

行业跟踪

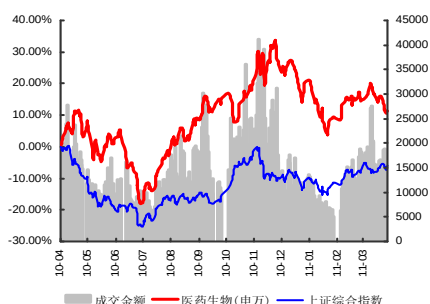
估值回落中探寻转暖良机

生物医药行业

2011 年 4 月 6 日

优异

最近 52 周走势:



报告作者:

国联证券医药组

周静

执业证书编号: S0590210100010

联系人:

联系人: 杨扬 周静

电话: 0510-82833217

021-38991500

Email: yangyang@glsc.com.cn

zhoujing@glsc.com.cn

独立性申明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响, 特此申明。

2011 年医药行业周报第 12 期 (3.28-4.1)

一、行业动态跟踪

- 1、医药流通“十二五”规划或再度推迟 行业洗牌已提速
- 2、县医院改革渐入正轨 基药迎来春天
- 3、日本本土原料药生产受损 中国药企或存机遇

二、上市公司重要动态回顾

三、主要原料药价格跟踪

青霉素工业盐 4 月 2 日最新报价为 78 元/BOU 与上月价格持平。
4 月 2 日 6-APA 最新报价 220 元/kg, 与上月 205 元/kg 相比有所上升。
4 月 2 日阿莫西林报价在 235 元/斤左右, 基本维持在上月水平。4 月 2 日头孢曲松钠最新报价, 相比 3 月 810 元/kg 维持相同水平, 价格在短期反弹后出现横盘之势。维生素方面, 4 月 2 日维生素 C 报价 45 元/kg 左右。3 月 14 日维生素 E 报价为 130 元/kg, 相比上月 140 元/kg 略降。维生素 A 方面, 4 月报价为 135 元/kg, 相较于上月持平。
泛酸钙 (饲料级) 最新报价 55 元/kg, 短期不会出现较大的变动。

四、医药行业估值跟踪

在前期抗癌概念、地震概念相继热炒之后, 本周医药板块出现较大幅度回调。在投资机会的把握上, 估值阶段性回落恰恰为我们积极布局二季度提供良机, 我们建议持续关注此轮调整中估值已具有吸引力的白马股如云南白药、东阿阿胶以及康缘药业, 另一方面, 从规避降价政策风险的角度来看, 我们看好提供高端医疗服务个股, 如通策医疗。长期来看, 尽管药品价格下降将会影响行业的毛利率, 但行业的扩容和需求的持续放大将是整个行业继续维持 20% 以上增速, 因此我们给予行业“优异”评级。

五、区间涨跌幅

一、行业动态跟踪

1、医药流通“十二五”规划或再度推迟 行业洗牌已提速

《第一财经日报》获悉,《全国药品流通行业发展规划纲要》(2011~2015年)送审稿已经结束最后阶段的意见研讨。但由于政策本身内容仍需进一步完善,《纲要》公布时间将很可能再度推迟。在《纲要》中,“支持大型药品流通企业通过收购、合并、托管、参股和控股等多种方式做大做强,实现规模化、集约化和国际化经营”等已被明确写入。事实上,医药流通行业的洗牌已经白热化。

点评: 由于商务部 2009 年底才正式接手药品流通工作,加之部门之间的协调,使得《纲要》原定于 4 月推出的预期产生变数,可能再度面临延后。对于 2015 年前的发展目标,《纲要》则提出了量化指标,“形成 1~3 家年销售额过千亿元的全国性大型医药商业集团,20 家年销售额过百亿元的区域性药品流通企业;药品批发百强企业年销售额占药品批发总额 85%以上,药品零售连锁百强企业年销售额占药品零售企业销售总额 70%以上;连锁药店占全部零售门店的比重提高到三分之二。”这就意味着,按照现阶段全国医药流通行业的座次排名,前三的国药集团(国药控股,01099.HK)、上海医药(601607.SH)和九州通(600998.SH)无疑将分别在各自的发展路径上加速,而排名其后的区域性龙头间的市场份额争夺也将进一步白热化,半年时间里,重组后的华润北药完成了对 11 个省市 18 家优势企业的兼并重组,实现了从南到北的全国网络布局,并高调宣布“十二五”目标:打造超千亿企业集团,并在香港主板整体上市。而科伦药业、安徽华源、南京医药、广州医药等盘踞各地的龙头也正在积蓄力量。

2、县医院改革渐入正轨 基药迎来春天

医改吹响“冲刺号”后,担负着全国 70%的发病率救治和 9 亿人医疗任务的县医院被重点强调,各省基层基本药物制度推进明显加速。除安徽、宁夏、江西、天津等地初步实现基层全覆盖后,重庆 25 日发文要求辖区内所有基层医疗机构必须全部配备和使用基药,库存非基药使用截止 3 月 31 日。同日,随着长兴县等最后一批 4 个县正式实施基药制度,浙江 90 个县完成基药全覆盖。山西也明定 3 月 31 日起,全省 1467 家基层医疗机构全部实施基药制度。很明显,落实基层基药全覆盖已然成为 2011 年的重中之重。

点评: 随着相关措施的逐步出台,基层终端市场有望形成一个新的市场层级。据 SFDA 数据显示,2010 年,全国县级医院 6472 家,其总诊疗人次达 9.3

亿,比 2005 年增长 46.8%,年住院增长速度保持在 10%以上,病床使用率达到 92.48%。上述数据表明,县医院在分级医疗方面的作用开始显现。作为市场结构中承上启下的支点,其背后所蕴藏的新市场机遇将进一步凸显。目前,农村人均用药水平仅为 25 元,而城市人均用药水平却高达 1500 元,在新农合以及支付改革的拉动下将会形成 2225 亿(元)的药品市场增量。基于生活方式改变和人口老龄化等因素的考虑,县级市场的重新定位或将对心血管、糖尿病等慢病市场产生强大的推动作用。与城市医院相比,县级医院的基药市场有着自己的个性,只有具备强大的基层纯销配送能力、足够的市场应变能力和稳定的质量保证体系的医药企业才会成为未来之星。

3、日本本土原料药生产受损 中国药企或存机遇

日本地震对全球产业链的影响正逐渐显现,在医药原料药行业已经初露端倪。3月24日,国际药业巨头荷兰帝斯曼(DSM)宣布,公司在全球范围内提高维生素产品的价格,所有新业务的维生素 B2 和 B6 提价 15%,所有新签订单的维生素 A、维生素 E 和泛酸钙提价 10%。受此影响,国内的维生素板块药企在上周五普涨。鑫富药业涨逾 6%,广济药业和新和成的涨幅也超过 5%。

点评:受日本灾后重建的影响,相应化工企业复产需要 2-3 个月,这期间,部分维生素中间体供应紧张将直接导致企业持续提价,且国内企业也将跟进。2010 年,维生素 E 市场售价每公斤最低 110 元,最高接近 140 元。全年均价在 120 元附近,以浙江医药为例,该项业务给公司贡献 90%以上的利润。终端提价将直接转化为利润。另外,日本作为培南类抗生素的原料药 4-AA 出口国,强震及核泄漏后或将受到严重影响,将严重加剧中间体市场紧缺的状况。目前国内 4-AA 主要生产商有十几家,规模较大的有海翔药业、华海药业、海滨药业、浙江海正药业等,4-AA 现在对外报价 1300 元/千克左右,且货源非常紧张。

二、上市公司重要动态回顾

(1) 东北制药(000597):收到搬迁土地补偿款及财政贴息

2009 年 9 月 2 日,沈阳市铁西区工业改造指挥部就收回东北制药土地事宜与公司及其所属企业签定协议,协议约定按照 3500 元/平方米进行补偿,补偿费用总计 22,544.9 万元。其中公司原所属东北制药集团公司沈阳第一制药厂(现东北制药集团沈阳第一制药有限公司)22,244.95 万元,公司原所属东北制药总厂 299.95 万元。2011 年 3 月 30 日,公司收到上述协议中属于东北制

药集团沈阳第一制药有限公司的应收补偿款 1,000 万元。截止 2011 年 3 月 30 日, 公司收到属于东北制药集团沈阳第一制药有限公司搬迁土地补偿款共计 20,000 万元。上述搬迁土地补偿款公司已计入专项应付款科目。公司将在收到余下相关补偿款后及时履行信息披露义务。沈阳市财政局根据省财政厅关于拨付企业技术改造贷款贴息资金的通知精神, 拨付公司“VC 质量升级项目”贷款财政贴息。公司于 2011 年 3 月 18 日取得沈阳市财政局拨付的企业技术改造贷款财政贴息 131.45 万元。截止 2011 年 3 月 30 日, 公司收到“VC 质量升级项目”贷款财政贴息共计 500 万元。此笔企业技术改造贷款财政贴息款项计入递延收益。

(2) 仁和药业 (000650): 参与江西制药有限责任公司改制重组进展的提示

2011 年 3 月 31 日, 仁和药业接到公司控股股东仁和(集团)发展有限公司函告。为了加快江西制药有限责任公司改制重组工作, 在政府及相关部门的支持下, 尽快解决江西制药历史遗留问题, 仁和集团已向江西制药有限责任公司增资人民币 94,615,350.49 元。增资后, 江西制药注册资金为 208,000,000 元, 其中: 仁和集团 94,615,350.49 元, 股权比例为 45.49%。2011 年 3 月 31 日, 江西制药办理完成了相关工商登记手续, 仁和集团已成为江西制药第一大股东, 目前正在组织改制重组其他相关工作。同时, 仁和集团承诺: 本着支持仁和药业发展的原则, 待仁和药业最终重组江西制药时, 仁和集团同意将其持有江西制药 45.49% 的股份转让给仁和药业, 转让价格按仁和集团取得该股权的成本或按江西制药评估基准日的价格实施。

(3) 双鹭药业 (002038): 第四届董事会第十七次临时会议决议

双鹭药业第四届董事会第十七次临时会议于 2011 年 3 月 31 日召开, 审议通过了《关于收购北京普仁鸿医药销售有限公司部分股权的议案》。公司以现金出资 2,712 万元受让北京京石立迈生物技术有限公司所持有的北京普仁鸿医药销售有限公司 12% 股权。

(4) 紫鑫药业 (002118): 取得首批进入人参食品试点品种批准文号

紫鑫药业收到吉林省人参食品试点工作领导小组《关于批准人工种植人参进入食品首批试点品种的通知》, 批准公司 12 个品种为首批试点品种。现将有关内容予以公告。公司将严格按照《试点工作方案》、《试点工作规程》及吉林省卫生厅备案的企业标准组织生产和销售, 确保产品质量和食用安全。

(5) 尚荣医疗 (002551): 重大合同中标的提示

江西省上饶市立医院于 2011 年 3 月 31 日在江西省上饶市建设工程招标投标网公告“上饶市立医院住院大楼建设工程 BT 模式招商公示”，尚荣医疗为此项目的第一中标排序人。现将相关中标情况予以公告。

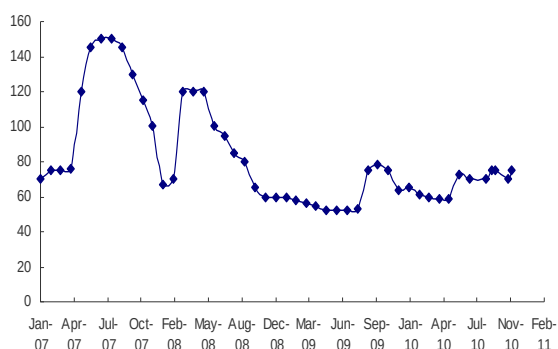
(6) 海正药业（600267）：公布与辉瑞亚太生产有限公司签订供货协议公告

近日，本公司与美国辉瑞公司子公司辉瑞亚太生产有限公司在美国签订了 CA 兽用药的供货协议。根据协议约定，本公司将于 2011 年开始向辉瑞亚太公司销售 CA 兽用药，预计年销售收入约 1,500 到 2,500 万美元，本协议期限为 5 年。由于受市场变化等因素的影响，上述协议在实际执行过程中仍存在变动的可能，本公司董事会请广大投资者理性投资，注意投资风险。

三、主要原料药价格跟踪

1、抗感染药价格跟踪

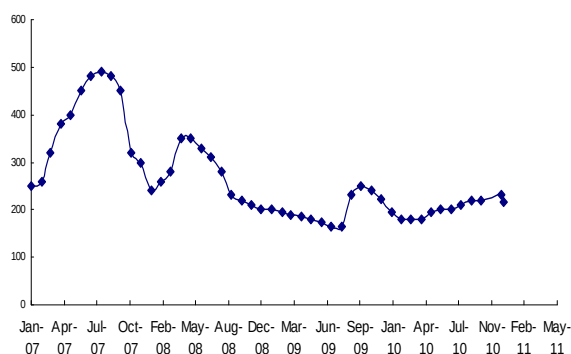
图 1：青霉素工业盐价格走势



数据来源：wind，国联证券研究所

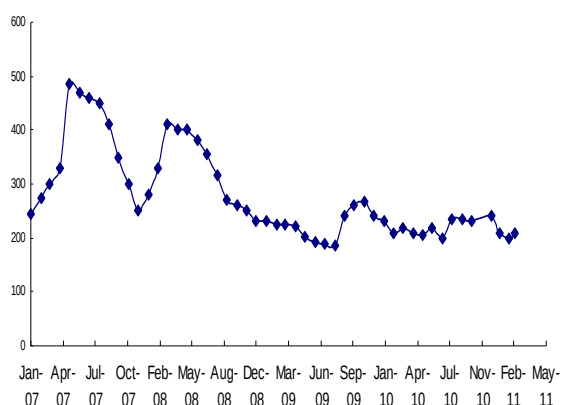
图 3：阿莫西林国内价格走势

图 2：6-APA 国内价格走势



数据来源：wind，国联证券研究所

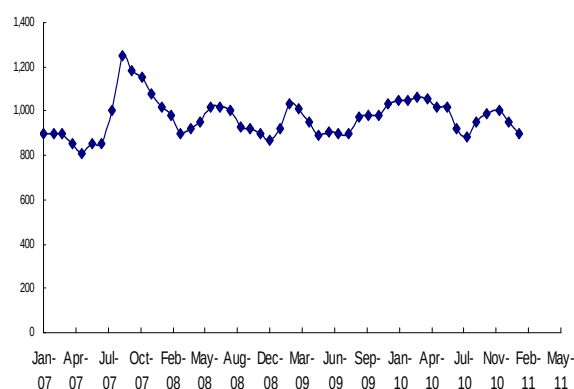
图 4：头孢曲松钠国内价格走势



数据来源：wind，国联证券研究所

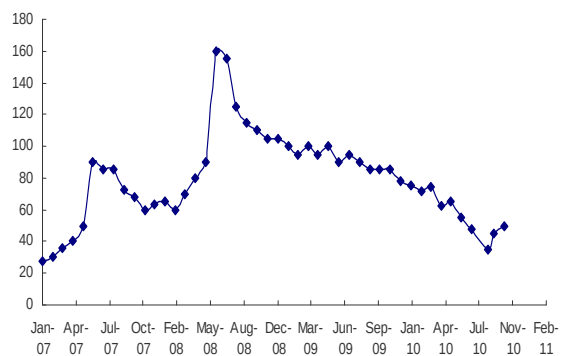
2、维生素类价格跟踪

图 5：维生素 C 国内价格走势



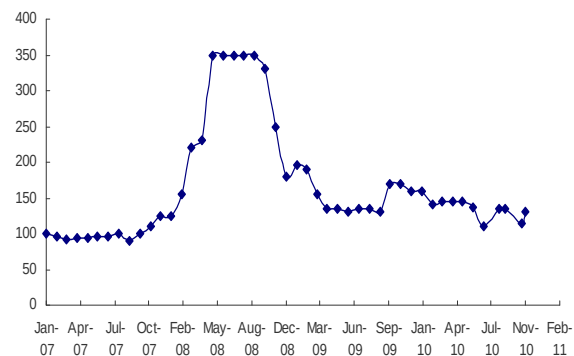
数据来源：wind，国联证券研究所

图 6：维生素 A 国内价格走势



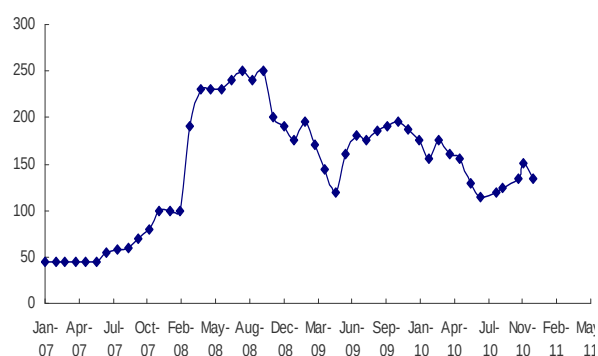
数据来源：wind，国联证券研究所

图 7：维生素 E 国内价格走势

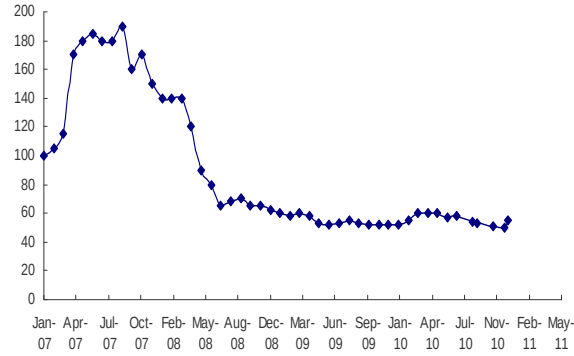


数据来源：wind，国联证券研究所

图 8：泛酸钙国内价格走势



数据来源：wind，国联证券研究所



数据来源：wind，国联证券研究所

青霉素工业盐 4 月 2 日最新报价为 78 元/BOU 与上月价格持平。4 月 2 日 6-APA 最新报价 220 元/kg，与上月 205 元/kg 相比有所上升。4 月 2 日阿莫西林报价在 235 元/斤左右，但也有高端报价在 240 元/公斤以上的价格，基

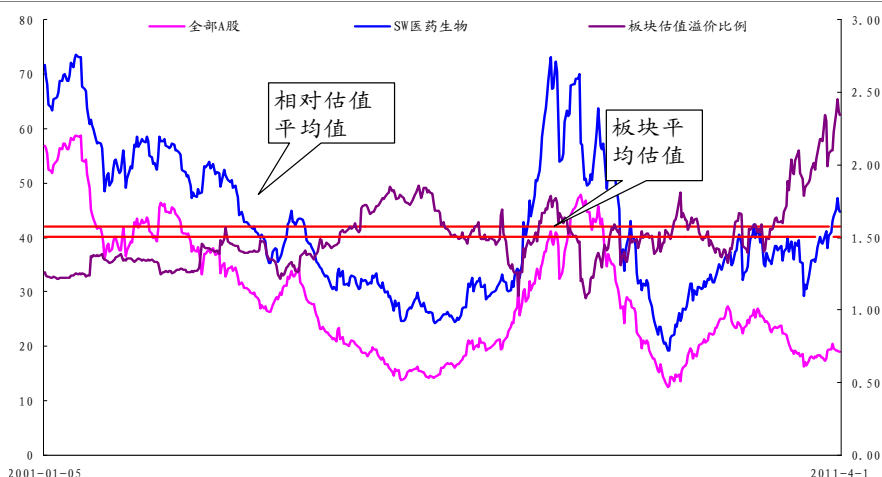
本维持在上月水平。4月2日**头孢曲松钠**最新报价，相比3月810元/kg维持相同水平，价格在短期反弹后出现横盘之势。

而维生素方面，4月2日主流厂家**维生素C**报价维持在45元/kg左右的水平，厂家采用的原料价格有所降低，成本压力减小。近期市场上出现相关政策出台传闻，相关公司如东北制药、华北制药受此影响涨幅较大，建议投资者关注。4月2日**维生素E（饲料级）**报价为130元/kg，相比上月140元/kg略有下降，目前受日本地震对上游的影响，DSM已经停止维生素E的报价，国内厂商正在酝酿提价，价格推升至140元/kg可期，这也是近期市场资金持续关注浙江医药、新和成及西南合成的重要原因，如果日本上游短期内不能恢复供应，价格还有继续上行的可能。**维生素A**方面，4月2日报价为135元/kg，相较于上月持平。由于维生素A的生产格局基本稳定，几家大的生产企业也没有扩产动向，价格也将保持相对稳定。**泛酸钙（饲料级）**4月2日最新报价55元/kg，仍维持上月水平，我们认为在鑫富药业侵权官司没有明显结果的情况下，产能过剩的局面不会很大改变，因此泛酸钙价格短期不会出现较大的变动。

四、医药行业估值跟踪

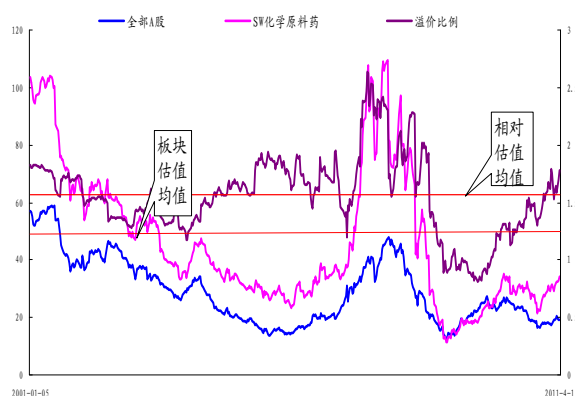
在前期抗癌概念、地震概念相继热炒之后，本周医药板块出现较大幅度回调。截止到2011年4月2日，我们采用一年滚动市盈率（TTM整体法），剔除负值影响，医药生物整体市盈率处在40.48倍，估值低于行业历史均值。医药行业相对于全部A股的溢价比例截止到2011年4月2日为2.13，仍在历史高位。在投资机会的把握上，我们认为医药板块随着前期题材个股的冷却，市场的注意力逐步将转回业绩实质性向好个股，作为布局全年的风向标，尤其需要关注一季度业绩增长情况。估值阶段性回落恰恰为我们积极布局二季度提供良机，我们建议持续关注此轮调整中估值已具有吸引力的白马股如云南白药、东阿阿胶以及康缘药业，另一方面，从规避降价政策风险的角度来看，我们看好提供高端医疗服务个股，如通策医疗。长期来看，尽管药品价格下降将会影响行业的毛利率，但行业的扩容和需求的持续放大将是整个行业继续维持20%以上增速，因此我们给予行业“优异”评级。

图表 9: 医药行业历史估值比较图



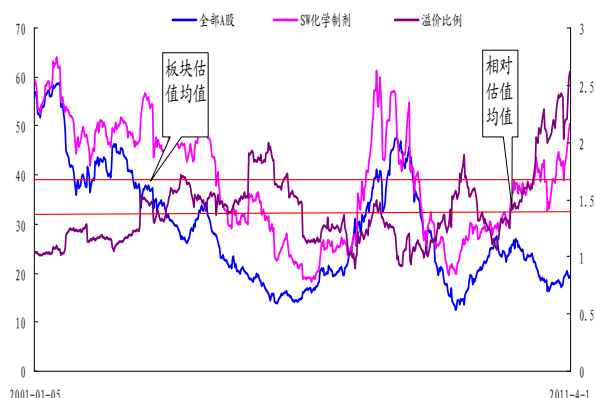
数据来源: Wind, 国联证券研究所

图表 10: 化学原料药行业市盈率变化趋势图



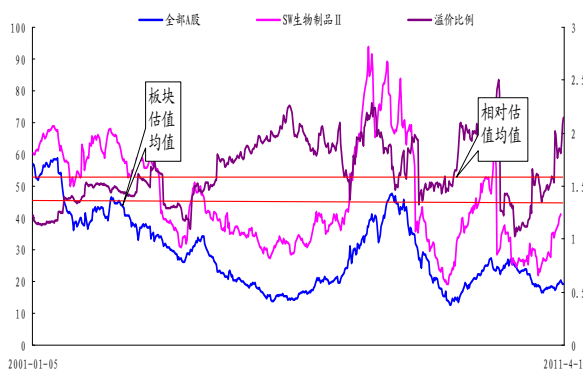
数据来源: wind, 国联证券研究所

图表 11: 化学制剂行业市盈率变化趋势图



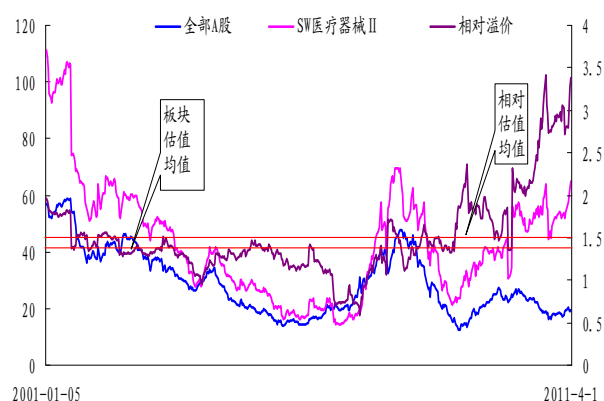
数据来源: wind, 国联证券研究所

图表 12: 生物制品行业市盈率变化趋势图



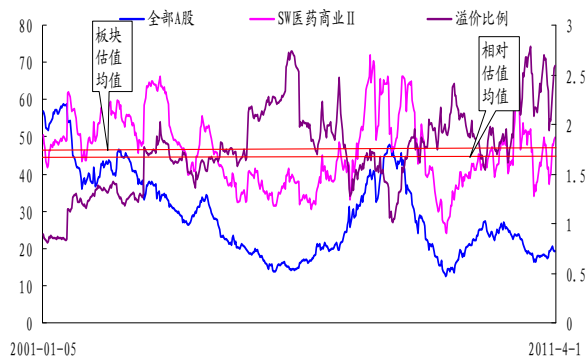
数据来源: wind, 国联证券研究所

图表 13: 医疗器械行业市盈率变化趋势图



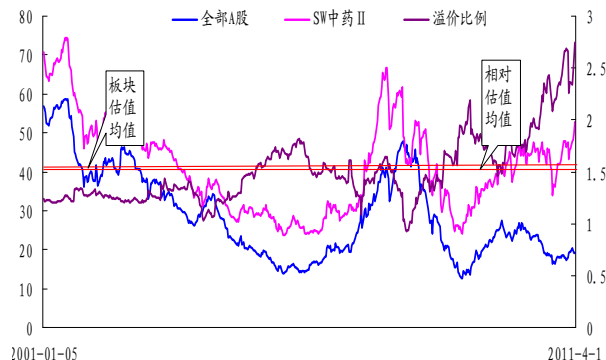
数据来源: wind, 国联证券研究所

图表 14: 医药商业行业市盈率变化趋势图



数据来源: wind, 国联证券研究所

图表 15: 中药行业市盈率变化趋势图



数据来源: wind, 国联证券研究所

五、区间涨跌幅

随着前期题材个股热炒的冷却, 本周医药板块呈现回落之势。从涨跌幅来看, 受益于重组预期, ST 中源、*ST 金花涨幅靠前, 而通化金马、达安基因受益于业绩增长及高送配预期涨幅较大, 此外, 一些前期涨幅较大的个股如江苏吴中、华神集团、广州药业及天康生物跌幅居前。

证券代码	证券简称	涨幅前 10	证券代码	证券简称	跌幅前 10
600645.SH	ST 中源	21.54	002437.SZ	誉衡药业	-11.70
002030.SZ	达安基因	7.32	600200.SH	江苏吴中	-11.14
000607.SZ	华智控股	5.12	000790.SZ	华神集团	-10.62
600080.SH	*ST 金花	4.95	600671.SH	天目药业	-9.36
000766.SZ	通化金马	4.03	300142.SZ	沃森生物	-9.01
600538.SH	*ST 国发	3.95	600332.SH	广州药业	-8.70
002118.SZ	紫鑫药业	2.25	002100.SZ	天康生物	-8.61
600055.SH	万东医疗	1.96	600750.SH	江中药业	-8.59
600867.SH	通化东宝	1.01	600436.SH	片仔癀	-8.15
600796.SH	钱江生化	0.53	600666.SH	西南药业	-7.87

下表中为我们 2011 年医药重点跟踪个股, 我们将每周跟踪个股 PE 的变化动态, 通过目前估值和历史均值以及合理估值的差距, 我们重点推荐红日药业、康缘药业以及华北制药。

国联医药重点跟踪股票池:

证券简称	10 年 EPS	11 年 EPS	11 年 PE	历史均值	合理 PE	长期看好理由
现代制药	0.38	0.48	36.67	34.56	35	国药集团工业平台，资产注入预期
爱尔眼科	0.44	0.66	56.76	53.12	60	扩张复制能力强，行业空间广阔
阳普医疗	0.39	0.65	49.08	44.42	50	行业标准制定者，龙头优势进一步巩固
红日药业	0.96	1.38	30.62	28.48	50	产能瓶颈解决，业绩有望爆发
华兰生物	1.06	1.49	29.49	26.93	40	疫苗、血液制品高景气度，研发实力强
长春高新	0.66	1.18	45.09	41.12	50	产品线优异，产业升级趋势
华北制药	0.24	0.53	27.30	25.17	38	产品结构升级，冀中能源带动集团整合
康缘药业	0.51	0.64	25.50	24.02	35	产品储备丰富，技术标准领先
江中药业	0.88	1.14	27.43	25.12	35	盈利能力低估，集团改制管理层持股
康美药业	0.45	0.67	23.36	20.94	30	中药材上中下游一体化，发展空间打开
华润三九	0.83	1.13	20.85	18.88	30	华润集团中药平台，OTC 龙头优势
莱美药业	0.5	0.87	39.28	36.78	45	国际合作研发平台，销售实力逐步提高
恒瑞医药	0.97	1.3	37.95	35.39	40	处方药销售实力强劲，仿制药研发一流
上海辅仁	0.13	0.18	79.33	73.11	60	典型的小公司大集团，业绩改善空间大
天药股份	0.17	0.2	48.90	46.90	35	皮质激素原料药龙头，原材料价格上涨
信立泰	1.57	1.91	34.40	32.92	45	头孢完整产业链，盈利能力强
仙琚制药	0.35	0.51	35.39	32.84	38	产业链完备的甾体类药物
东阿阿胶	0.85	1.15	41.56	36.89	40	中药消费品转型的代表，价格上涨预期

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22 楼

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。