跌幅分别为 7.5%、5.4% 和 4.7%。

图 3：7 月份医药板块跌幅前 10 位

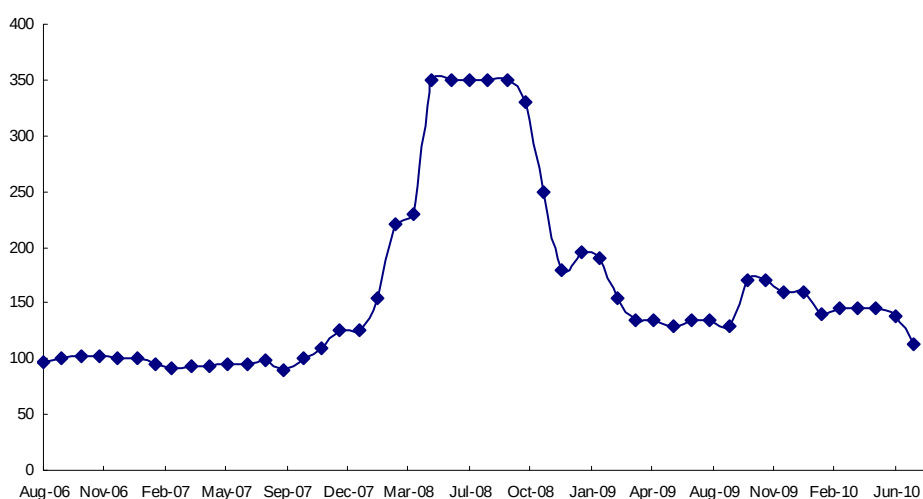


资料来源：Wind，长江证券研究部

原料药价格走势分析

7 月份，维生素 A 价格一度下探至 105 元 /kg。健康网 7 月 20 日报道，DSM 欧洲公司维生素 A 工厂停产，具体停产周期没有公布。DSM 欧洲工厂停产，国内 VA 厂家做出积极反应，停止了产品报价，维生素 A 的价格企稳，但短期上涨的幅度应该不大。停止报价的主要意义在于稳定市场，遏制价格快速下滑的势头。中短期来看，维生素 A 的价格或已见底，若下游需求有所改善，不排除价格较快上涨的可能。

图 4：2006-2010 年 VA 价格走势



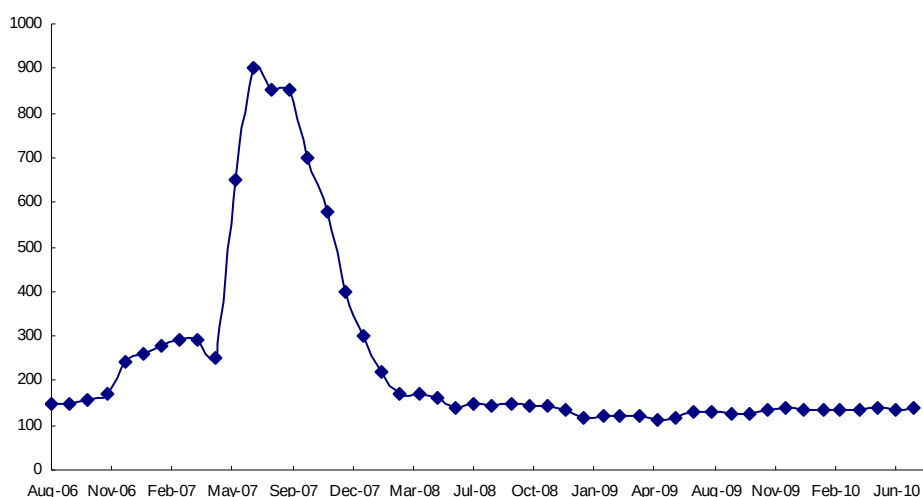
资料来源：健康网，长江证券研究部

7 月份，核黄素（维生素 B2）价格依然在周期谷底，在 135-140 元/公斤徘徊。7 月 30 日，核黄素龙头广济药业公告，因天气炎热不利于发酵生产，加之市场需求疲软，公司决定自 8 月 1 日起对本部核黄素产品生产线进行停产检修。公司将根据天气和市场情况择机

恢复生产，预计停产时间不超过 30 天。该生产线的停产不会对公司核黄素产品的销售造成重大影响。本公司控股子公司广济药业（孟州）有限公司核黄素产品生产线目前生产正常。

此前，巴斯夫也宣布将在 8 月对韩国工厂进行例行年度检修。然而，两家企业均称，停产期间不会对核黄素的销售产生重大影响。我们认为在供过于求、下游需求不能迅速旺盛的背景下，核黄素价格很难迅速走出低谷。

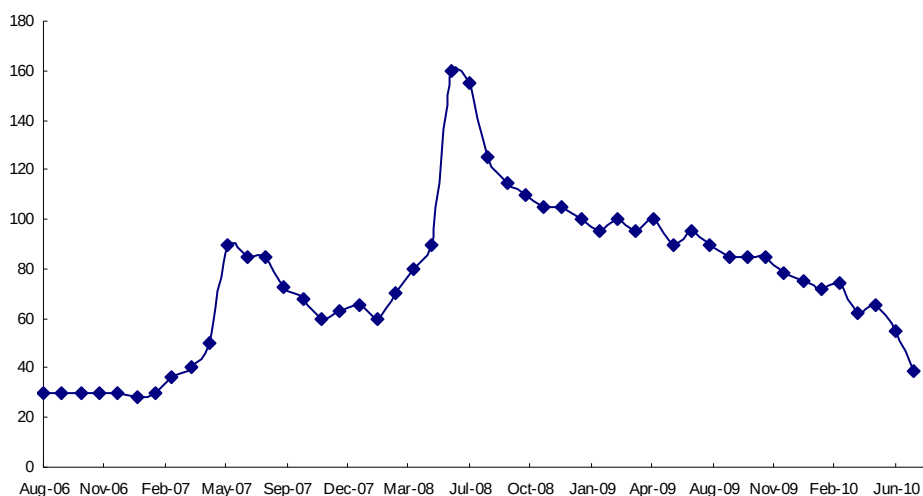
图 5：2005-2010 年核黄素（维生素 B2）价格走势



资料来源：健康网，长江证券研究部

7 月份，维生素 C 价格继续下滑，国内报价在 57 元/公斤左右，出口价格下滑至 5 美元/公斤。VC 行业在享受了近 3 年的景气周期后，违规扩产、新增产能再次打破供需平衡，导致价格迅速下跌。在严重供过于求的情况下，维生素 C 价格中短期将维持低位，并有继续下跌的可能。

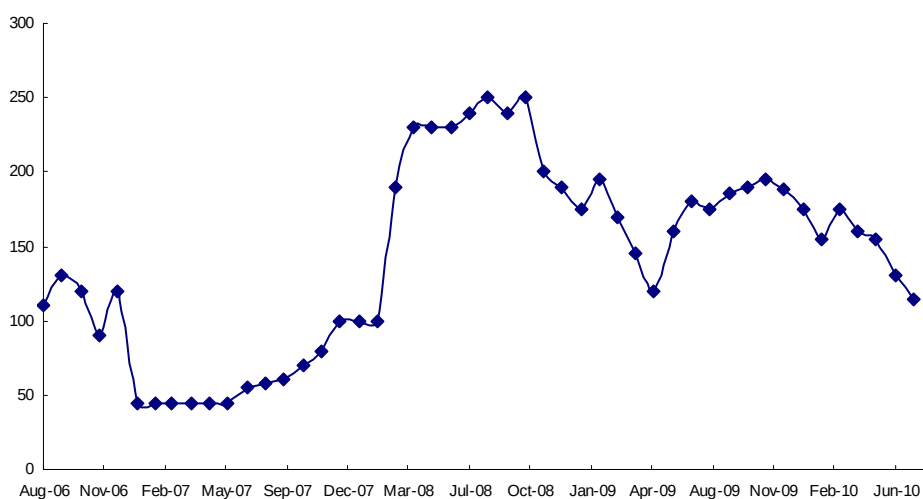
图 6：2006-2010 年 VC 价格走势



资料来源：健康网，长江证券研究部

7 月份，维生素 E 延续前期下跌趋势，价格跌至 115 元/公斤，已达到阶段历史低位。市场对新增产能的悲观预期，已在产品价格上得到比较充分的反应。中短期看，维生素 E 价格或已见底。

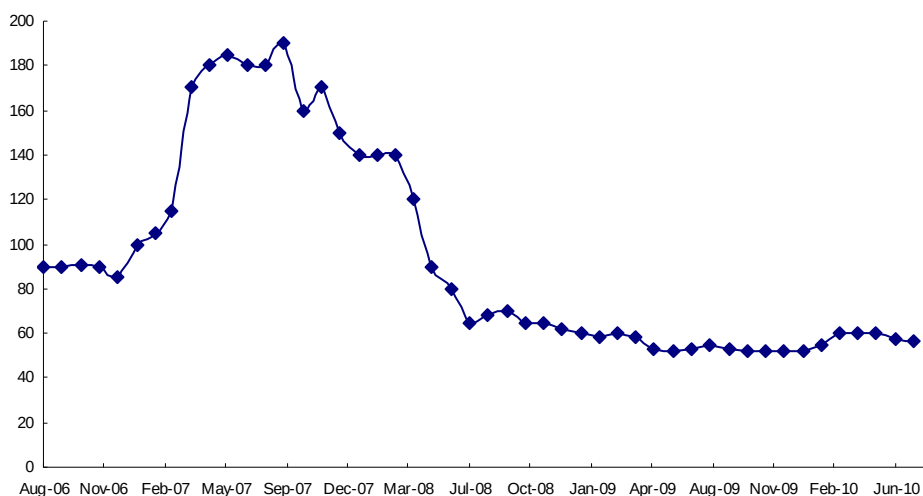
图 7: 2006-2010 年 VE (饲料级) 价格走势



资料来源：健康网，长江证券研究部

泛酸钙价格依然维持在 60 元/kg 左右，仍处在行业周期的底部。客观上，价格存在上涨需求。然而，最终仍要取决于浙江鑫富、山东新发两大巨头的竞争策略。短期来看，泛酸钙价格上涨迹象仍不明显。

图 8: 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 1-6 月医药产业走势分析

2010 年 1-6 月医药制造业依然保持较高的增速，医药制造业 1-6 月累计实现总产值 5476.28 亿元，同比增长 25.99%。分子行业看，化学药品制造同比增长 21.46%，医疗设备及制造同比增长 21.74%，均低于行业整体；中成药制造同比增长 27.74%，高于行业整体；生物、生化制品制造同比增长 36.94%，远高于行业整体增速。

表 1: 2010 年 1-4 月医药产业经济走势 (单位: 亿元)

指标	类别	6 月	同期增长 (%)	1-6 月	累计增长 (%)
总产值	医药制造业	1,102.85	24.03	5,476.28	25.99
	其中: 化学药品制造	547.41	21.25	2,777.44	21.46
	中成药制造	242.55	25.15	1,194.50	27.74
	生物、生化制品的制造	124.45	32.78	606.83	36.94
	医疗设备及器械制造	105.02	15.77	520.38	21.74
新产品产值	医药制造业	146.45	30.74	741.54	29.89
	其中: 化学药品制造	92.35	39.12	456.27	29.68
	中成药制造	28.51	19.94	143.48	32.57
	生物、生化制品的制造	13.94	13.57	79.46	31.65
	医疗设备及器械制造	13.83	-6.92	70.54	4.67
工业销售产值	医药制造业	1,023.76	22.5	5,143.17	25.11
	其中: 化学药品制造	506.39	19.84	2,604.36	20.42
	中成药制造	219.87	23.75	1,107.23	27.57
	生物、生化制品的制造	117.39	30.78	571.5	35.23
	医疗设备及器械制造	100.44	12.44	500.9	21.15

	医药制造业	83.46	28.89	452.78	30.35
	其中：化学药品制造	50.65	17.27	291.96	26.86
出口交货产值	中成药制造	3.21	-8.51	20.39	31.54
	生物、生化制品的制造	18.21	87.53	78.23	48.05
	医疗设备及器械制造	29.52	29.03	152.99	22.49
	医药制造业		13.25		14.95
	化学药品制造		12.34		12.58
	中成药制造		13.67		15.9
增加值（%）	生物、生化制品的制造		15.55		19.83
	医疗设备及器械制造		10.52		14.1

资料来源：健康网

政策及重点事件回顾

医改工作专家座谈会召开

7月2日，中共中央政治局常委、国务院副总理、国务院深化医药卫生体制改革领导小组组长李克强主持召开医改工作专家座谈会，听取他们对医药卫生体制改革工作的意见和建议并讲话。他强调，要充分发挥广大医务人员的主力军作用，落实好五项重点改革任务，努力使医改成果惠及广大人民群众。

点评：这是药价管理办法（征求意见稿）、医药行业反商业贿赂以来，高层首次公开对医药行业表态，将促使医改加快推进。我们认为，近期行业偏利空政策再次密集出台的可能性不大。

2011年3月31日前全国基本药物全品种纳入电子监管

2010年7月13日，全国基本药物全品种电子监管工作座谈会在江西省南昌市召开。会议要求，各级食品药品监管部门要建立切实可行、责任明确的保障制度，确保如期完成基本药物全品种电子监管工作。5月11日，国家局印发了《关于基本药物进行全品种电子监管工作的通知》，要求凡生产基本药物品种的中标企业，应在2011年3月31日前加入药品电子监管网。2011年4月1日起，对列入基本药物目录的品种，未入网及未使用药品电子监管码统一标识的，一律不得参与基本药物招标采购。

点评：基本药物全品种纳入电子监管，将势必增加普药企业的生产成本。处于微利经营状态中小企业，一次性增加成本较大，而对普药龙头企业影响不大。该政策的强力推进，将促使大输液等普药行业进一步优胜劣汰，加速行业集聚。

药品招标采购工作规范出台

由卫生部、国务院纠风办、国家发改委、监察部、财政部、国家工商总局、国家食品药品监督管理局联合签发的《医疗机构药品集中采购工作规范》、《药品集中采购监督管理办法》，已于日前正式颁布实施。以政府为主导、以省为单位，坚持质量优先、价格合理，全程监管医疗机构行为等原则在新规中得以明确。

点评：医疗机构集中采购政策进一步细化，不再片面强调价格，而是坚持质量优先、价格合理，以前部分普药中标价格过低的现象有望消失。普药龙头企业在产品质量、规模上具有优势，价格不再遭受打压，或将从中受益。未来医疗机构药品集中采购以省为单位，促使医药流通企业优胜劣汰，流通领域将进一步集聚。药价虚高的根源是公立医院“以药养医”的体制，集中采购工作规范的出台，可以有效遏制医疗机构集中招投标过程的腐败现象，从而从根本上有益于整个医药行业的健康发展。

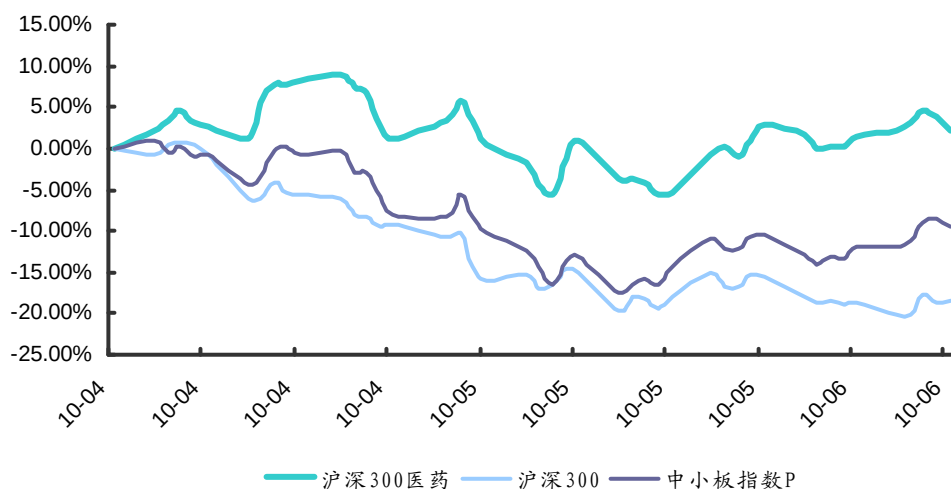
8 月份投资策略

医药指数的走势同小盘股已趋于一致

医药指数单独走强阶段

医药指数在一季度强于大盘指数，同中小盘指数的走势基本保持一致。但在 4 月初大盘指数快速调整之际，小盘股和大盘股指数的市场表现基本一致，医药板块在“防御”的名义下同两者拉开距离，单独走强。我们注意到防御溢价快速增大这一问题，在 5 月份策略里曾指出该差距有望缩小，但实际是进一步拉大了，因此我们在 6 月份策略里加大了提示风险的力度。

图 9：4 月 9 日至 6 月 11 日 3 指数市场表现

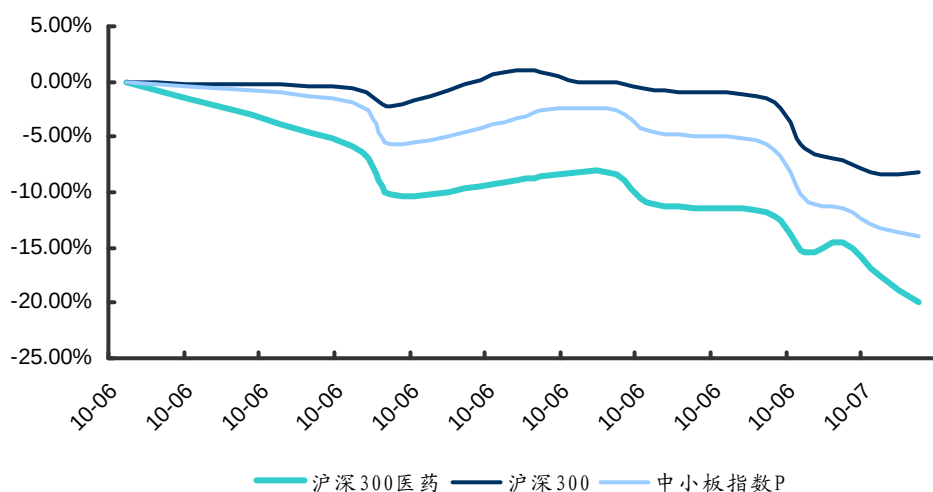


资料来源：Wind，长江证券研究部

医药指数大幅补跌阶段

6 月中下旬，突如其来的药品降价和医药行业反商业贿赂消息出台，导致医药指数大幅下跌。我们认为是医药板块的相对估值过高所致，两个消息只是起到了催化作用而已。

图 10：6 月 11 日至 7 月 2 日 3 指数市场表现

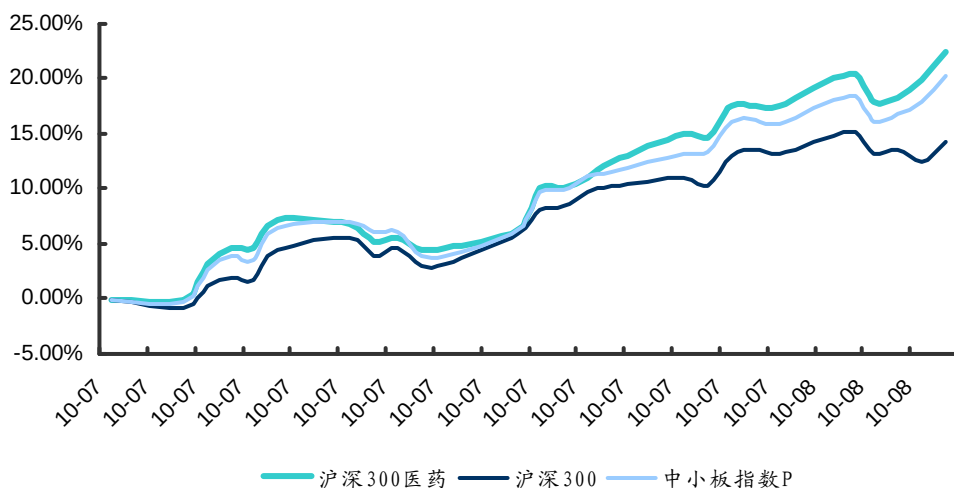


资料来源：Wind，长江证券研究部

大盘反弹阶段

我们认为药品降价和反商业贿赂对医药行业的影响呈中性，医药板块的市场表现应同小盘股保持一致。在7月初开始的大盘反弹中，我们注意到医药指数、中小盘指数和大盘指数的趋势的确是趋于一致的，但近期医药股和小盘股同大盘指数的差距又有拉大的迹象。

图 11：7月2日至8月6日3指数市场表现



资料来源：Wind，长江证券研究部

重新走强时反而应谨慎

如果大盘指数继续走强，医药股投资难以获得超额收益；如果大盘指数走弱，则医药股和小盘股将在一段时间内体现防御价值；但药品降价和反商业贿赂的具体进展可能再次从情绪上影响医药股的表现，因此在医药股表现很好时反而应谨慎。

8月份医药股配置仍宜区分两种情况

对于医药组合的配置，我们维持中期策略的观点：

大盘走强的情形

如果大盘反转或有较大的反弹,建议投资者关注我们提出的一年内组合。即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;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。

大盘走弱的情形

如果大盘保持上半年的弱市状态,则建议投资者继续持有我们提出的长期组合: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。但与上半年不同的是:这些公司已有一定的涨幅,估值优势已不明显。虽能获得相对收益,但绝对收益不要有过高期望。

重点公司介绍

同仁堂: 集团整合效果初现

同仁堂集团在传统中药的治疗领域探索出了唯一可行的模式:医药不分家、厂店一体化。其整合效果已初步显现:上半年同仁堂集团的收入和利润增长均在 20%左右。

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,维持“推荐”评级。

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。

海翔药业: 拐点确认, 长期向好趋势形成

海翔药业 2008 年以来,公司着重进行产品结构调整,逐渐形成了 4-AA 及 keto 中间体、克林霉素系列和 BII 国际合作项目三足鼎立的局面,经营拐点得到确认,长期向好趋势开始形成。

公司目前 4-AA 产能在 200 吨左右,是国内最大的 4-AA 供应商。健康元深圳海滨制药的培南类药物增长较快,4-AA 考虑到成本因素将从公司购进。因而,4-AA 市场竞争压力大大减小,预计价格下跌空间已经十分有限。下游需求依然十分旺盛,公司的培南类中间体有望迎来价稳量增的局面。克林霉素系列属于公司传统业务,产能居全国第一。去年,公司已经开始向辉瑞供应盐酸克林霉素,今年可能还将供应克林霉素磷酸酯。辉瑞对原料药质量要求高,对价格敏感性较小,公司克林霉素系列产品的毛利率有望小幅提升。

2008年8月，公司与勃林格殷格翰（BII）签订了《战略生产联盟协议》。2009年下半年，公司开始向BII提供专利药达比加群酯（商品名：Pradaxa）的两种中间体，实现收入3500万左右。今年上半年，国际合作项目收入大幅提升。目前，达比加群酯得到了欧盟EMA的批准，可在欧盟27国及加拿大上市销售。今年下半年，达比加群酯有望得到FDA批准，在全球最大医药市场的美国上市。随着FDA批准及更多适应症的获批，预计达比加群酯销售额将快速增长，对中间体的需求相应放量增长，公司国际合作项目收入或将再超市场预期。

公司处在转型升级的初期，业绩弹性大，国际合作具有超预期的可能，预计2010-2011年EPS分别为0.61元、0.89元，维持“推荐”评级。

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	10E	11E	09A	10E	11E	上次	本次
中药	600085	同仁堂	25.03	0.55	0.68	0.79	46	37	32	推荐	推荐
中药	600436	片仔癀	43.96	0.93	1.19	1.23	47	37	36	谨慎推荐	谨慎推荐
中药	000423	东阿阿胶	41.00	0.60	0.86	1.08	68	48	38	推荐	推荐
中药	000538	云南白药	56.50	0.87	1.15	1.39	65	49	41	谨慎推荐	谨慎推荐
中药	600993	马应龙	35.68	1.09	1.07	1.35	33	33	26	推荐	推荐
中药	600535	天士力	32.11	0.65	0.85	1.01	49	38	32	推荐	推荐
中药	000999	华润三九	25.31	0.72	0.87	1.03	35	29	25	谨慎推荐	谨慎推荐
中药	600351	亚宝药业	9.64	0.20	0.27	0.33	47	36	29	推荐	推荐
中药	600750	江中药业	33.96	0.68	0.82	1.04	50	41	33	推荐	推荐
中药	600976	武汉健民	16.39	0.10	0.45	0.57	164	36	29	推荐	推荐
化学制剂	000963	华东医药	25.5	0.39	0.80	1.02	65	32	25	推荐	推荐
化学制剂	600276	恒瑞医药	42.35	0.68	1.05	1.30	62	40	33	推荐	推荐
化学制剂	002004	华邦制药	54.65	0.67	1.26	1.53	82	43	36	推荐	推荐
化学制剂	000650	仁和药业	16.57	0.32	0.58	0.80	52	29	21	推荐	推荐
原料药	002099	海翔药业	22.23	0.19	0.61	0.89	112	35	24	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
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@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。