

二季度投资策略—利空有待释放 静待政策利好精选个股

评级

中性

二季度策略报告

联系人：张萌苏

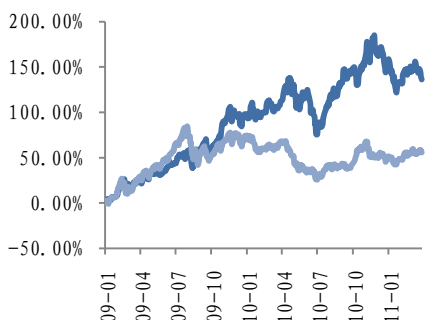
电 话：010-8832 1941

Email: zhangms@tpyzq.com.cn

行业重要数据

上市公司家数	162
总市值(亿元)	13112
占A股比例	1.89%

市场与公司重要数据



——医药生物(申万) ——上证综合指数

- ◆ **医药行业整体运行稳健，行业利润增速略有放缓。**2010年1-11月同期，医药制造业继续保持了稳定增长：收入同比增长26.50%，较1-8月份略有提高；利润总额同比增长29.84%，增速较1-8月份同比放缓。我们认为利润放缓的原因主要是原材料的上涨和药品价格的下降。
- ◆ **板块高估值得到一定释放。**医药板块的静态市盈率在41倍左右，位于历史均值附近；和沪深300板块的PE相比，二者之间的偏离度略有所缩小，但高于历史平均水平。目前2011年预测市盈率为29倍左右，考虑带11年板块利润增长仍会保持在25-28%的区间，我们认为医药板块的估值已经趋向合理。
- ◆ **上市公司业绩部分低于预期，给板块造成一定压力。**已公布2010年年报的115家医药上市公司中，利润增速超过100%的有15家，占比13%；增速在50-100%的有13家，占比11.3%；增速30-50%的有28家，占比24.3%；增速超过10-30%的有23家，占比20%；0-10%增长的12家，占比10.4%；零增长的21家，占比18.3%；亏损的3家，占比2.6%。部分公司的业绩低于市场预期。
- ◆ **二季度发改委对于药品最高零售指导价的调控或将延续。**自1997年开始，发改委对于药品价格进行了27次调控。2011年3月7日，国家发改委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，平均降幅21%。我们认为未来对于其他治疗领域的价格调整或将继续。整个板块尚需消化降价的利空因素。
- ◆ **医药流通行业十二五规划二季度即将出台利好下属公司。**规划规定将培育1-3家千亿元级企业、20家百亿元级企业，解决医药流通领域行业集中度不高、以药养医等问题。我们认为在目前的医药流通行业龙头都将受益于此次的政策利好，最看好的是机制灵活的民营医药商业龙头企业九州通。
- ◆ **个股方面二季度重点推荐同仁堂：**我们认为二季度板块可能会维持比较疲软的状态，精选个股是最重要的，我们结合长期和短期刺激因素重点推荐同仁堂。原因是我们认为同仁堂无论是基本面还是外部政策环境都发生了一些积极的变化，再加上背靠同仁堂集团的优质资源，我们首次给予同仁堂“买入”评级。2011、2012年EPS分别为0.82元和1.01元，目前股价对应2011、2012年PE分别为47X和38X。

目录

一、 行业经营情况回顾	4
(一) 行业收入与利润有所下滑	4
(二) 子行业中，生物制药和中药饮片依旧是最优子行业	5
(三) 医药上市公司业绩普遍低于预期	5
二、 板块估值压力有所释放	7
三、 二季度政策看点梳理	7
(一) 发改委对于最高零售指导价的调控或会继续	7
(二) 医疗流通行业十二五或将出台	9
四、 二季度重点推荐同仁堂	10
(一) 同仁堂外部环境迎来利好	10
(二) 同仁堂内生发展步入新阶段	11
(三) 股份公司将受益于集团资产整合发展	11
1、行业评级	2
2、公司评级	2

图表目录

图表 1: 医药制造业主营收入增长与增长率	4
图表 2: 医药制造业主营利润增长与增长率	4
图表 3: 医药制造业历年收入与利润增长率情况	4
图表 4: 医药板块与大盘表现	7
图表 5: 医药板块与大盘估值对比	7
图表 6: 美国、日本与中国医药流通集中度对比	10
图表 7: 我国医药商业集中度	10
 表 1: 医药及各子行业销售收入、毛利率、营业利润率、利润总额增长率变化	5
表 2: 上市公司业绩汇总	5
表 3: 发改委历次对于药品最高零售指导价调控	8
表 4: 个别药品安徽省招标价格与发改委最高零售指导价对比	9
表 5: 医药流通行业前四位经营情况汇总	10

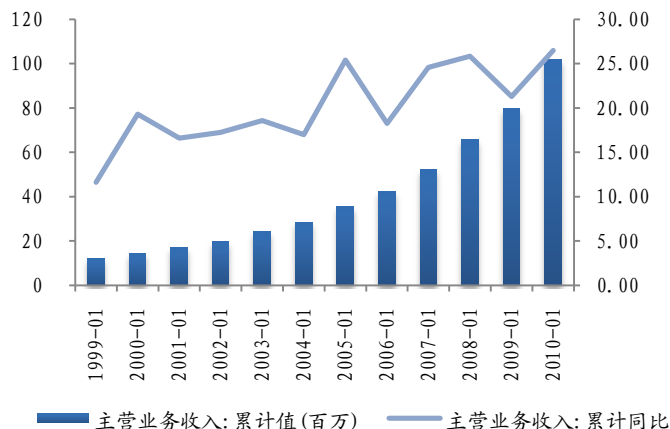
一、行业经营情况回顾

(一) 行业利润增长率有所放缓

2010 年1-11 月同期, 医药制造业继续保持了稳定增长: 收入同比增长26.50%, 较1-8 月份略有提高; 利润总额同比增长29.84%, 增速较1-8 月份同比放缓。

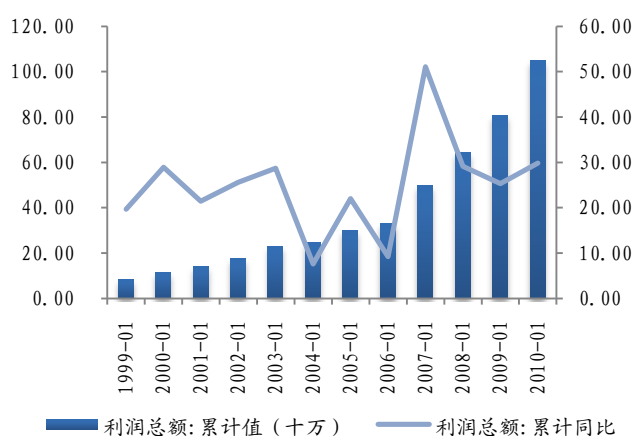
我们认为利润增长率放缓的原因主要有两个方面, 一方面随着通胀医药行业原材料的上涨, 尤其是以中药材价格上涨, 对于行业的毛利率造成了一定的压力。另一方面, 国家对于医药终端价格的调控也在一定程度上影响了医药制造业的利润。我们预计2011年医药制造业的收入增长和利润增长将会继续维持比较平稳的态势, 后续还要关注药品降价的影响。

图表 1: 医药制造业主营收入增长与增长率



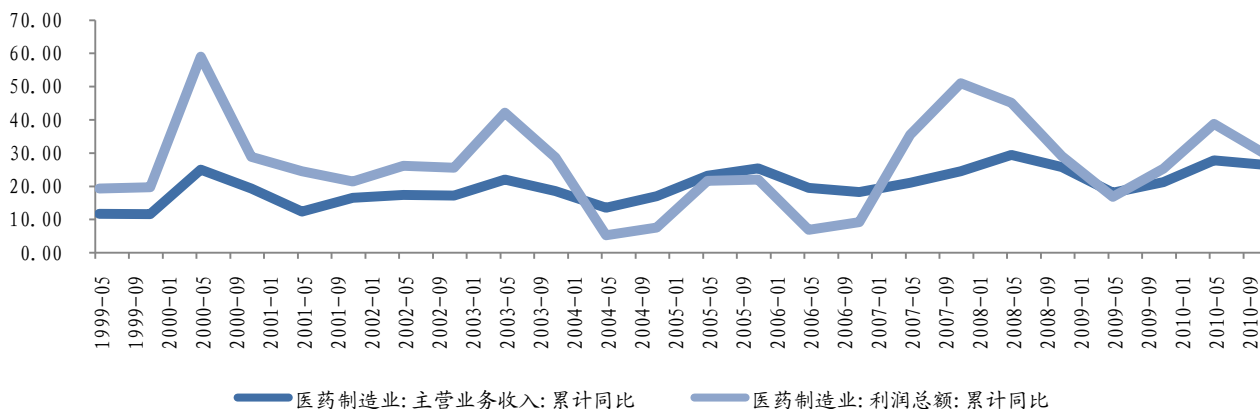
资料来源: Wind, 太平洋证券

图表 2: 医药制造业主营利润增长与增长率



资料来源: Wind, 太平洋证券

图表 3: 医药制造业历年收入与利润增长率情况



资料来源: Wind, 太平洋证券

(二) 子行业中，生物制药和中药饮片依旧是最优子行业

各子行业收入增速方面，从绝对值来看，中药饮片的收入增速仍然是最快的，1-11 月同比增长达到40.44%，比1-8 月上升3.69%。其次是生物、生化制品收入增速达到30.55%；从与1-8 月份增速比较的情况看来，化学原料药、制剂、中药饮片、器械的收入增速均有上升。各子行业利润增速方面，从绝对值来看，中药饮片、生物生化制品增速突出，分别为56.5%、41.50%；从与1-8 月份增速比较的情况看来，化学制剂与医疗器械增速有所加快。

表 1: 医药及各子行业销售收入、毛利率、营业利润率、利润总额增长率变化

	销售收入 增长率	毛利率	营业利润 率	利润总额增长率
医药制造业	26.50%	30.23%	10.93%	29.84%
化学药品原药	23.45%	21.61%	9.72%	16.45%
化学药品制剂	24.59%	38.69%	11.32%	27.79%
中药饮片	40.44%	20.49%	9.42%	56.53%
中成药	25.47%	34.45%	10.40%	29.02%
生物、生化制品	30.55%	29.47%	14.66%	41.50%
医疗器械	24.52%	23.34%	10.04%	18.87%

资料来源: Wind, 太平洋证券

(三) 医药上市公司普遍低于预期

- 医药上市公司共有 115 家公布了10 年年报，部分公司业绩低于市场预期: 已公布2010 年年报的115家医药上市公司中，利润增速超过100%的有15家，占比13%；增速在50-100%的有13家，占比11.3%；增速30-50%的有28家，占比24.3%；增速超过10-30%的有23家，占比20%；0-10%增长的12家，占比10.4%；度增长的21家，占比18.3%；亏损的3家，占比2.6%。将近一半公司的业绩低于市场预期。

表 2: 上市公司业绩汇总

股票名称	10 年 EPS	市场预期 EPS	与预期相比	股票名称	10 年 EPS	市场预期 EPS	与预期 相比
科伦药业	3.08	0.98	超过	白云山 A	0.4365	1.56	低于
誉衡药业	1.11	2.78	超过	恩华药业	0.3266	1.02	低于
华仁药业	0.42	1.48	超过	信立泰	1.57	0.37	低于
双鹤药业	0.9097	0.35	超过	力生制药	1.19	0.39	低于
联环药业		0.11	超过	莱美药业	0.47	1.32	低于
中汇医药	0.025	0.02	高于	北陆药业	0.42	0.51	低于
紫鑫药业	0.84	0.69	高于	美罗药业		1.04	低于
嘉应制药	0.15	0.08	高于	ST 金泰		0.58	低于

精华制药	0.5443	0.43	高于	ST 长信	0.031	0.25	低于
汉森制药	0.94	0.86	高于	桐君阁	0.0888	10.31%	低于
香雪制药	0.81	0.72	高于	青海明胶	0.0014	0.01	低于
佐力药业	0.69	0.54	高于	金陵药业	0.3824	0.42	低于
同仁堂	0.659	0.64	高于	华润三九	0.83	0.87	低于
康恩贝	0.56	0.52	高于	沃华医药	-0.6	-0.02	低于
沃森生物	2	1.78	高于	莱茵生物	-0.19	0.17	低于
中牧股份	0.8	0.68	高于	独一味	0.2249	0.26	低于
嘉事堂	0.36	0.3	高于	桂林三金	0.56	0.65	低于
亚太药业	0.37	1.58	符合	奇正藏药	0.42	0.48	低于
康芝药业	1.56	0.42	符合	信邦制药	0.47	0.58	低于
迪康药业	0.1763	0.38	符合	昆明制药	0.2724	0.3	低于
ST 东盛		0.03	符合	江中药业	0.84	0.87	低于
众生药业	1.1	1.14	符合	马应龙	0.74	0.98	低于
贵州百灵	0.68	0.67	符合	华兰生物	1.0627	1.14	低于
太安堂	0.63	0.58	符合	科华生物	0.46	0.49	低于
振东制药	0.656	0.66	符合	达安基因	0.19	0.21	低于
亚宝药业	0.23	0.24	符合	天康生物	0.46	0.49	低于
片仔癀	1.38	1.31	符合	瑞普生物	1.37	1.67	低于
华神集团	0.0466	0.04	符合	智飞生物	0.69	0.73	低于
双鹭药业	1.0829	1.11	符合	天坛生物	0.34	0.52	低于
上海莱士	0.75	0.74	符合	领先科技	-0.4029	1.95	低于
安科生物	0.35	0.36	符合	九安医疗	0.21	0.3	低于
鱼跃医疗	0.64	0.66	符合	一致药业	0.91	0.83	低于
乐普医疗	0.5055	0.5	符合	中国医药	0.6269	0.51	低于
爱尔眼科	0.45	0.47	符合	国药股份	0.6475	0.67	低于
阳普医疗	0.39	0.39	符合				
新华医疗	0.45	0.44	符合				
上海医药	0.6867	0.68	符合				

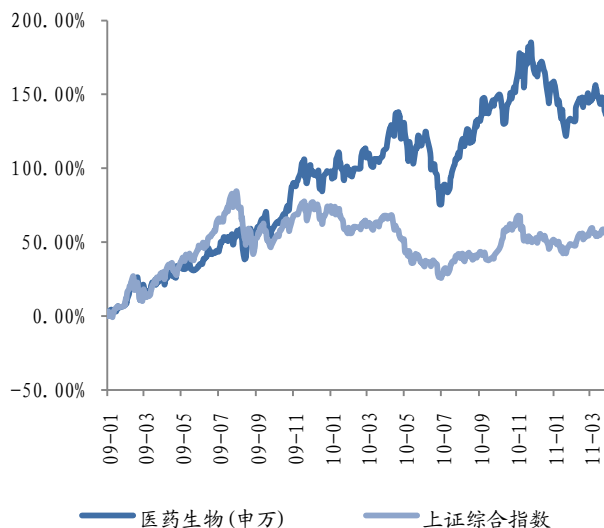
资料来源: Wind, 太平洋证券

- **业绩低于预期原因:** 部分原因是由于 2010 年医药板块单边上涨的行情加大了市场对于医药行业的预期。另一方面回归基本面本身, 原材料和人工成本的增长以及产业链上投入的增加 (如新版 GMP 的执行) 加大了医药企业的成本, 从而影响了上市医药公司的业绩。

二、板块估值压力有所释放

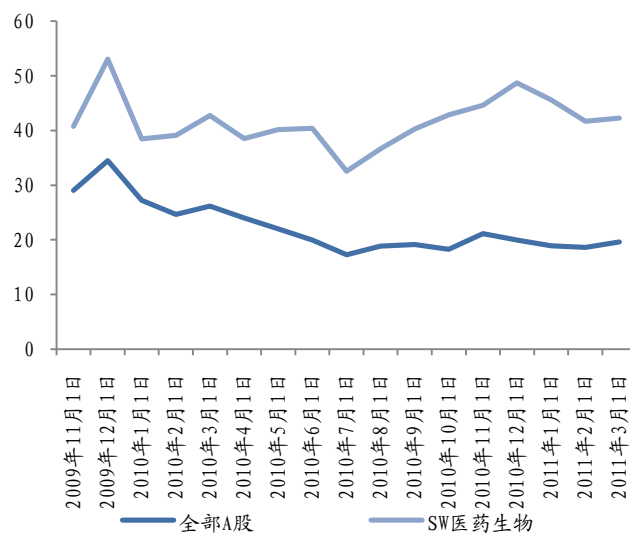
目前，医药板块的静态市盈率在 41 倍左右，位于历史均值附近；和沪深 300 板块的 PE 相比，二者之间的偏离度略有所缩小，但高于历史平均水平。2011 年预测市盈率为 29 倍左右，考虑到 11 年板块利润增长仍会保持在 25-28% 的区间，我们认为医药板块的估值已经趋向合理。

图表 4：医药板块与大盘表现



资料来源：Wind，太平洋证券

图表 5：医药板块与大盘估值对比



资料来源：Wind，太平洋证券

三、二季度政策看点梳理

(一) 发改委对于最高零售指导价的控制会继续

- **预计 2011 年对于医保目录的降价还会延续：**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%。

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；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。**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%；非单独定价品种的降幅略高，预计 20%-30%。**

表 3: 发改委历次对于药品最高零售指导价调控

时间	降价范围	降幅
1997 年 10 月	种抗生素和 32 种生物制品	15%
1998 年 4 月	解热镇痛类等 38 种药品	10%
1999 年 4 月	21 种头孢类中管药品	20%
1999 年 6 月	西力欣等 150 种进口药品	5%
1999 年 8 月	降纤酶等 2 种生化药品 1999 年 8 月 1.2	15%
2000 年 1 月	人血白蛋白等 12 种中管生物制品	10%
2000 年 6 月	头孢拉定等 9 种药品	15%
2000 年 10 月	氨苄青霉素等 21 种抗感染药品	20%
2001 年 4 月	医保目录 69 种抗感染药品	20%
2001 年 7 月	医保目录 49 种中成药	15%
2001 年 12 月	抗肿瘤、循环系统用药、神经系统用药以及治疗精神障碍用药等医保目录 383 种化学药	20%
2002 年 12 月	消化道、血液系统及诊断用药等医保目录 199 种化学药	20%
2003 年 3 月	公布医保目录种 267 种中成药的最高零售价, 其中甲类 67 种, 乙类 200 种	14%
2004 年 5 月	调整枸橼酸芬太尼等 3 种特殊药品价格	
2004 年 6 月	大幅调低 24 种抗感染类药物价格	30%
2004 年 7 月	18 种药品单独定价方案	
2005 年 10 月	下调抗生素、生物制品、维生素等 22 种药品价格	40%
2006 年 3 月	300 多个剂型规格的抗生素抗肿瘤药物	23%
2006 年 8 月	99 种抗微生物药品, 涉及 400 多个规格	30%
2006 年 11 月	32 种中成药肿瘤用药的 100 多个剂型规格的零售价格进行调整, 平均降价幅度 14.5%, 最大降幅 33.4%	15%
2007 年 1 月	调整心脑血管等 10 类 354 种药品的最高零售价格, 平均降价幅度 20%, 最大降幅 85%	20%
2007 年 2 月	278 种中成药内科用药	15%
2007 年 4 月	188 种中成药专科用药	16%
2007 年 5 月	260 种西药最高零售价格	19%
2009 年 10 月	296 种基本药物零售指导价格	12%*
2010 年 11 月	174 种单独定价最高限价调低; 16 种取消单价	19%
2011 年 3 月	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	21%
2011 年后续	内分泌、抗肿瘤、中药等其他品类, 预计降价幅度在 20%左右	

资料来源: 国家发改委, 太平洋证券

- **最高零售指导价降低对于医药板块的影响:** 我们注意到发改委调控的是最高零售指导价, 但是对于企业来说, 最重要的是出厂价和各省招标价格。目前招标价格与最高零售指导价有一定的差距, 因此最高指导价的下降对于上市公司的业绩的影响有限。但是由于降价对于医药板块来说算是利空信息, 因为我们认为后续医药

板块还需要一段时间消化降价等利空因素的刺激。

表 4: 个别药品安徽省招标价格与发改委最高零售指导价对比

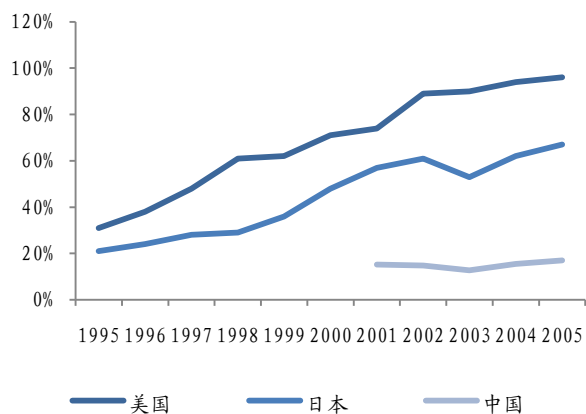
	青霉素 V 分散片 (40 万 单位*24)		头孢克洛		阿莫西林克 拉维酸钾注 射剂 阿莫西 林 1g/克, 拉 维酸钾 200mg		阿莫西林 颗粒剂	琥乙红霉 素颗粒剂	头孢拉 定胶囊 剂
	分散片 (0.25g*12)	缓释片 (0.125g*12)	颗粒剂 (0.125g *12)	胶囊剂 (0.25g*2 4)					
安徽招标价	18.3(山 德士)	24.8(成都倍 特)	22.4(天津中 央)	8.1(浙 江昂立 康)	3.4(新华 制药)	9.3(哈药集 团)	1.2(蜀中 制药)	1.8(安科 恒益)	6.8(中 南科 伦)
最高零售价	6.4	35.6	28.6	19.2	54.8	19.3	4.8	2.3	11

资料来源: 安徽药品招标网, 国家发改委, 太平洋证券

(二) 医疗流通行业十二五或将出台

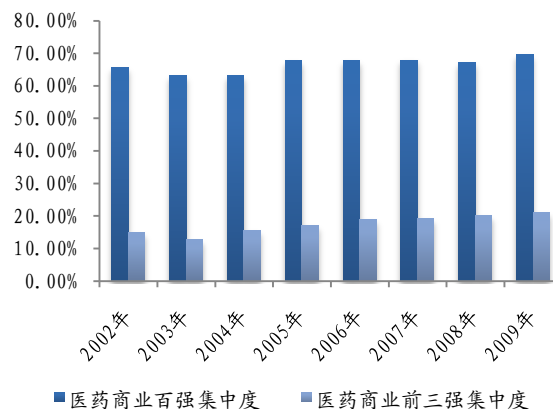
- **《2010-2015 年全国医药流通行业发展规划》即将于二季度出台。**《规划》指出, 将培育 1-3 家千亿元级企业、20 家百亿元级企业, 解决医药流通领域行业集中度不高、以药养医等问题; 并重点鼓励药品流通企业兼并重组, 鼓励零售连锁业态的发展。预计"十二五"末, 我国医药流通市场的总规模将达到 9000 亿元, 保持年增长 10% 的速度。
- **医疗流通行业走向集中化:** 我国医药商业的市场规模目前不断扩大, 销售收入从 2001 年的 1705 亿元增长到 2009 年的 5451 亿元, 9 年的年复合增长率为 13.8%。但是行业一直没有改变小、散、乱得局面。我们认为无论是从产业链内生的发展趋势还是从国外对比的趋势来说, 医药流通行业将会逐步走向集中化。
- 十二五规划将会利好整个医药商业行业, 最看好的是机制灵活的民营医药流通龙头九州通。

图表 6: 美国、日本与中国医药流通集中度对比



资料来源: 医药商业协会, 太平洋证券

图表 7: 我国医药商业集中度



资料来源: 医药商业协会, 太平洋证券

表 5: 医药流通过行业前四位经营情况汇总

公司	控股公司	销 售 额 (09 年)	市值	业务区域	业务范围
国药控股		470 亿	639 亿 (港币)	西藏、青海以外所有区域	医院市场为主
	国药股份	52 亿	121 亿	全国总经销业务+北京	精麻+总经总代+纯销
	一致药业	109 亿	97 亿	两广	医院纯销+工业
华润北药		约 475 亿		天津、安徽、山东、东北等地	医药市场+第三终端
	北药集团	约 270 亿		天津	医院纯销
	安徽华源	约 130 亿		安徽辐射华东	第三终端
上海医药		234 亿	498 亿	上海周边	医院纯销+社区
	中信医药	43 亿		北京为主	医院纯销
	广州中山医	17 亿		广州为主	医院纯销
九州通		220 亿		具有 14 个省级物流中心, 覆盖全国大部分区域 第三终端为主	

资料来源: 太平洋证券

四、二季度重点推荐同仁堂

我们认为二季度由于医药上市公司业绩普遍低于预期, 再加上发改委继续调控药品最高零售指导价预期比较强烈, 整个板块难超越大盘单边上涨。因此精选个股更为重要, 我们结合长期基本面和二季度可能出现刺激股价因素, **重点推荐同仁堂**。推荐理由如下:

(一) 同仁堂外部环境迎来利好

契合北京市十二五期间对于生物医药行业的重点培育。前不久北京市政府和东城区政府第一次提出以同仁堂为龙头大力发展北京市的中药产业。同仁堂身为 G20 的成员，将会受益于北京市政府的具体优惠政策，虽然 G20 的具体细则目前还在制定中，但是一定是从税收、政策支持、贴息和审批绿色通道方面都有所扶持。

(二) 同仁堂内生发展步入新阶段

2010 年公司年报超越预期，我们认为良好的经营态势将会延续。2010 年全年公司实现净利润 34323.36 万元，全年净利润比上年增长 20.18%，超越市场预期和往年表现。我们认为公司前几年在营销上的改革初见成效，预计未来公司会继续加强对于经销商的控制和管理力度，为未来的稳健发展奠定基础。我们认为一旦公司的营销体系捋顺，同仁堂品牌的巨大的优势将会得到良好的发挥。

(三) 股份公司将受益于集团资产整合发展

目前同仁堂科技公司欲将同仁堂国药分拆 H 股创业板上市，我们认为这也预示着集团对于旗下的资产开始有整合的意愿。我们认为同仁堂股份公司背靠同仁堂集团的众多优质资产，未来也将会受益于集团的资产整合。

仅考虑内生性生长，我们预计 2011、2012 年 EPS 分别为 0.82 元和 1.01 元，目前股价对应 2011、2012 年 PE 分别为 47X 和 38X，鉴于公司基本面正在发生一些积极的变化，我们首次给予“买入”评级。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远企业号 D 座

电话： (8610) 8832-1818

传真： (8610) 8832-1566

重要声明

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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式翻印、复制、刊