

医药生物行业 2011年2季度报告

评级：增持 维持评级

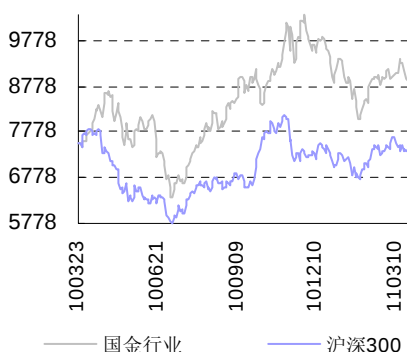
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

政策逐步放缓，机会逐步来临

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	68.27
市场优化平均市盈率	29.70
国金医药生物指数	8892.45
沪深300指数	3222.96
上证指数	2919.14
深证成指	12667.26
中小板指数	7330.69



相关报告

1. 《人参产业振兴不断深入》，2011.3.6
2. 《绕开政策,精选个股》，2011.3.2
3. 《政府计划大幅提高医保补助水平;》，2011.2.20

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130210050004
 (8621)61038219
 lijingl@gjzq.com.cn

李龙俊 分析师 SAC 执业编号: S1130210080003
 (8621)61038315
 lilj@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130208070242
 (8621)61038218
 huangting@gjzq.com.cn

投资建议

- **行业策略：**基于行业降价政策陆续出台并趋缓，以及一季报后对业绩的过高预期逐步修正，行业未来负面因素将逐步减少，预计二季度后期医药股将逐步迎来投资的机会。我们建议二季度继续首配我们前期推荐的规避政策风险组合，并视基药定价政策的出台情况择机加大对独家品种的配置。
- **推荐组合：**
 - 1、保健类中药：同仁堂、康美药业、云南白药、东阿阿胶、紫鑫药业
 - 2、医疗服务、商业、生物制药：爱尔眼科、尚荣医疗、复星医药、华东医药、华兰生物
 - 3、国际化及研发创新的企业：海正药业、恒瑞医药、莱美药业、恩华药业
 - 4、维生素：浙江医药、新和成
 - 5、成本控制能力强、规模大、受益于基药的龙头：科伦药业
 - 6、受益于基层需求释放的独家品种：中新药业、华润三九、双鹤药业、昆明制药

行业观点

- **行业 2011 年继续保持快速增长：**我们预测行业销售收入增速 23%，利润总额增速约为 28%。预测的基础：一方面来自于今年是政府完成 8500 亿增量投入资金承诺的最后一年，财政投入方面我们预计还有近 800 亿的增量；另一方面源自医药商业、生物行业振兴规划的出台、基本药物假设逐步完成、公立医院改革（尤其是县级）的开展，这些政策会保证部分子行业（如商业、生物、中药、服务）的快速发展。
- **药品降价逐步落实，后续政策逐步趋缓。**随着 3 月份发改委对抗生素等品种降价，政府对医保品种的价格梳理逐步展开；我们预计后续还有几批品种降价，降价幅度预计跟前两次类似，在 20%左右；同时按照惯例，新进医保品种的降价也会年内出台。这样来看，去年一年困扰投资者的降价问题逐步落地，政策的风险陆续释放。从我们目前掌握的情况看，后续很难再有超预期的政策负面因素，行业逐步进入政策稳定期。随着新版“GMP”政策的推行，不排除还会有利好价格政策出台的可能。
- **基本药物预期逐步好转。**基本药物地方政府的降价幅度已经到位，“两会”期间甚至出现了“价格虚低”的争论。近期政府表示将对一些成熟的基药品种制定全国统一价，我们认为这有助于遏制各地的政策恶性价格竞争，对企业是一种保护；随着基药降价政策的逐步稳定，基药市场扩容的利好预期将显现。时间点我们预计从中旬开始体现。
- **政策预期逐步好转之后，投资机会将逐步来临。**详见上文策略。

风险提示

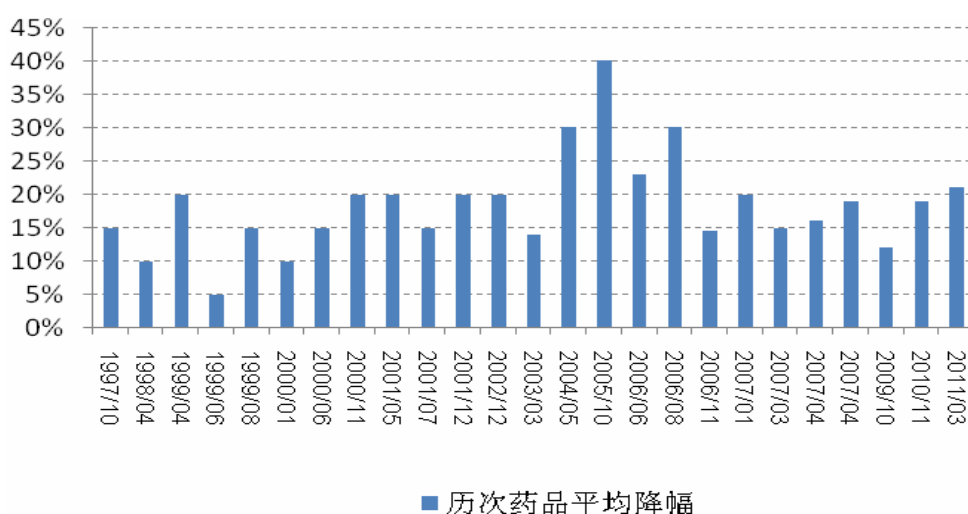
- 市场投资风格偏好等不可控因素；
- 基药放量时间低于预期；

行业政策有望趋缓，风险逐步得以释放

降价的靴子陆续落地，风险开始释放

- 2010 年底，国家展开了自新医改以来的新一轮药品降价，至今的两次降价具体情况如下：
 - 2010 年 11 月 30 日，国家发展改革委发出通知，降低头孢曲松等部分单独定价药品的最高零售价格，涉及抗生素、心脑血管等十七大类药品，调整后的价格比现行规定价格平均降低 19%。
 - 2011 年 3 月 7 日，国家发改委发出通知，降低部分主要用于治疗感染和心血管疾病的抗生素和循环系统类药品最高零售价格，共涉及 162 个品种，近 1300 个剂型规格，调整后的价格比现行规定价格平均降低 21%。

图表1：我国历次降价幅度和时间



来源：国金证券研究所，健康网

- 政府此轮降价，目的是对医保目录进行一次系统性梳理，降价重点是单独定价品种（包括外资单独定价药品）；前两次涉及抗生素、心血管两类。我们判断本轮降价并未结束，未来降价范围还将逐步扩大：
 - 从适应症类型推测，预计后续还会有内分泌、抗肿瘤、中药等其他品类的降价。
 - 按照以往医保目录调整惯例，预计今年还会针对新进医保品种进行降价。
- 虽然降价范围仍将扩大，但预计降价幅度有限：前两次单独定价品种的调整幅度均为 19%，可做参考；非单独定价品种的降幅略高，预计 20%-30%；个别品种还可能提价。
- 本轮药品降价的基准仍是最高零售价，由于最高零售限价与药品终端零售价格可能存在差异，且终端零售价与出厂价之间存在中间差价。所以对于最高零售限价的调整，不会直接同比例降低企业出厂价，而会经由中间环节的缓冲，使得制药企业出厂价的降幅相对收窄。

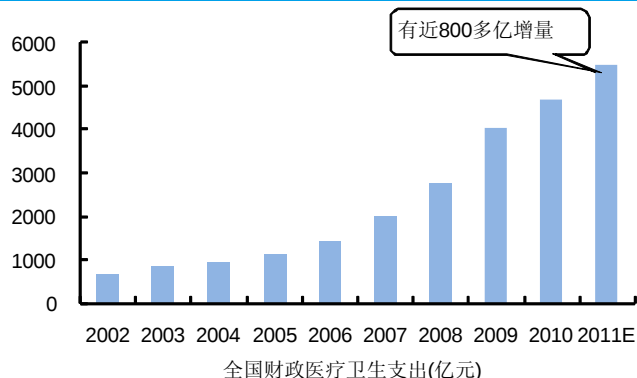
基药降价将逐步趋缓，甚至好转

- 我们认为基本药物降价的幅度很难再超市场预期，采购机制日趋合理，避免价格恶性竞争的呼声和政策尝试显现，新版 GMP 推行所需的药价补偿机制，都预示着基本药物降价压力的逐步缓解。
- **安徽模式将“有度”推广。**安徽省基本药物招标的双信封、量价挂钩、单一货源、配送补偿等模式，在降低药价方面起到明显效果，其中一些主要要素被国务院于 2010 年 12 月发布的《基本药物采购机制的指导意见》所采纳，有机会在全国得以推广，这意味基本药物的招标采购机制将日趋规范和合理化。
- 目前各地的基药试点过程中，部分地区出现“唯低价论”的趋势；两会中医药行业代表的呼声充分体现，企业迫切需要遏制价格攀比、价格虚低的基药招标情况。
- **政策将趋缓。**我们认为，从安全用药、长久发展的角度考虑，为了保障基药的顺利推行，国家会对企业反映的上述问题做出考虑。例如，发改委表示，要对“多次招标、供应充足、价格基本稳定”的产品制定全国统一价，此举将一定程度避免各地恶性竞争。
- **还可能有什么利好？**新版 GMP 已经推出，为了达到更高标准，企业势必投入大量的改造费用；与此同时政府大幅消减企业基本药物中标价，两个政策之间有矛盾性。我们认为后续可能对优先通过新版 GMP 的企业生产的基本药品，会建立价格补偿机制。

基本药物政策的好转，有利于刺激需求的释放

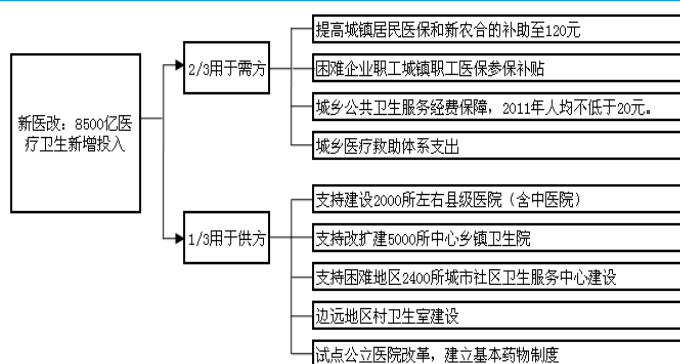
- 招标政策的正常化，使企业能正常的布局招标。我们认为，符合政策招标方向、成本控制能力强的大型企业，是顺应基药招标趋势的受益者。
- 政府医疗投入的方向是基层。新医改的 8500 亿新增投入中，新农合人均补助的提升，公共卫生经费的提高，县级医院、乡镇卫生院等基层医疗机构的建设，都为释放基本药物的需求提供了有利条件。我们认为政府对基本药物的补贴能够到位，基层需求的释放值得期待。
- 2011 年，将是 3 年 8500 亿投入的最后一年，财政投入确定性高。财政投入的增长将推动基层需求的进一步释放。

图表2：历年政府财政医疗卫生支出（亿元）



来源：国金证券研究所，健康网

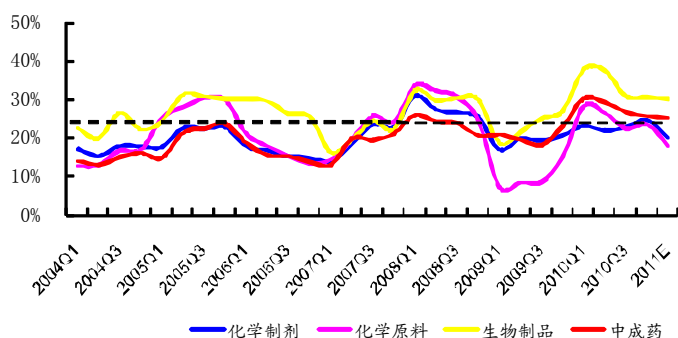
图表3：政府医疗财政投入方向



行业整体增长前低后高，整体乐观

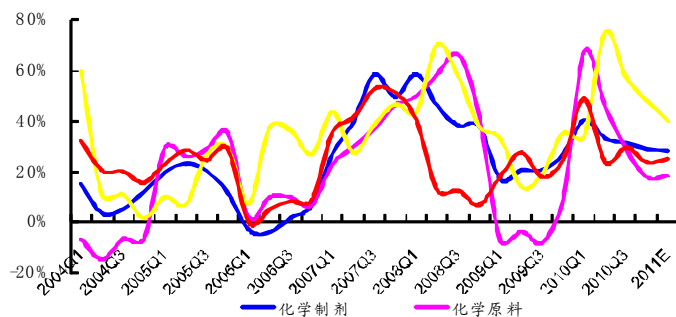
- 建立在上述对行业政策分析的基础上，我们对医药行业 2011 年的增长情况保持相对乐观。我们预测行业销售收入增速 23%，利润总额增速约为 28%。预测的假设基础及结果如下图所示：

图表4：各子行业销售收入增速假设

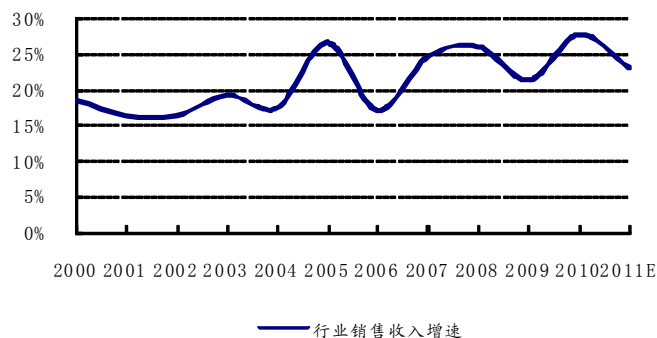


来源：国金证券研究所，健康网

图表5：各子行业利润增速假设

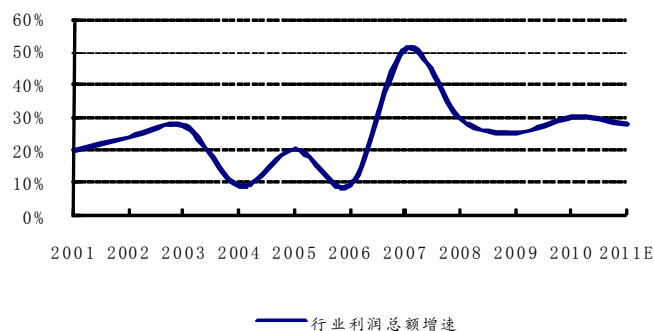


图表6：医药行业整体销售收入增速假设



来源：国金证券研究所，健康网

图表7：医药行业整体利润增速假设



二季度继续建议布局抗风险组合，稳妥收益

保健类品牌中药：可以规避降价影响

- 保健类品牌中药，凭借品牌号召力，身处此次降价风潮之外。该类品种是我们今年以来重点推荐品种之一，预计二季度仍能领先于行业表现。
- 我们推荐以下个股：
 - 康美药业、紫鑫药业受益于人参等中药材涨价；
 - 东阿阿胶受益于阿胶产品不断提价；
 - 云南白药继续日消品的延伸；
 - 同仁堂作为品牌龙头再创辉煌。
- **重点推荐：**同仁堂（600085）。推荐逻辑主要基于以下三条：一是同仁堂作为百年老店，其经营模式、品牌基础、独家品种及在传统中医药产业的地位是不可复制的，具有稀缺资源的属性；二是股份公司将毫无疑问处于集团发展的核心地位；三是公司市值被严重低估，略高于中恒集团，远低于云南白药、东阿阿胶和康美药业，市值与公司在传统中医药领域无可撼动的地位相距甚远。我们预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.629 元、0.867 元和 1.232 元。

医疗服务、医药商业、生物制药：政策扶持

- 医疗服务：公立医院的改革是后续医改的重点和难点，要解决看病难的问题，增加医疗服务的供给能力是关键。《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》已经获得通过，这意味着更多的资本可以进入医疗服务领域，从而也会催生医疗服务板块在资本市场力量的崛起。这里我们看好医疗服务连锁机构，典型代表**爱尔眼科**和**复星医药**。另外，受益于医院扩建的**尚荣医疗**也是重点投资标的。
- 医药商业：医药流通业规划预计二季度出台，行业面临新的机遇，龙头公司受益于集中度提升，区域性公司有被并购价值。我们重点推荐**国药控股（复星医药）**和**华东医药**。
- 生物制药：生物产业振兴规划预计三季度出台，生物产业将成为经济转型和产业结构调整中的新兴产业之一。我们预计，政府将在研发投入、融资政策、税收优惠等方面给予相关企业支持。我们重点推荐**华兰生物**和**沃森生物**。

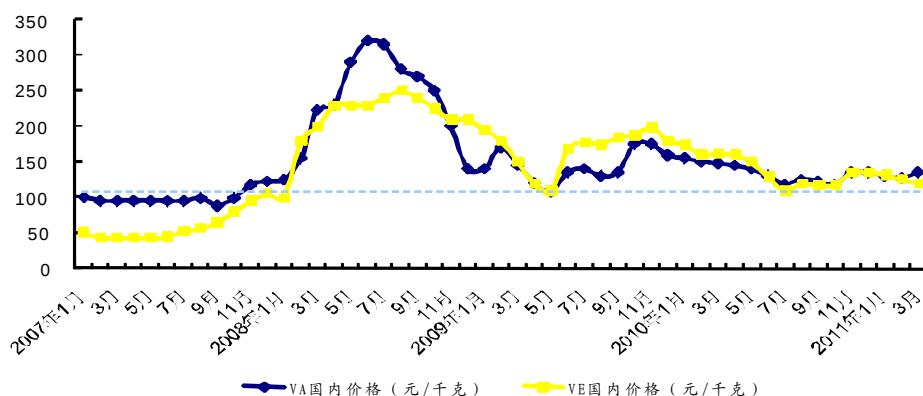
面向国际化的企业：海外出口和合作

- 市场开拓：特色原料药实现制剂出口的产业升级一直是国人的梦想。国内企业通过规范市场认证、将自主品牌药品远销欧美，具有很强的投资吸引力，我们始终认为这是一个曲折的过程，越往后成功的概率越大，我们重点推荐制剂出口龙头**海正药业**。
- 研发合作：面向国际的合作还有另外一种模式，即研发方面的合作。力争国内的研发平台符合国外认证，与国外企业共享研究成果，共分全球市场。我们认为这种模式可操作性更强，目前国内部分研发实力较强的企业，一直在与海外公司合作，力争在品种引进、市场共享方面取得进展。我们重点推荐**恒瑞医药**、**莱美药业**和**恩华药业**。

维生素：重回 2009

- 每年的二季度都是维生素 VE 和 VA 提价的时间窗口，今年受益于需求的复苏、日本地震的事件性影响，提价已经提前。VA 提价 30%、VE 提价 15%。
- 我们认为，维生素 E 作为供需平衡的品种，是最佳的投资标的。随着四五月份饲料需求旺季的到来，需求支撑的价格上涨还有空间。我们定义 3 月 7 日提示的涨价是一次试探，3 月 16 日的涨价是事件性的刺激，而后续需求支撑的价格上涨我们更为看重。
- 我们建议继续持有和买入**浙江医药**、**新和成**。

图表8：国内 VA、VE 价格统计



来源：国金证券研究所，健康网

成本控制能力强的企业：符合基药招标方向

- 国家工信部、国家卫生部、国家食品药品监督管理局等三部委联合下发的工信部联消费(2010)483号文《关于加快医药行业结构调整的指导意见》提出：“要促进基本药物生产向优势企业集中，提高基本药物产品质量和供应保障能力。基本药物主要品种销量居前20位企业所占市场份额应达到80%以上，实现基本药物生产的规模化和集约化”。
- 我们认为基本药物的政策将逐步稳定，那么能够符合政府招标思路的企业，可以获得销量的增长。我们看好成本控制能力强、规模大的基药生产企业。
- **科伦药业**：我们认为公司目前是处在经营拐点的公司，基本面有下列优势：1、降价政策和新版GMP政策加速输液行业结构调整，公司今年软塑包装产能恰好释放面临高速增长机遇；2、公司战略开始由输液向非输液转移，并提出了“输液与非输液等强的战略目标”，成长空间打开。预计公司2011、2012年EPS为4.20元、5.90元，复合增速50%。

独家品种：受益于基本药物基层需求释放

- 对于基层需求的放量，我们看好独家品种的增长。**中新药业**的速效救心丸、**双鹤药业**的降压0号、**华润三九**的三九胃泰、**昆明制药**的络泰等都是代表性品种。
- 对于这部分标的的投资时点，我们认为可能还要视基药政策的推广情况来定，放量可能要在二季度之后，可随时关注我们的报告。

行业内重点公司简介

同仁堂：心有多大，世界就有多大

- “百年老店”具有不可复制性：市场总是坚持不懈地追求能持续经营、发展空间巨大的“百年老店”，同仁堂就是具有“百年老店”特质的投资标的；同时，同仁堂的经营模式、品牌基础、独家品种及在传统中医药产业的地位是不可复制的，具有稀缺资源的属性。
- 股份公司是集团的发展核心：从集团组织结构可以清晰看出，股份公司是集团的组织核心，旗下掌握大量经营资产；无论是收入还是利润贡献，股份公司均在集团居于首位；集团近年确定“以现代中药为核心，发展生命健康产业”的发展战略。我们认为，聚集集团中药制造的股份公司将毫无疑问地处于集团发展的核心地位。
- 公司市值被严重低估：考虑上同仁堂科技后，同仁堂的市值也仅有189亿，略高于中恒集团，远低于云南白药、东阿阿胶和康美药业。我们认为，公司市值与公司在传统中医药领域无可撼动的地位相距甚远。
- 我们认为，同仁堂作为成功经营数百年的“百年老店”，不仅在经营模式、品牌基础、独家品种和制药工艺等方面具有不可复制性，而且在传统中医药领域具有不可撼动的代表地位。
- 我们预计2010-2012年公司EPS分别为0.629元、0.867元和1.232元。
- 盈利水平偏低，完全不符合公司所占据的行业地位。因此，我们认为，在目前公司的经营能量尚未得到释放的情况下，公司应该享受高PE水平。我们给予公司未来6个月43.35元目标价位，相当于50x11PE。

科伦药业：40亿，全面进入非输液市场

- 科伦药业公告计划投资39.9亿元，投产硫氰酸红霉素、头孢系列等一系列抗生素中间体，计划打造新疆伊犁河谷为全球最大抗生素“药谷”。公司目

标形成从抗生素原料中间体到原料药再到粉针、冻干粉针和口服制剂相结合的具有完整产业链的非输液类产品体系。

- 事件本身对科伦药业、乃至中国医药产业都有重大影响：1、由于公司之前已经提出“输液与非输液等强”的战略，从公司成本控制力强、产品规模大的企业经营特色出发，进入抗生素这一大品类领域是在意料之中的，也是最容易发挥公司在输液领域积累的经验的一种选择；2、中国的抗生素市场至今比较分散，参与企业众多，竞争仍主要延续历史格局。此次公司这样一家民营企业大举进入这个市场，势必会对现有格局产生影响。
- 从全产业链角度，我们看好公司的此次战略布局：1、公司进入非输液领域，最直接的选择是与输液配套的抗生素药物；2、公司要在抗生素这一非输液领域形成竞争优势，必须要形成从抗生素原料中间体到原料药再到粉针、冻干粉针和口服制剂相结合的具有完整产业链，才能形成整体竞争力，实现产业整合；3、抗生素中间体和原料药按照最大化的产能生产、同时结合终端粉针、冻干粉针、口服等制剂的大批量销售，可以形成规模效益，进一步降低成本；4、虽然公司目前制剂销售规模不大，但从案头研究的结论来看，公司未来势必会做大制剂销售规模。到时候目前投产的中间体和原料药就是一步妙棋，可谓“制剂放量、原料先行”。综上，我们认为公司的此次战略布局，是站在全产业链角度考虑问题，具有前瞻性。
- 公司此次布局具备的优势：1、政策扶持。公司此次在新疆投资，符合《国务院关于进一步促进新疆经济社会发展的若干意见》精神、符合国家要求将优势资源就地转化为经济优势的发展原则；2、成本优势。伊犁充足并相对廉价的粮食、水、能源供应和人力资源作为保证，可以降低公司经营成本。3、与现有业务的协同效应。公司在输液板块积攒的渠道优势、现有输液与抗生素产品联合使用的特性、公司在研的双腔袋、公司现有的三家非输液公司几十个原料和制剂批文，都有助于消化原料产能。
- 此次事件对公司盈利的影响：1、短期影响不大：此次投资分两阶段，一是 2011-2012 年底，4800 吨硫氰酸红霉素建成试车，二是 2012-2014 年，9000 吨头孢中间体建设。预计最快的业绩贡献和相关折旧摊销要到 2013 年，因此这两年对业绩没有直接影响。第一阶段公司用超募资金出资，不存在资金问题；第二阶段可能会涉及融资，影响财务费用。2、长期增厚利润：公司预计全部达产后，在一定的价格假设基础上，可实现年销售收入 68 亿元，净利润 14.84 亿。但我们认为实际情况可能会好一些，因为公司未来会把中间体与原料制剂销售一体化，盈利能力可能会提高。
- 如何看待公司的投资价值：1、短期看 2011 年业绩高增长确定。公司此次同时公告使用超募资金 4.2 亿元收购崇州君健塑胶，预计该公司可实现 2011 年净利润 1 亿元，这样来看，我们预测 2011 年 10 亿的净利润，50%的增长可以实现；2、长期看，公司现有业务自然增长，再加上此次投资的项目贡献，预计公司利润额能达到 25-30 亿元。从这个角度看，公司市值还有很大空间。
- 维持公司 2011、2012 年 EPS 为 4.20 元、5.90 元的盈利预测，维持“买入”评级，公司作为转型期的企业，值得重点配置。

图表9：国金医药股票池

行业	公司				PE2010	PE2011	复合增长率 2010-2011
		2009	2010E	2011E			
生物	华兰生物	1.06	1.05	1.50	40	28	19%
	科华生物	0.41	0.52	0.61	32	28	21%
中药	康缘药业	0.38	0.50	0.65	32	25	30%
	云南白药	0.87	1.30	1.75	44	32	42%
	昆明制药	0.18	0.27	0.43	50	32	52%
	康美药业	0.23	0.35	0.59	43	26	61%
	中新药业	0.35	0.39	0.50	36	28	20%
	紫鑫药业	0.24	0.70	1.40	43	21	143%
	东阿阿胶	0.60	0.90	1.45	51	32	56%
	同仁堂	0.55	0.63	0.87	63	46	26%
商业	国药股份	0.47	0.65	0.82	35	28	32%
	复星医药	1.31	0.53	0.70	24	18	-27%
化药	恒瑞医药	0.89	0.97	1.21	49	39	17%
	恩华药业	0.24	0.33	0.47	67	47	41%
	信立泰	0.95	1.45	1.96	44	33	44%
	莱美药业	0.44	0.50	1.00	66	33	50%
	科伦药业	1.78	3.08	4.20	46	34	53%
	华东医药	0.87	0.75	1.00	39	29	7%
	双鹤药业	0.79	0.91	1.10	29	24	18%
原料	浙江医药	2.70	2.51	2.86	15	13	3%
	新和成	1.40	1.52	2.00	21	16	19%
	海正药业	0.56	0.73	0.93	50	40	29%
器械	鱼跃医疗	0.39	0.65	0.91	59	42	52%
医疗	爱尔眼科	0.34	0.46	0.61	78	59	33%
	尚荣医疗	0.49	0.70	1.20	99	58	56%
OTC	华润三九	0.72	0.83	1.05	27	21	21%

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室