

医药行业:2010 年四季度投资策略

报告要点

■ 三季度医药板块走强

三季度医药板块走强，连续跑赢大盘。截至 9 月份，医药保健指数已创年内新高。自 6 月初行业利空政策来袭以来，医药板块上演了 V 字型走势，中报业绩较好是本轮行情的主要原因。

■ 部分维生素品种价格有所反弹

维生素 A 价格维持在 135 元/公斤，有望企稳回升；维生素 E 价格小幅反弹至 120 元/公斤，下跌压力不大；维生素 C 止跌反弹至 50 元/公斤，前景不容乐观；核黄素、泛酸钙价格仍在历史周期底部，尚未出现上涨趋势。建议关注维生素 A、维生素 E 等品种的投资机会。

■ SFDA 关注维 C 银翘片和罗格列酮安全性问题

SFDA 发布信息通报，关注中西药复方制剂维 C 银翘片安全性问题，提醒医务工作者、药品生产经营企业以及公众了解该品种以及该品种安全性问题，以降低用药风险。欧盟药品管理局（EMA）建议暂停罗格列酮的上市许可。美国 FDA 也严格限制文迪雅的使用。SFDA 将密切关注 EMA 和 FDA 对罗格列酮及其复方制剂采取的新的监管措施。

■ 四季度投资策略

自 2008 年底以来，医药板块和小盘股趋势较一致，但同大盘指数的差距越拉越大。其根本原因在于经济前景不明朗，大量资金从权重股流出，进入医药板块。我们认为医药板块需等待大盘的补涨，以使该差距缩小。建议在四季度，投资者应控制医药股的持仓，等待相对估值回归正常水平。

■ 四季度投资组合

对于长期配置，我们依然看好优质企业如同仁堂、天士力、仁和药业等。对于中短期配置，我们认为目前医药股整体的相对估值并不便宜，弹性较大的公司则可能摆脱市盈率的束缚。建议关注信邦制药等。

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
002390	信邦制药	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 9 月份投资策略》2010-9-9

《医药行业：2010 年 8 月投资策略》2010-8-9

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 1-8 月医药产业形势分析	7
政策及重点事件回顾.....	9
SFDA 发布《2009 年药品注册审批年度报告》	9
SFDA 提醒关注中西药复方制剂维 C 银翘片安全性问题	9
SFDA 关注罗格列酮及其复方制剂的安全性问题	9
四季度投资策略.....	9
医药板块的相对强势积累已久.....	9
主要原因是经济前景长期不明.....	11
医药板块的相对强度难以继续扩大.....	11
等待大盘的补涨.....	11
四季度医药股配置	11
重点公司介绍	11
同仁堂（600085.SH）：集团整合效果初现	11
天士力（600535.SH）：仍有多重催化剂.....	12
信邦制药（002390.SZ）：一类新药申报获受理	12
仁和药业（000650）：资产收购预期明确	12

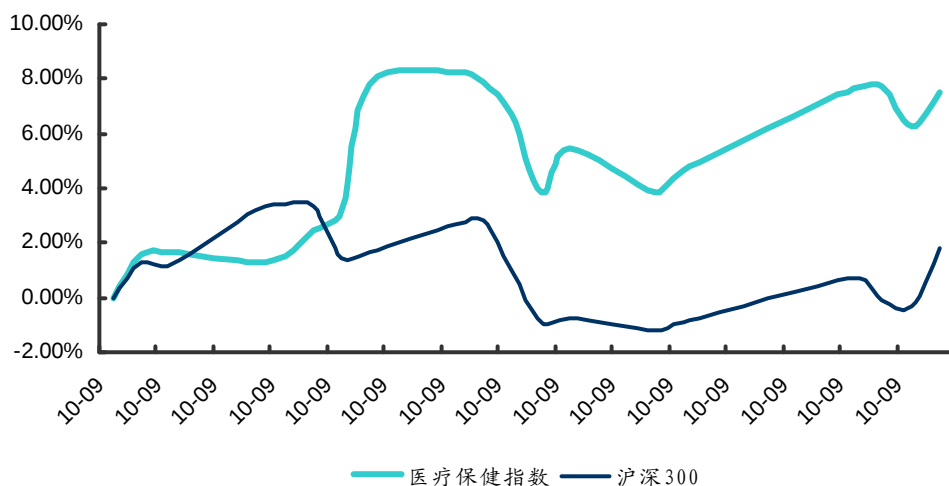
图表目录

图 1: 9 月份医药板块走势	4
图 2: 9 月份医药板块涨幅前 10 位	4
图 3: 9 月份医药板块跌幅前 10 位	5
图 4: 2006-2010 年 VA 价格走势（单位：元/公斤）	5
图 5: 2005-2010 年核黄素价格走势（单位：元/公斤）	6
图 6: 2006-2010 年 VC 价格走势（单位：元/公斤）	6
图 7: 2006-2010 年 VE（饲料级）价格走势（单位：元/公斤）	7
图 8: 2006-2010 年泛酸钙价格走势（单位：元/公斤）	7
图 9: 2007 年 10 月以来三指数表现	10
图 10: 2010 年 9 月以来三指数市场表现	10
表 1: 2010 年 1-8 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	12

医药板块的市场表现

9 月份，医药板块强势得到延续，再次跑赢大盘，医疗保健指数创出年内新高。

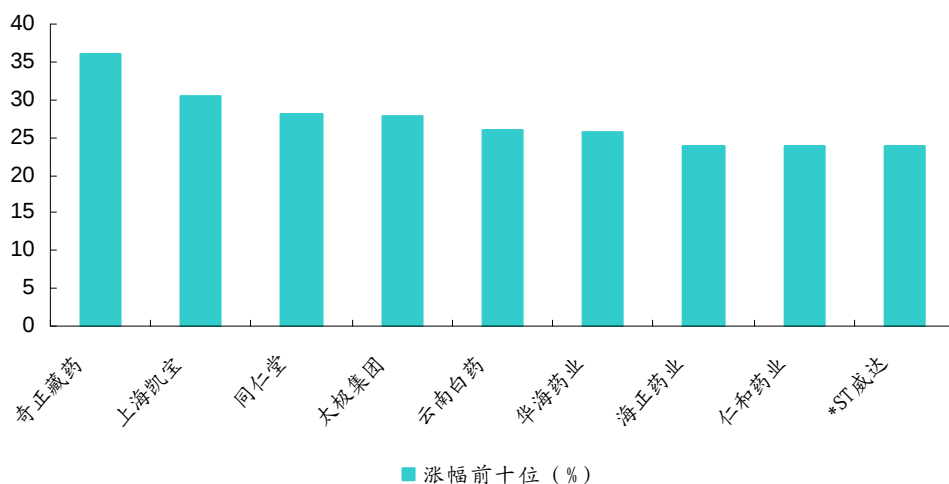
图 1: 9 月份医药板块走势



资料来源: Wind, 长江证券研究部

9 月份，奇正藏药、上海凯宝、同仁堂涨幅居前，涨幅分别为 35.9%、30.4%和 28.2%。

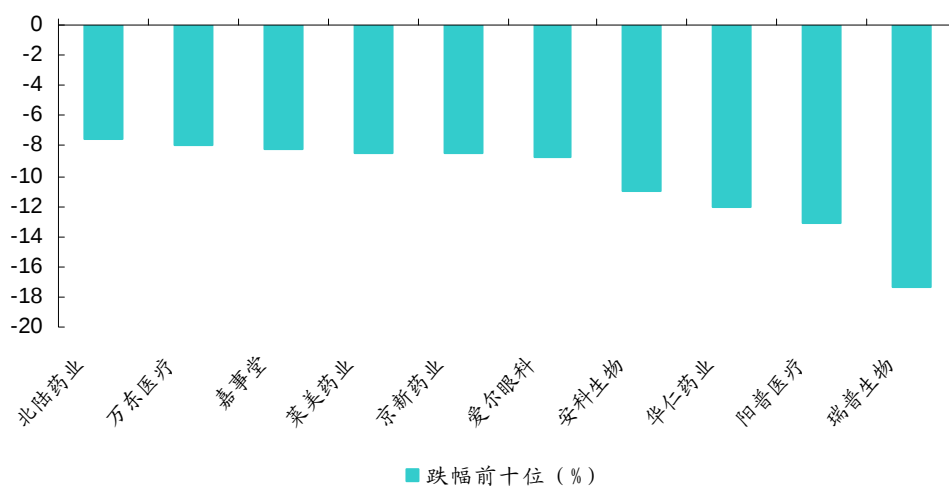
图 2: 9 月份医药板块涨幅前 10 位



资料来源: Wind, 长江证券研究部

9 月份，瑞普生物、阳普医疗、华仁药业跌幅居前，跌幅分别为 17.3%、13.1%和 12.1%。

图 3：9 月份医药板块跌幅前 10 位

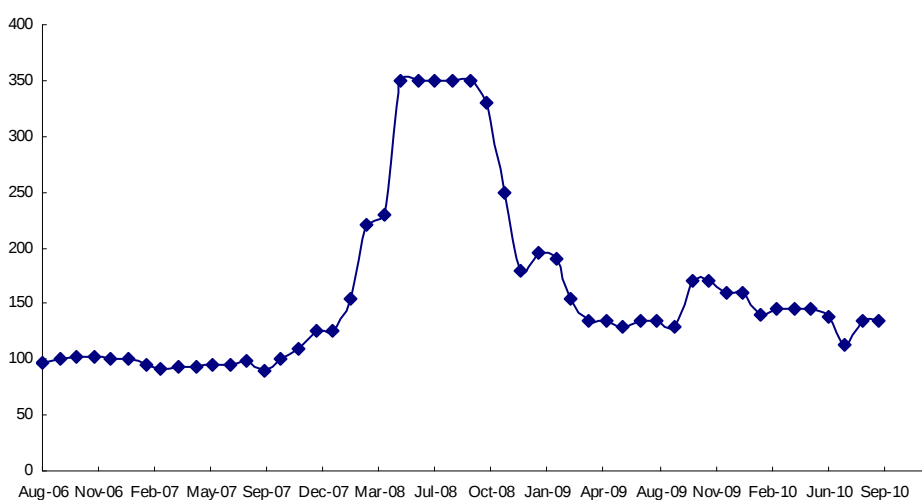


资料来源：Wind，长江证券研究部

原料药价格走势分析

9 月份，维生素 A 价格维持在 135 元/公斤左右。厦门金达威前期率先停产检修、停止报价，也最先恢复报价至 135 元/公斤。新和成仍在停产中，浙江企业尚未大面积恢复报价，维生素 A 价格有望企稳回升。

图 4：2006-2010 年 VA 价格走势（单位：元/公斤）

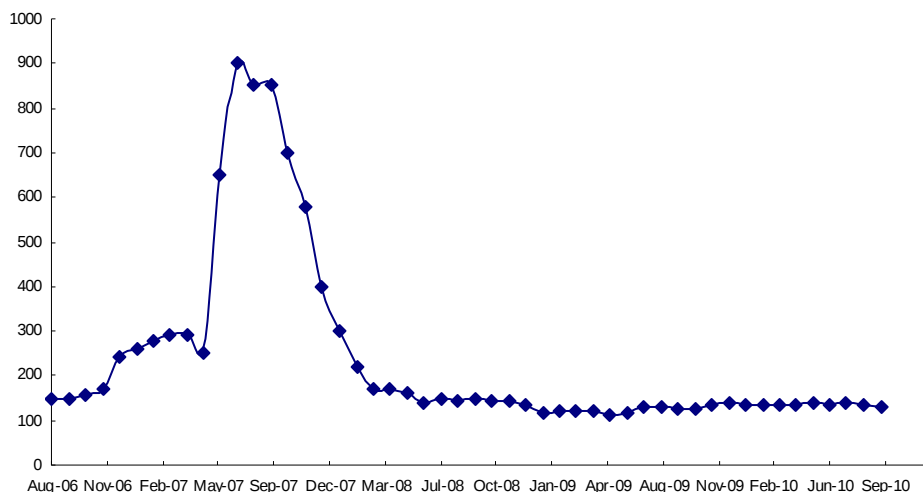


资料来源：健康网，长江证券研究部

9 月份，核黄素（维生素 B2）价格仍旧处在历史周期低谷，报价在 130 元/公斤左右。

目前，核黄素市场需求不旺，价格较前期有所下滑。

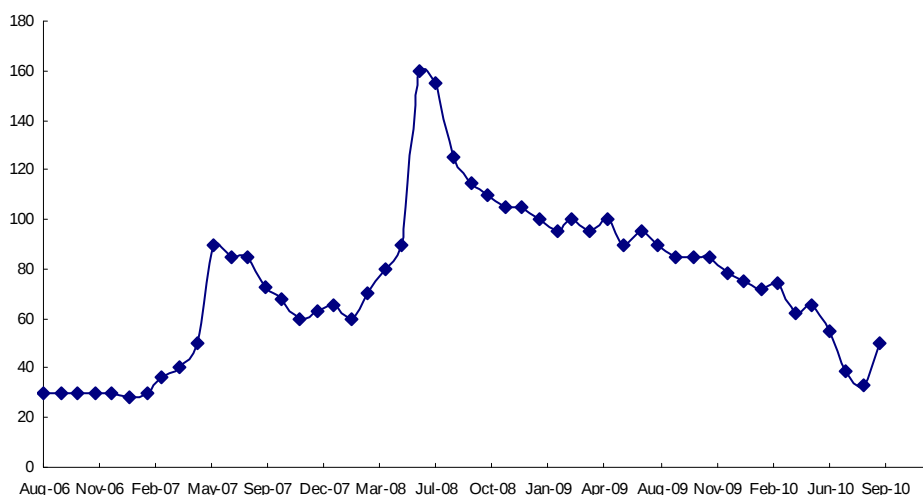
图 5：2005-2010 年核黄素价格走势（单位：元/公斤）



资料来源：健康网，长江证券研究部

VC 行业在享受了近 3 年的景气周期后，由于违规扩产、新增产能等因素，上半年 VC 价格迅速下跌。9 月份，在经历前期大幅下滑后，国内主要厂商纷纷限产保价，VC 价格略有反弹，目前石药报价为 50 元/公斤。由于行业严重供过于求，尽管存在出口配额管理预期，但 VC 价格仍不容乐观。

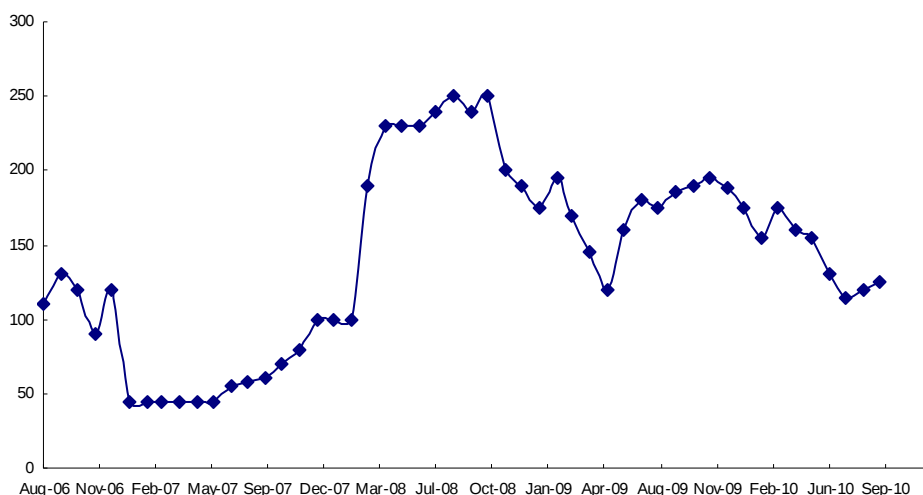
图 6：2006-2010 年 VC 价格走势（单位：元/公斤）



资料来源：健康网，长江证券研究部

9 月份，维生素 E 两大厂家浙江医药、新和成未有公开报价，VE 市场价格维持在 125 元/公斤。VE 需求目前还比较旺盛，短期下跌的压力不大。

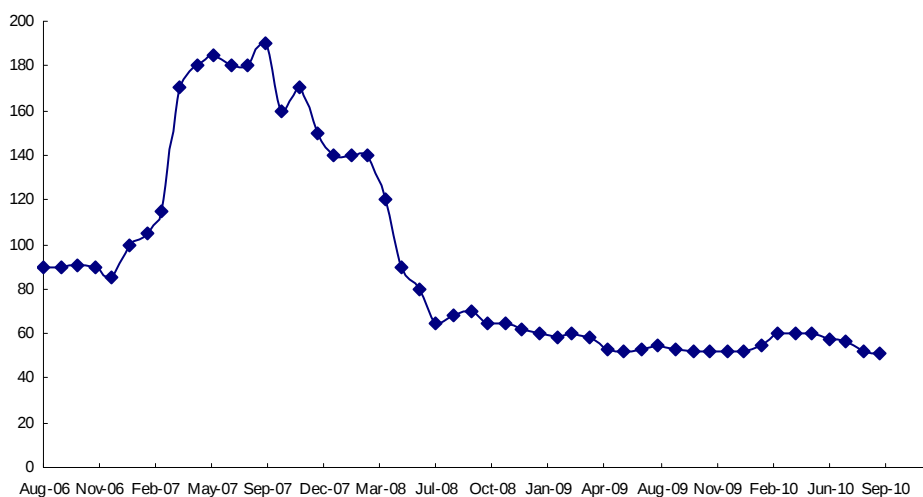
图 7：2006-2010 年 VE（饲料级）价格走势（单位：元/公斤）



资料来源：健康网，长江证券研究部

9 月份，泛酸钙价格维持在 51 元/公斤，处在周期底部，尚未有上涨的迹象。

图 8：2006-2010 年泛酸钙价格走势（单位：元/公斤）



资料来源：健康网，长江证券研究部

2010 年 1-8 月医药产业形势分析

2010 年 1-8 月医药制造业整体增速依然较快，医药制造业 1-8 月累计实现总产值 7355.53 亿元，同比增长 25.72%。分行业看，化学药品制造同比增长 21.87%，在所有子行业中增速最低；医疗设备及制造同比增长 22.63%，低于行业平均增速；中成药制造同比

增长 26.86%，高于行业平均增速；生物、生化制品制造同比增长 33.68%，在所有子行业中增速最快。

表 1: 2010 年 1-8 月医药产业经济走势（单位：亿元）

指标	类别	8 月	同期增长 (%)	1-8 月	累计增长 (%)
总产值	医药制造业	924.6	23.71	7,355.53	25.72
	其中: 化学药品制造	456.61	20.97	3,727.88	21.87
	中成药制造	192.91	23.15	1,579.49	26.86
	生物、生化制品的制造	107.4	25.28	820.6	33.68
	医疗设备及器械制造	99.81	22.68	718.98	22.63
新产品产值	医药制造业	122	18.55	993.59	29.5
	其中: 化学药品制造	77.24	17.75	616.32	30.41
	中成药制造	20.53	9.78	188.1	27.6
	生物、生化制品的制造	11.96	8.92	103.73	26.13
	医疗设备及器械制造	13.21	2.51	99.39	4.57
工业销售产值	医药制造业	897.09	24.96	6,933.53	25.22
	其中: 化学药品制造	443.98	23.78	3,512.34	21.51
	中成药制造	187.8	23.07	1,467.18	26.01
	生物、生化制品的制造	101.24	21.18	773.83	32.32
	医疗设备及器械制造	97.18	25.27	692.87	21.88
出口交货产值	医药制造业	70.48	14.73	596.52	24.22
	其中: 化学药品制造	45.12	15.05	384.53	20.92
	中成药制造	2.89	-32.8	25.65	10.62
	生物、生化制品的制造	11.64	22.62	103.58	42.32
	医疗设备及器械制造	29.99	26.57	212.47	21.89
增加值 (%)	医药制造业		13.2		14.7
	化学药品制造		12.4		12.9
	中成药制造		12.6		15.1
	生物、生化制品的制造		12.2		17.7
	医疗设备及器械制造		15.4		14.7

资料来源：健康网

政策及重点事件回顾

SFDA 发布《2009 年药品注册审批年度报告》

日前，国家食品药品监督管理局正式发布《2009 年药品注册审批年度报告》。报告显示，2009 年的药品注册申请受理总量为 6428 件，其中，境内申请 5128 件，包括 2336 件新申请和 2792 件补充申请；境外申请 1300 件，包括新申请 614 件和补充申请 686 件。药品注册申请全年受理总量已连续 3 年稳定在 6000 至 7000 件左右。

2009 年国家局共批准生产上市药品申请 3100 件（以受理号计，下同），其中含 2008 年集中审评后续批准的过渡期品种 2308 件。按照新的《药品注册管理办法》规定，审评并批准了新药、改剂型、仿制药及进口药品注册申请共计 792 件。其中，化药 548 件，中药 92 件，生物制品 38 件。

SFDA 提醒关注中西药复方制剂维 C 银翘片安全性问题

国家药品不良反应监测中心发布第 32 期《药品不良反应信息通报》，关注中西药复方制剂维 C 银翘片安全性问题，提醒医务工作者、药品生产经营企业以及公众了解该品种以及该品种安全性问题，以降低用药风险。

维 C 银翘片是由金银花、连翘、荆芥、淡豆豉、牛蒡子、桔梗、薄荷油、芦根、淡竹叶、甘草、维生素 C、马来酸氯苯那敏、对乙酰氨基酚 13 味药制成的中西药复方制剂，具有辛凉解表，清热解毒的作用。用于流行性感冒引起的发热头痛、咳嗽、口干、咽喉疼痛。

2004 年 1 月 1 日至 2010 年 4 月 30 日，国家药品不良反应监测中心病例报告数据库中有关维 C 银翘片的病例报告数共计 1885 例，不良反应/事件主要累及中枢及外周神经系统、消化系统、皮肤及附属器等。其中维 C 银翘片严重病例报告共计 48 例，约占所有报告的 2.55%，无死亡报告。

SFDA 关注罗格列酮及其复方制剂的安全性问题

2010 年 9 月 23 日，欧盟药品管理局（EMA）发布信息，建议暂停文迪雅（Avandia，罗格列酮片）、文达敏（Avandamet，罗格列酮和二甲双胍复方制剂）和 Avaglim（罗格列酮和格列美脲复方制剂）的上市许可。同日，美国食品药品监督管理局（FDA）发布信息，严格限制文迪雅的使用，仅用于那些其他药品不能控制血糖的 2 型糖尿病患者，但目前正在使用文迪雅并从中受益的患者，如愿意可以继续使用该产品。国家食品药品监督管理局密切关注 EMA 和 FDA 对罗格列酮及其复方制剂采取的新的监管措施。

四季度投资策略

医药板块的相对强势积累已久

两年来医药板块的相对强度不断扩大

我们选取了 3 个指数进行比较：中小板指（399005）、沪深 300 医药（000913）、沪深 300（000300），基期定于三年前的 2007 年 10 月 11 日，将三个指数的基期数值确定为同

一数值进行叠加。我们可以直观地看到：自 2008 年底以来，医药板块和小盘股趋势较一致，但同大盘指数的差距越拉越大。

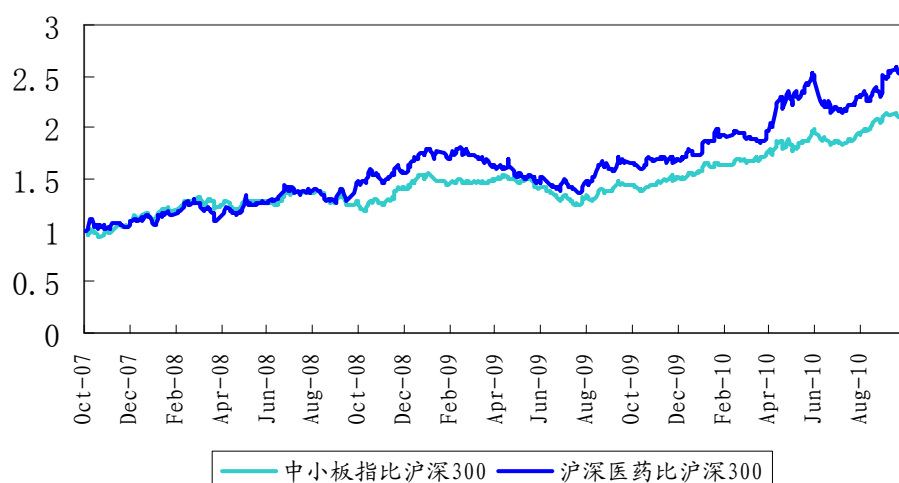
图 9：2007 年 10 月以来三指数表现



资料来源：Wind，长江证券研究部

为更准确地显示这一情况，我们将中小板指同沪深 300 的比值、沪深医药同沪深 300 的比值计算出来，看其变化趋势（假设基期两个比值增均为 1）。

图 10：2010 年 9 月以来三指数市场表现



资料来源：Wind，长江证券研究部

由该图我们可知：医药板块相对于沪深 300 指数，其倍数从基期（2007 年 10 月 11 日）

的 1 倍，增长到目前的 2.5 倍，特别是从今年 4 月份以来出现了差距快速拉大的情况，其溢价过高已是事实。

主要原因是经济前景长期不明

在我们看来，医药行业在中国是个长期稳定发展的行业，其估值水平如在适当的空间（市盈率 20 至 40 倍）波动，应属正常。即便有所透支，牺牲的也只是时间。

与此相反，自 2008 年金融海啸以来，全球经济就一直处于不明朗状态，代表宏观经济走势的权重股遭到市场一轮轮的抛售，流出的资金又一轮轮地进入医药等“防御性”行业，我们认为这是造成医药股、小盘股与大盘指数差距不断拉大的直接原因。

医药板块的相对强度难以继续扩大

如果是在 2006 年那样的大牛市中，医药股的估值水平仍有可观的上升空间。但问题是：权重股在各种利空因素作用下不断跌价，其绝对投资价值已高于医药股整体，对医药板块的估值构成了制约。

即便不从估值的角度，从市场本身来看：很多投资者买医药股并不是看好具体的公司，而是把医药股作为对冲大盘风险的工具。一旦大盘风险降低，这部分资金将流出，市场给予医药板块的这部分溢价就会消失，这就给医药股未来“多跌”或“少涨”提供了根据。

事实上，6 月份医药股的大跌就是这个原因。表面上看，发改委要降药价和打击商业贿赂是医药股下跌的直接原因。但我们当时就已分析，这两条“利空”实质是中性的，只是被拿来作为下跌的理由而已。10 月份关于基本药物降价的问题可能尘埃落定，这对医药板块又会形成冲击。

等待大盘的补涨

权重股还没有大幅上涨，其估值水平不高，因此我们认为医药股的上涨并未结束，只是要等待大盘的补涨。只要医药指数相对于沪深 300 的差距缩小到足够程度，医药板块应会跟随大盘继续走强。

四季度医药股配置

对于长期配置，我们依然看好优质企业如同仁堂、天士力、仁和药业等。

对于中短期配置，我们认为目前医药股整体的相对估值并不便宜，弹性较大的公司则可能摆脱市盈率的束缚。建议关注信邦制药等。

重点公司介绍

同仁堂（600085.SH）：集团整合效果初现

同仁堂股份在营销、管理、研发上都保持相对稳定，业绩增长与同仁堂集团的整体表现密切相关。随着集团的业务整合，中药中医化的“同仁堂模式”将会显现，其效果将会继续渗透到同仁堂股份的业绩里面来。我们维持对公司 2010 年、2011 年 EPS 分别为 0.68 元和 0.79 元的预测，并维持“推荐”评级。

天士力 (600535.SH): 仍有多重催化剂

一是公司8月份以来利用“复方丹参滴丸通过FDA二期临床试验”进行营销,效果很好;二是亚单位流感疫苗将可以秋季试销,对明年增长的贡献变得更加确定。我们维持天士力2010年、2011EPS预期为0.9元、1.13元。根据目前中药一线公司估值水平,按2011年40倍市盈率计,天士力12个月目标价为45元;维持“推荐”评级。

信邦制药 (002390.SZ): 一类新药申报获受理

公司的人参皂苷-Rd 申请新药已获有关部门受理,未来该药投产后,凭借植物单体药物身份和公司在心脑血管领域的营销优势,预计市场前景乐观。我们维持信邦制药2010年、2011年EPS分别为0.68元、0.9元的预测。该公司是典型的高弹性投资标的,比较适合激进型投资者。

仁和药业 (000650): 资产收购预期明确

公司自身OTC业务的渠道环节不断优化,稳定增长可期。传统优势产品妇炎洁等将重回稳定增长轨道;资产收购预期明确,且积极谋求对外并购扩张。集团内资产闪亮制药、仁和药用塑胶将确定注入上市公司,收购江西制药的动作也已经启动。仅仅考虑现有业务,公司2010年、2011年EPS分别为0.58元和0.80元,对应的PE分别为35倍和25倍,估值相对较低,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	10 E	11E	09A	10 E	11E	上次	本次
中药	600085	同仁堂	33.45	0.55	0.68	0.79	61	49	42	推荐	推荐
中药	600436	片仔癀	56.43	0.93	1.19	1.23	61	47	46	谨慎推荐	谨慎推荐
中药	000423	东阿阿胶	50.06	0.60	0.90	1.17	83	56	43	推荐	推荐
中药	000538	云南白药	73.76	0.87	1.15	1.39	85	64	53	谨慎推荐	谨慎推荐
中药	600993	马应龙	46.48	1.09	1.07	1.35	43	43	34	推荐	推荐
中药	600535	天士力	36.56	0.65	0.85	1.01	56	43	36	推荐	推荐
中药	000999	华润三九	26.48	0.72	0.87	1.03	37	31	26	谨慎推荐	谨慎推荐
中药	600351	亚宝药业	9.36	0.20	0.27	0.33	46	35	28	推荐	推荐
中药	600750	江中药业	41.26	0.68	0.82	1.04	61	50	40	推荐	推荐
中药	600976	武汉健民	19.91	0.10	0.45	0.57	199	44	35	推荐	推荐
化学制剂	000963	华东医药	28.9	0.39	0.80	1.02	74	36	28	推荐	推荐
化学制剂	600276	恒瑞医药	50.01	0.68	1.05	1.30	74	48	38	推荐	推荐
化学制剂	002004	华邦制药	60.98	0.67	1.26	1.53	91	48	40	推荐	推荐
化学制剂	000650	仁和药业	20.3	0.32	0.58	0.80	63	35	25	推荐	推荐
原料药	002099	海翔药业	29.16	0.19	0.61	0.89	153	48	33	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。