

医药生物

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhou Rui@cjis.cn

参与人: 余文心

S0960110080110

0755-82026922

yuwenxin@cjis.cn

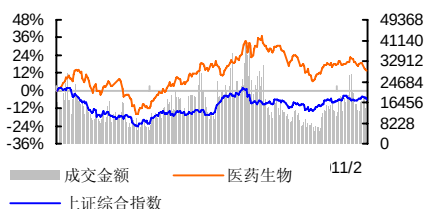
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	162
总市值(亿元)	13112
占A股比例(%)	1.89%
平均市盈率(倍)	118.40

行业表现

(%)	1M	3M	6M
医药生物	-4.21	-7.93	-3.64
上证综合指数	0.79	4.27	10.26



相关报告

《医药生物-药品降价点评——影响有限, 优质创新企业迎来中长线配置机会》
《医药生物-年报业绩将保持较好增势, 板块行情有望触底回升——医药行业2月月报》
2011-1-31

医药生物行业

看好

4月关注一季报高增长, 二季度配置优质白马股, 创新药物和医疗服务仍然是投资主题

投资要点:

- **政策回顾:** 2011年以来, 最受关注的医药政策莫过于政府投入、降价和公立医院改革。我们认为, 大幅增加的政府投入最重要的流向是医保和基层医疗机构建设; 降价已成为常态, 对有创新能力推出新产品的公司影响很小; 公立医院改革是11年政府工作的重中之重, 非基层医疗机构则迎来民营资本进入良机。
- **政策前瞻及判断:** 2季度有望公布的新政有: 维C准入条件——长期利好, 短期供大于求的局面不会改变, 建议谨慎投资; 流通十二五规划——提高集中度, 利好商业巨头; 生物制药十二五规划——利好创新药企。
- **行业资讯:** 1.2010年医药上市公司净利润增长状况良好。已公布年报或快报的企业中, 48%的企业利润增速超30%; 2.原料药方面, VD3回落, 7-ACA预计仍将下行, VE有可能小幅上涨。
- **医药板块3月市场行情回顾。** 3月板块整体跌幅为1.12%, 弱于上证指数1.75%的涨幅。并且板块内部分化较为明显, 一线优质股下跌较多, 而题材股、带有周期性的原料药上涨幅度较大, 如受益于地震概念的美罗药业; 受益于维生素涨价的新和成、浙江医药、鑫富药业; 受益于新药进展的江苏吴中; 受益于定向增发预案公布的ST中源等。
- **投资建议:** 短期来看, 4月份我们建议配置1季度业绩有望大幅增长的公司为主, 组合为天士力、天康生物、尚荣医疗、康恩贝、上海医药。中线来看, 二季度我们建议配置相对估值已处于低位的一线白马股, 组合为: 恒瑞医药、云南白药、华东医药、爱尔眼科、国药股份。
- **风险提示:** 新品获批事件不可完全确定。

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
600535	天士力	0.61	0.87	1.18	1.49	59.20	41.51	30.60	24.23	强烈推荐
002551	尚荣医疗	0.49	0.66	1.55	2.93	126.07	93.10	39.59	20.95	强烈推荐
002100	天康生物	0.43	0.45	0.89	1.27	46.34	44.72	22.58	15.84	强烈推荐
600572	康恩贝	0.29	0.53	0.69	0.84	68.90	38.91	29.95	24.55	推荐
601607	上海医药	0.66	0.69	0.90	1.10	29.62	27.80	21.14	17.34	推荐
600511	国药股份	0.47	0.65	0.84	1.08	45.40	32.97	25.49	19.81	强烈推荐
600276	恒瑞医药	0.89	0.97	1.25	1.61	51.53	46.96	36.22	28.25	强烈推荐
300015	爱尔眼科	0.35	0.45	0.69	1.20	99.25	76.30	50.16	28.69	强烈推荐
000963	华东医药	0.87	0.78	0.98	1.23	30.57	34.22	27.22	21.70	强烈推荐
000538	云南白药	0.87	1.33	1.79	2.37	68.14	41.81	31.13	23.50	强烈推荐

我们的2011年年度策略报告中曾提出，未来在处方药、药品保健、医疗服务三架马车拉动下，大医药的格局已经形成，特别是医疗服务领域的放开，将促进行业出现超预期的增长。一个季度过去了，估值压力和降价负面预期使得本季度以来医药股下跌或震荡，市场热点多在追逐新药、地震等题材个股，但我们认为，这种局面在二季度会发生转变。在估值压力减退和政策负面预期的逐步消化下，主流一线股将迎来配置良机。

一、1-3月医药行业重要事件回顾及前瞻

1.1 重要行业政策回顾

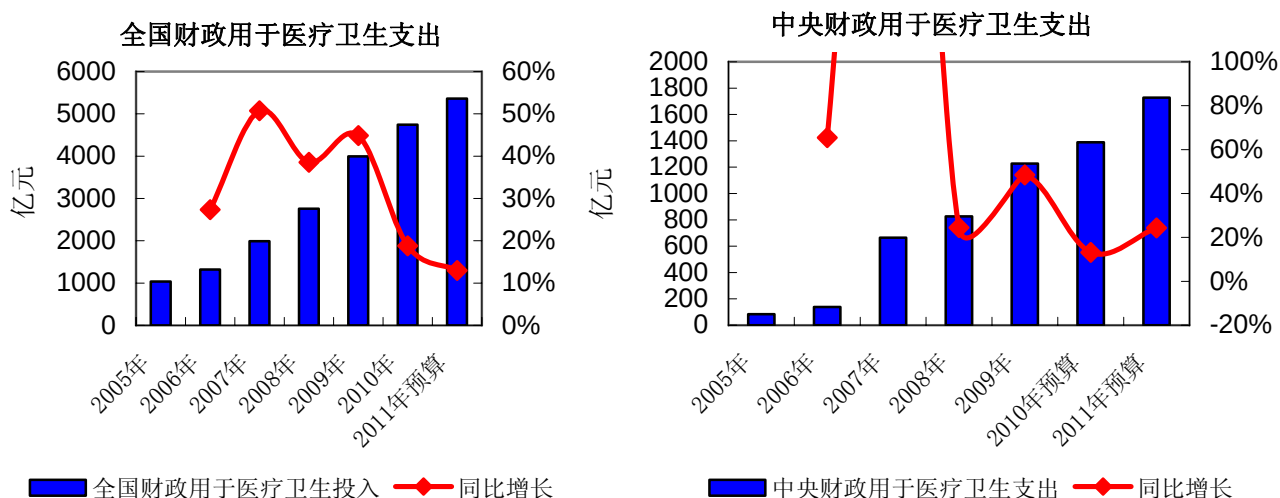
2011年以来，最受关注的医药政策莫过于政府投入、降价和公立医院改革。

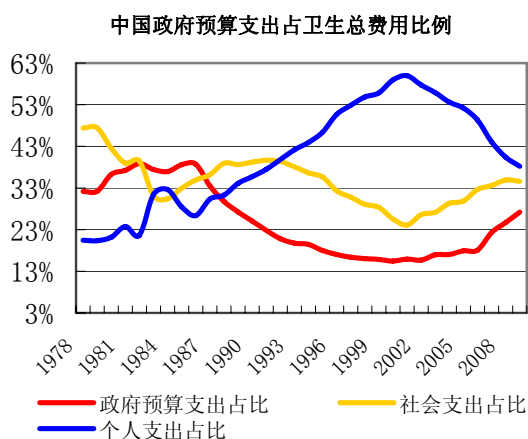
1.1.1 政府投入

3月9日医改新闻发布会上财政部副部长王军表示3年医改的新增投入将从8500亿提高到11500亿。2011年即将投入医疗卫生5360亿元，占政府财政支出的比例将从08年4.57%提高到11年的5.35%。

其中2009年全国财政用于医疗服务的支出为741.54亿，同比增长54.01%，即补需方；医疗保障支出1892.21亿，同比增长33.15%，即补供方。

图1:全国财政和中央财政用于医疗卫生支出呈现加速趋势





资料来源：财政部历年公告，中投证券研究所搜集整理

我们判断，2011 年新增的这 5360 亿投入，最集中的投向是两块：

第一，补医疗服务需求方的新农合和城镇居民医保：政府已经明确，补助标准从每年 120 元提高到 200 元，住院费用支付比例力争达 70%，尤值关注的是县级医院——政策推动会带来县医院用药水平的持续提高，并拉动相关药品的增长；

第二，补医疗服务提供方的基层卫生机构（再支持 300 所以上县级医院、1000 所以上中心乡镇卫生院和 13000 个以上村卫生室建设）以及基本卫生服务（人均基本公共卫生服务经费从 15 元提高到 25 元），同时基本药物制度覆盖率要从目前的 60% 提高 100%。这将使得普药以及流通领域的集中度提升。

另外，医疗服务提供方的公立医院改革 11 年也是重中之重，在财政投入重点放在补需方和补基层供方时，各地政府会极大的鼓励民营资本进入非基层医疗市场，利好医疗服务及相关产业。

1.1.2 降药价：

3 月 7 日国家发展改革委发出通知，决定从 3 月 28 日起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%。价格调整分三个部分：分别是**单独定价品种价格调整、非单独定价品种价格调整、取消单独定价品种**。

A. 单独定价品种价格调整——大部分是外资药，一共 82 个品种，上市公司涉及 12 个，降幅 20% 左右，受影响有限。

表 1: 单独定价品种（涉及上市公司情况）

产品	剂型	典型规格	本次价格	上次最高零售价	降价幅度	生产厂家
青霉素 V	片剂	40 万单位*12	7.1	10.1	-29.7%	华北制药
青霉素 V	片剂	40 万单位*12	7.9	10.4	-24.0%	东北制药沈阳施德
阿莫西林	干混悬剂	125mg*10	7.6	9.2	-17.4%	昆明贝克诺顿
阿莫西林	注射剂（溶媒结晶）	500mg(溶媒结晶)	4.8	6.6	-27.3%	哈药
阿莫西林克拉维酸	注射剂	阿莫西林 1g/克拉维酸钾 200mg	36.8	44	-16.4%	华药
头孢地尼	胶囊	100mg*10	108	120	-10.0%	白云山光华
头孢克肟	分散片	100mg*6	55.4	62.4	-11.2%	白云山
头孢米诺	注射剂	0.5G 溶媒结晶	65.3	76.5	-14.6%	誉衡药业
头孢唑肟	注射剂	1g	68.7	79.9	-14.0%	西南药业
阿奇霉素	注射剂	125mg	24.1	26.8	-10.1%	东北制药沈阳第一制药厂
罗红霉素	分散片	50mg*12	13.2	18.8	-29.8%	丽珠制药
去甲万古霉素	冻干粉	400mg(冻干粉)	65.8	77	-14.5%	华北制药
氧氟沙星	注射剂	200mg:100ml	10.6	13.5	-21.5%	双鹤药业
平均					-18.5%	

资料来源：政府文件比较，中投证券研究所

由上表可看出，单独定价品种的降价对相关厂家将构成负面影响，但从具体产品来看，平均降幅 18.5%，影响在可控范围内，相关产品占涉及公司金额也有限，部分企业的产品的量的放大将弥补价格损失。

B.非单独定价品种价格调整——涉及面广，但大部分药品经过价格竞争，最高零售价已经虚高，降价构成压力有限。

表 2: 非单独定价品种（上市公司主要涉及品种）

产品	剂型	典型规格	本次价格	上次最高零售价	降价幅度	生产厂家
阿洛西林	注射剂	1g,冻干粉（溶媒结晶粉）	12.9	21.1	-38.9%	康恩贝
头孢拉定	注射剂	1g	2.3	3.89	-40.9%	哈药、鲁抗
头孢美唑	注射剂	1g	47.3	60	-21.2%	中新药业
头孢替安	注射剂	1g	51.4	79	-34.9%	哈药
头孢克肟	胶囊	100mg*6	17.9	48	-62.7%	白云山、一致
头孢哌酮舒巴坦	注射剂	头孢哌酮 500mg/舒巴坦 500mg	9.8	21	-53.3%	丽珠、哈药、一致
头孢他啶	注射剂	1g	11.3	18	-37.2%	哈药、白云山、一致
头孢唑肟	注射剂	1g	38.6	51.8	-25.5%	哈药、海药、西南、一致

头孢吡肟	注射剂	1g, 溶媒结晶	52.3	90	-41.9%	信立泰、白云山、一致、恒瑞
美罗培南	注射剂	250mg, 冻干	73.9	95.2	-22.4%	健康元、海正
亚胺培南西司他丁钠	注射剂	亚胺培南 500mg/西司他丁 500mg, 冻干粉 (溶媒结晶粉)	123	189	-34.9%	健康元、海正
异帕米星	注射剂	200mg: 2ml	63	70	-10.0%	海正药业、上海医药
去甲万古霉素	注射剂	400mg, 冻干粉 (溶媒结晶粉)	54	77	-29.9%	华北制药
替考拉宁	注射剂	200mg, 冻干粉 (溶媒结晶粉)	198	250	-20.8%	浙江医药
万古霉素	注射剂	500mg, 冻干粉 (溶媒结晶粉)	105	118	-11.0%	浙江医药
氨曲南	注射剂	500mg, 溶媒结晶	37.3	57.7	-35.4%	福安药业、莱美
硝苯地平控释片	控释片	30mg*6	19.9	22.6	-11.9%	现代制药
左旋氨氯地平	片剂	2.5mg*14 片	36.2	64.4	-43.8%	尖峰药业
厄贝沙坦	片剂	150mg*7	21.4	26.69	-19.8%	恒瑞、华海
阿托伐他汀	片剂	20mg*7	53	58.8	-9.9%	天方药业
前列地尔	注射剂	5ug: 1ml (脂微球载体, 脂乳)	72.6	85.5	-15.1%	哈药生物工程
平均					-29.6%	

资料来源：政府文件比较，中投证券研究所

非单独定价品种体现出最高零售价出现更大幅度的下调，但实际上的影响在之前已经消化，以头孢克肟为例，100mg*6 规格的胶囊剂型本次制定最高零售价 17.9 元，较之前的价格下降 62.7%，幅度巨大，但实际上 2010 年广东省招标的最高临时零售价已经有 12.24 元的，大幅低于本次调价后的价格。

C. 取消单独定价品种——全部都是外资品种，跟国内企业无关。

对市场担心的解答：

市场仍然担心接下来对抗感染及循环系统之外的药品继续调价。对此，我们的观点是：

A. 降价是医药行业的常态。

坊间流传的自 1997 年以来 27 次降价，实质上是针对不同品种的 5 次大型的调价周期，一般针对同一类品种的降价周期是 2-3 年。这 2-3 年中，经过充分的市场竞争，招标价格已经下降充分了，对有创新能力推出新产品的公司影响很小。

B. 创新性的药物将保持价格稳定。

药物经济学在医保目录调价中的指导作用越来越大，如果按照日均费

用低的药品少降以及考虑成本等理念，普药廉价药价格下降幅度将较小；对于创新药物和进口合资药，如果可替代性强，则价格降幅较大，如果临床特异性强、替代性弱，那么价格将保持稳定。

因此，我们非常看好具有创新能力的企业，经过一季度的调整，许多一线白马股的估值已经安全，接下来的降价政策也不会对这些企业产生很大影响，新药获批更提供了估值上移的催化剂。

1.1.3 公立医院改革：

我们从 10 年下半年就提出，基本药物制度和公立医院改革是 11 年政府工作的重中之重。自 12 月份以来，中央和地方政策频出，放开医疗服务领域已成为长期趋势，我们认为，医疗服务将是未来 5 年极具价值的投资板块。

表 3：医疗服务领域政策

中投点评	
3 月 19 日，卫生部、国务院医改办召开 2011 年公立医院改革试点工作会议	再次强调今年公立医院改革要以县医院改革为突破口
2 月 14 日，全国医疗管理工作会议	卫生部副部长马晓伟宣布将试点城市总结出来的改革经验向全国推广，推进公立医院服务体系建设。今年考虑选择 300 家县级医院推进综合改革试点，并重点联系 50 家县医院。
3 月 7 日，国务院办公厅印发 2011 年公立医院改革试点工作安排的通知	本次 2011 年公立医院改革安排中，在管理体制、补偿机制改革、县医院建设方面、多元化办医等对 58 号文进一步细化，并提出：“公立医院未来要重点加强新区、郊区、卫星城区等区域和儿科、妇产、精神卫生、传染病防控、老年护理、康复等领域的医疗服务能力建设。”……“各地在制定和调整卫生规划时，要给非公立医疗机构留出合理空间，明确非公立医疗机构卫生人员、床位和资产总量的比例等发展指标。需要调整和新增医疗卫生资源时，在符合准入标准的条件下，优先考虑由社会资本举办医疗机构。要控制公立医院特需服务规模，公立医院提供特需服务的比例不得超过本院医疗服务资源的 10%。”
3 月 1 日北京放开医生多点执业	各方评价不一，但改革会在摸索中前进，医生多点执业给有实力、有品牌的民营资本提供了更大的发展空间。
2 月 16 日，《广东省卫生厅关于医疗机构评审的实施细则（试行）》	时隔 12 年后，重新启动医院等级评审，东莞康华医院等民营医院被评为三级甲等综合医院

资料来源：政府网站 中投证券研究所分析整理

从目前的政策导向来看，300 家县医院是试点突破口，我们持续的调研中也发现现在各路资本对于医疗服务业的投资热情很高，各地政府也不断出台扶持政策。我们继续推荐尚荣医疗、爱尔眼科、通策医疗。详情请参考我们最近发布的尚荣医疗深度报告以及医疗服务行业 3 篇深度报告。

其他对上市公司影响较大的政策还有新版 GMP 3 月 1 日实施等等。

表 4: 其他 11 年重要政策及对上市公司的影响

特点	中投点评
新版 GMP 于 3 月 1 日正式施行	新版 GMP 对无菌要求大幅度的提高, 上市公司东富龙的冻干系统的自动进出料和无菌隔离系统契合新版 GMP 要求, 预计将会受益; 新华医疗的制药灭菌设备也将受益; 科伦这样的公司也会间接受益

资料来源: 政府网站 中投证券研究所分析整理

1.2 政策前瞻: 2 季度有可能颁布的医药政策及其影响

我们汇总了 2 季度有可能颁布的医药政策, 由重要性排序如下:

表 5: 政策前瞻: 2 季度有可能颁布的医药政策及其影响

项目	中投医药点评
《维生素 C 行业准入条件》	我们的一贯观点: 这将改善行业的产能过剩状态, 对现有生产企业 (如石家庄制药、华北制药、东北制药) 是长期利好, 短期维生素 C 的价格仍然依赖于短期的供求关系。
《医药流通行业十二五规划》	提高流通行业集中度, 在 2015 年前培养出 1-2 家年销售额过千亿的全国性医药流通龙头, 以及 20 家左右年销售额过百亿的区域性、地方性医药流通龙头。利好国药股份、九州通、上海医药
《生物医药发展十二五规划》	提供 100 多亿元支持“国家重大新药创制”, 发展重点是基因药物、蛋白药物、单克隆抗体药物、治疗性疫苗、小分子化学药物等。利好恒瑞医药、海正药业等。
公立医院改革政策	将不断有中央和地方文件出台, 民营医疗及相关产业迎来最佳投资时机, 如爱尔眼科、通策医疗、尚荣医疗
《保健食品化妆品标准体系》	中药品牌向保健食品和药妆领域拓展面临巨大机遇, 具备很强的先天优势和品牌优势
《医疗机构抗菌药物管理办法》	对依赖大处方的抗生素有一定影响, 但我们认为要逐步改变用药习惯是非常长远的事情

资料来源: 政府网站 中投证券研究所分析整理

1.3 重要行业动态

1.3.1 2010 年年报业绩情况

截止目前, 据我们统计, 医药上市公司共有 115 家公布了 10 年年报或业绩快报, 同比增长情况表现良好: 79% 以上企业同比实现了增长, 且近 48% 的企业实现了 30% 以上的增长。其中, 净利润增速超过 100% 的公司有西南合成 (313.3%)、鲁抗医药 (244.9%)、京新药业 (243.6%)、天方药业 (202.7%)、紫鑫药业 (183.5%)、海翔药业 (182.6%)、沃森生物 (102.3%)、江苏吴中 (101.2%); 超过 50% 的公司有白云山 A (90.0%)、东富龙 (88.3%)、康恩贝

(83.3%)、上海凯宝(80.1%)、汤臣倍健(78.8%)、华神集团(73.2%)、嘉应制药(67.4%)、信立泰(64.7%)、鱼跃医疗(60.2%)、科伦药业(54.6%)、云南白药(53.4%)、健康元(52.3%)

表 6: 已经公布的 10 年医药上市公司归属于母公司净利润增速统计

增速	医药上市公司
200%以上	*ST 金花 (330.0%)、西南合成 (313.3%)、亿利能源 (252.7%)、鲁抗医药 (244.9%)、京新药业 (243.6%)、海王生物 (229.6%)、天方药业 (202.7%)。
100 % -200 %	紫鑫药业 (183.5%)、海翔药业 (182.6%)、*ST 国发 (111.9%)、威远生化 (111.1%)、迪康药业 (110.8%)、ST 长信 (103.0%)、沃森生物 (102.3%)、江苏吴中 (101.2%)。
50%-100%	白云山 A (90%)、钱江生化 (88.8%)、东富龙 (88.3%)、康恩贝 (83.3%)、上海凯宝 (80.1%)、汤臣倍健 (78.8%)、华神集团 (73.2%)、嘉应制药 (67.4%)、信立泰 (64.7%)、鱼跃医疗 (60.2%)、科伦药业 (54.6%)、云南白药 (53.4%)、健康元 (52.3%)。
30%-50%	海普瑞 (49.5%)、片仔癀 (48.6%)、昆明制药 (46.8%)、武汉健民 (46.7%)、新华医疗 (46.2%)、香雪制药 (45.4%)、贵州百灵 (44.1%)、康芝药业 (42.8%)、天士力 (42.2%)、独一味 (40.6%)、乐普医疗 (40.5%)、天药股份 (38.9%)、恩华药业 (38.3%)、国药股份 (36.8%)、上海莱士 (36.7%)、福瑞股份 (36.1%)、中牧股份 (36.0%)、一致药业 (35.4%)、振东制药 (35.4%)、仙琚制药 (35.3%)、海正药业 (34.4%)、瑞普生物 (34.2%)、力生制药 (31.6%)、佐力药业 (31.3%)、众生药业 (31.1%)、仁和药业 (30.1%)、爱尔眼科 (30.1%)、精华制药 (30.0%)。
10%-30%	江中药业 (29.9%)、星湖科技 (26.9%)、广州药业 (26.6%)、汉森制药 (25.9%)、华仁药业 (25.6%)、红日药业 (23.2%)、北陆药业 (22.7%)、现代制药 (21.4%)、达安基因 (19.2%)、同仁堂 (19.2%)、誉衡药业 (18.8%)、浙江震元 (18.4%)、长春高新 (18.2%)、安科生物 (16.6%)、华润三九 (15.0%)、双鹤药业 (14.6%)、中新药业 (13.8%)、九九久 (13.7%)、嘉事堂 (13.7%)、双鹭药业 (11.7%)、亚宝药业 (11.5%)、智飞生物 (10.9%)、科华生物 (10.2%)。
0%-10%	恒瑞医药 (8.8%)、新和成 (8.0%)、阳普医疗 (7.9%)、人福医药 (7.4%)、奇正藏药 (6.0%)、莱美药业 (5.7%)、上海医药 (5.5%)、天康生物 (4.3%)、华邦制药 (3.4%)、西南药业 (2.2%)、太安堂 (1.9%)、华兰生物 (0.6%)。
0%以下	新华制药 (-4.9%)、浙江医药 (-5.7%)、桐君阁 (-12.6%)、金陵药业 (-12.8%)、丽珠集团 (-13.2%)、亚太药业 (-13.8%)、桂林三金 (-14.5%)、上海辅仁 (-16.1%)、天坛生物 (-17.4%)、信邦制药 (-19.1%)、康耐特 (-25.2%)、永安药业 (-29.1%)、马应龙 (-32.0%)、万东医疗 (-38.9%)、九安医疗 (-42.2%)、华海药业 (-43.3%)、诚志股份 (-47.0%)、海南海药 (-48.9%)、通化金马 (-59.7%)、复星医药 (-65.4%)、东北制药 (-88.8%)、沃华医药 (-286.8%)、莱茵生物 (-460.5%)、鑫富药业 (-718.4%)。

资料来源：公司公告 中投证券研究所 截止到 3 月 31 日（灰底为我们覆盖较多的企业）

表 5: 已公布业绩快报或年报上市公司利润增速分布

增速	家数	占比
>100%	15	13.0%
50%-100%	13	11.3%
30%-50%	28	24.3%
10%-30%	23	20.0%
0-10%	12	10.4%
负增长	21	18.3%
亏损	3	2.6%
总计	115	100%

资料来源：WIND 截止到 3 月 31 日 中投证券研究所

1.3.2 化学原料药：VC 维持 45 元/kg，VD3 价格回落，7-ACA 下跌正在进行时

VC: 国内仍维持 45 元/kg 价位。我们维持前期观点，VC 行业准入对行业长期有利好，国内部分中小型 VC 生产企业开始停产或放缓新项目进度，证明行业格局在好转，我们将保持密切关注。但短期来看，供远大于求的实质没有改变。因此，要恢复到上一轮高价位出口周期的价格水平不太可能；而目前提价更多的将是贸易性调整，上涨空间将不会很大，VC 行业较长时期内价格低位运行趋势比较明显，建议谨慎投资。

VD3: 大幅上涨维持高位 3 周后，VD3 价格开始下跌，目前报价 260-280 元/kg，欧洲价格也比较稳定了；

VA: 本周报价 140 元/kg，在新和成提高报价到 160 的推动下，经销商价格有所提升，后来 VD3 价格的回落对 VA 价格进一步上涨构成制约，预计 140 的价格将维持一段时间；

VE: 国内报价 125-135 元/公斤，上涨 10 元/公斤，因日本本州化学停产时间将至少达 1-2 月，预计 VE 价格未来仍将小幅上涨，但受新产能潜在压制，突破 2010 年高点的概率不大；

7-ACA: 大幅回落至 600-630 元/公斤，有可能继续下行。

VK3: 如我们预测，价格继续小幅上涨至 68 元/kg。

皮质激素：地塞米松报价 14000 元/kg，倍他米松报价 14500 元/kg，较前期均有所上涨。

表 8：2011 年 3 月主要跟踪原料药品种价格及趋势分析

品种	3 月国内价格	分析
7-ACA	600-630 元/公斤	有可能继续下行
VC	45 元/kg	维生素 C 行业准入条件短期还未对价格形成影响
VD3	260-280 元/kg	价格趋于稳定
VA	140 元/kg	预计将维持一段时间
VE	125-135 元/kg	预计未来小幅上涨

资料来源：健康网 博亚和讯网 中投证券研究所

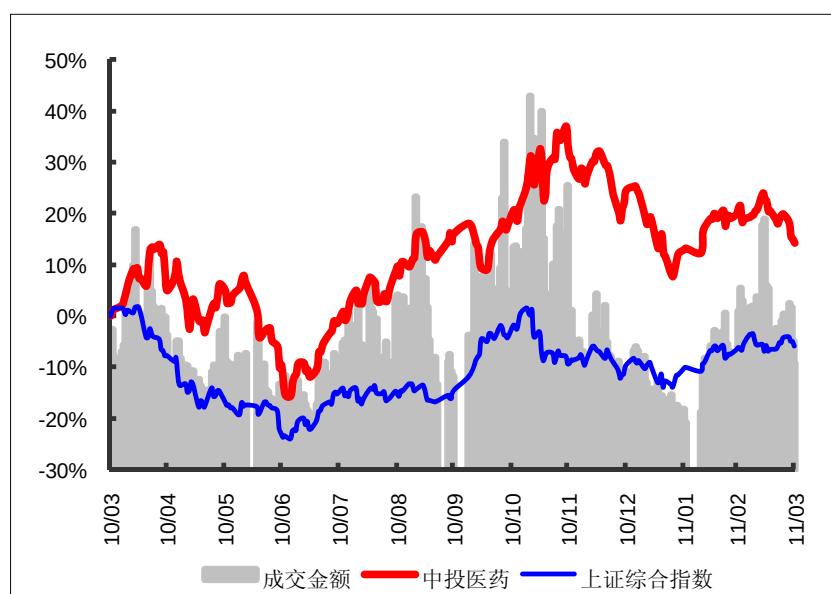
投资建议：现阶段维生素 C 建议谨慎投资，VE 价格有待进一步观察，我们周报中提示的鑫富药业等表现突出。现阶段建议关于受益于皮质激素上涨的天药股份。

二、3月市场行情回顾

2.1 医药行业3月表现

继12月和1月份的下跌之后，医药板块估值大幅度降低；2月份，在资金的介入下整个医药板块走出触底回升的行情。进入三月份，医药板块整体跌幅为1.12%，弱于上证指数1.75%的涨幅。并且板块内部分化较为明显，一线优质股下跌较多，而题材股、带有周期性的原料药上涨幅度较大。

图2：最近一年医药板块表现



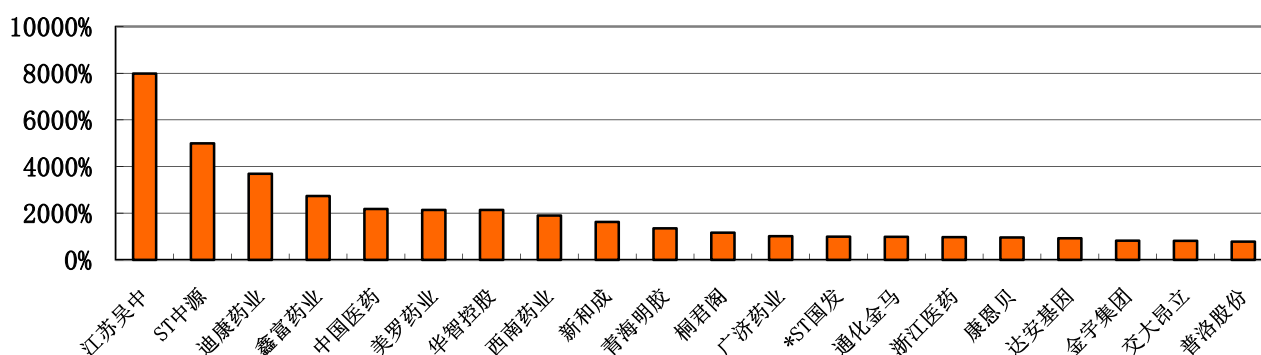
资料来源：WIND 截止到3月31日 中投证券研究所

2.2 个股3月市场表现

从3月来看，市场表现突出的个股有以下几类：

- 1、受益于地震概念的美罗药业；
- 2、受益于维生素涨价的新和成、浙江医药、鑫富药业。
- 3、有重组、资产注入预期的迪康药业
- 4、受益于新药进展的江苏吴中
- 5、受益于定向增发预案公布的ST中源。

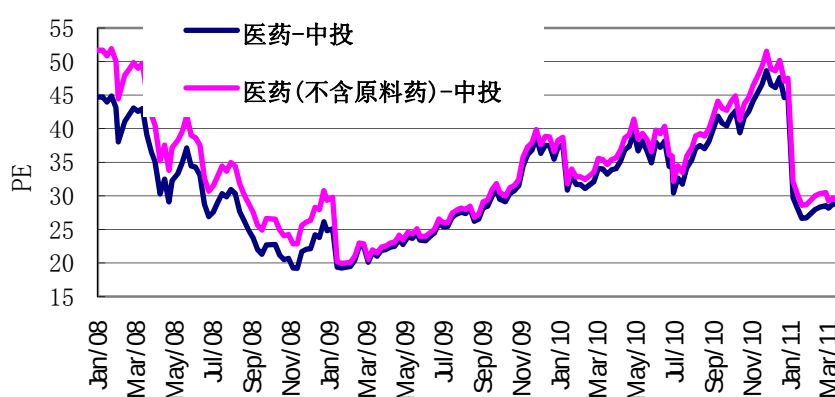
图 3: 3 月医药板块个股涨幅前 20 名



资料来源: WIND 资讯 中投证券研究所 截止 3 月 31 日收盘

2.3 估值水平

图 4: 08 年以来医药板块的估值水平



资料来源: WIND 整体法 11 年为预测市盈率 中投证券研究所 周期为周 截止到 3 月 31 日

从已公布公司的业绩情况看, 医药板块业绩较好, 目前 11 年医药板块动态市盈率为 27.48 倍, 估值已经不高了, 给优质医药股带来了配置良机。

三、近期投资组合建议

回顾 3 月, 我们的组合 (东阿阿胶、爱尔眼科、华海药业、上海凯宝、天康生物) 下跌 6.6%, 跑输行业指数 1.12% 的跌幅, 主要是由于本月市场追逐题材个股, 一线股下跌较多。但从价值投资的角度来看, 下跌也给配置优质医药股创造了绝佳良机。

从近期披露的年报或快报的个股来看, 79% 以上企业同比实现了增长, 且近 48% 的企业实现了 30% 以上的增长。短期 1 季报超预期、高送转的公司可能

会有好的表现。故 4 月份我们建议配置 1 季度业绩有望大幅增长的公司为主，组合为天士力、天康生物、尚荣医疗、康恩贝、上海医药。

目前医药板块整体表现仍受降价抑制，但我们认为，现在的估值已经消化了降价的负面预期，给予优质企业配置良机。并且，降价对于有良好产品梯队又可不断推出新品的企业而言影响很小，二季度新品获批是大概率事件，将成为一线股上涨的催化剂。故中线来看，二季度策略我们则建议配置相对估值已处于低位的一线白马股：恒瑞医药、云南白药、华东医药、爱尔眼科、国药股份。

表 9：中投医药部分重点跟踪公司 2011 年一季度 EPS 预测

公司	10 年 EPS (E)						11 年 EPS(E)			
	10 年 (E)	10 年 1Q	10 年 2Q	10 年 3Q	10 年 4Q	10 年 同比	11 年 E	11 年 1Q	11 年 同比	11 年 1Q 同比
海正药业	0.70	0.13	0.16	0.18	0.23	34%	1.00	0.19	42%	46%
华海药业	0.21	0.09	0.04	0.06	0.01	-43%	0.46	0.16	119%	77%
新和成	1.52	0.35	0.40	0.35	0.42	8%	1.72	0.30	13%	-15%
浙江医药	2.54	0.66	0.63	0.64	0.61	-6%	2.95	0.53	16%	-20%
恒瑞医药	0.97	0.27	0.25	0.23	0.22	9%	1.25	0.33	29%	21%
人福医药	0.46	0.09	0.13	0.12	0.12	7%	0.69	0.11	50%	22%
华东医药	0.75	0.19	0.17	0.18	0.21	-14%	0.98	0.22	31%	16%
恩华药业	0.33	0.07	0.11	0.09	0.05	38%	0.46	0.10	38%	39%
科伦药业	2.76	0.39	0.70	0.80	0.87	55%	3.96	0.75	44%	93%
云南白药	1.33	0.24	0.38	0.32	0.39	53%	1.79	0.31	34%	30%
东阿阿胶	0.96	0.26	0.21	0.17	0.32	61%	1.68	0.34	74%	30%
益佰制药	0.55	0.07	0.15	0.18	0.15	60%	0.74	0.10	35%	40%
华润三九	0.83	0.25	0.15	0.21	0.22	15%	1.02	0.29	23%	15%
仁和药业	0.58	0.13	0.09	0.09	0.27	47%	0.71	0.17	22%	30%
江中药业	0.80	0.20	0.21	0.18	0.21	24%	1.04	0.25	30%	25%
康恩贝	0.53	0.1	0.18	0.09	0.16	83%	0.69	0.25	30%	150%
天士力	0.85	0.13	0.25	0.25	0.22	40%	1.18	0.17	37%	32%
同仁堂	0.66	0.19	0.19	0.14	0.14	19%	0.79	0.22	20%	15%
双鹭药业	1.08	0.22	0.31	0.24	0.3	12%	1.64	0.35	52%	59%
华兰生物	1.06	0.36	0.18	0.29	0.24	0.6%	1.4	0.31	32%	-14%
一致药业	0.91	0.22	0.20	0.22	0.27	36%	1.16	0.28	27%	27%
天康生物	0.46	0.1	0.09	0.18	0.09	7%	0.9	0.17	95.7%	70%
上海医药	0.69	0.20	0.19	0.17	0.13	6%	0.92	0.26	33%	30%
尚荣医疗	0.66	--	--	--	--	36%	1.55	0.3	134%	

附录 1: 主要关注公司盈利预测和投资评级

公司	投资评级	股价	EPS			P/E			10-12 年 复合增长 率		
			09 年	10E	11E	12E	09 年	10E		11E	12E
化学原料药											
海正药业	强烈推荐	34.63	0.56	0.70	1.00	1.47	61.84	49.47	34.63	23.56	37.95%
华海药业	推荐	15.64	0.37	0.21	0.46	0.68	42.27	74.48	34.00	23.00	22.49%
浙江医药	推荐	36.14	2.7	2.54	2.95	3.32	13.39	14.23	12.25	10.89	7.13%
新和成	推荐	30.43	1.4	1.52	1.72	1.89	21.74	20.02	17.69	16.10	10.52%
星湖科技	推荐	13.27	0.43	0.55	0.6	0.8	30.86	24.13	22.12	16.59	22.99%
健康元	推荐	12.14	0.37	0.59	0.69	0.85	32.81	20.58	17.59	14.28	31.95%
化学药制剂											
恒瑞医药	强烈推荐	45.86	0.89	0.97	1.25	1.61	51.53	47.28	36.69	28.48	21.85%
华东医药	强烈推荐	26.3	0.87	0.78	0.98	1.23	30.23	33.72	26.84	21.38	12.24%
恩华药业	强烈推荐	21.12	0.23	0.33	0.46	0.64	91.83	64.00	45.91	33.00	40.65%
人福医药	强烈推荐	21.23	0.43	0.46	0.69	0.86	49.37	46.15	30.77	24.69	25.99%
信立泰	推荐	62.4	0.95	1.57	2.03	2.51	65.68	39.75	30.74	24.86	38.25%
誉衡药业	推荐	30.49	0.93	0.55	0.84	1.20	32.78	55.44	36.30	25.41	8.87%
科伦药业	推荐	132.28	1.78	2.76	3.96	5.71	74.31	47.93	33.40	23.17	47.48%
白云山 A	推荐	17.35	0.23	0.44	0.6	0.76	75.43	39.43	28.92	22.83	48.95%
中药											
云南白药	强烈推荐	55.8	0.87	1.33	1.79	2.37	64.14	41.95	31.17	23.54	39.66%
东阿阿胶	强烈推荐	43.09	0.6	0.96	1.68	2.52	71.82	44.89	25.65	17.10	61.34%
康美药业	强烈推荐	14.36	0.23	0.36	0.60	0.75	62.43	39.89	23.93	19.15	48.29%
康缘药业	强烈推荐	15.26	0.39	0.47	0.62	0.80	39.13	32.47	24.61	19.08	27.06%
益佰制药	强烈推荐	18.91	0.35	0.55	0.75	1.03	54.03	34.38	25.21	18.36	43.30%
天士力	强烈推荐	36.11	0.61	0.87	1.18	1.49	59.20	41.51	30.60	24.23	34.67%
华润三九	推荐	21.38	0.72	0.83	1.02	1.25	29.69	25.76	20.96	17.10	20.19%
江中药业	推荐	28.69	0.65	0.84	1.04	1.33	44.14	34.15	27.59	21.57	26.95%
上海凯宝	推荐	40.48	0.39	0.71	1.15	1.76	103.79	57.01	35.20	23.00	65.25%
康恩贝	推荐	19.98	0.29	0.53	0.69	0.84	68.90	37.70	28.96	23.79	42.55%
仁和药业	推荐	18.72	0.39	0.52	0.71	0.86	48.00	36.00	26.37	21.77	30.16%
福瑞股份	推荐	25.41	0.36	0.49	0.85	1.20	70.58	51.86	29.89	21.18	49.38%
红日药业	推荐	39.22	0.8	0.98	1.43	2.08	49.03	40.02	27.43	18.86	37.51%
众生药业	推荐	40.20	0.84	1.10	1.53	2.04	47.86	36.55	26.27	19.71	34.42%
马应龙	推荐	39.40	1.09	0.74	1.11	1.55	36.15	53.24	35.50	25.42	12.45%
昆明制药	推荐	12.99	0.19	0.27	0.4	0.56	68.37	48.11	32.48	23.20	43.38%
千金药业	推荐	15.07	0.43	0.38	0.64	0.83	35.05	39.66	23.55	18.16	24.51%
片仔癀	推荐	60.18	0.93	1.38	1.72	2.06	64.71	43.61	34.99	29.21	30.36%
广州药业	推荐	19.19	0.26	0.35	0.53	0.64	73.81	54.83	36.21	29.98	35.02%
生物制品											
华兰生物	强烈推荐	40.05	1.06	1.06	1.40	1.80	37.78	37.78	28.61	22.25	19.30%
天康生物	强烈推荐	19.60	0.43	0.45	0.89	1.27	45.58	43.56	22.02	15.43	43.48%
天坛生物	推荐	20.48	0.34	0.34	0.41	0.47	60.24	60.24	49.95	43.57	11.40%

双鹭药业	推荐	49.92	0.97	1.08	1.64	2.17	51.46	46.22	30.44	23.00	30.79%
科华生物	推荐	16.06	0.42	0.46	0.55	0.66	38.24	34.91	29.20	24.33	16.26%
通化东宝	推荐	13.18	0.13	0.27	0.35	0.49	101.38	48.81	37.66	26.90	55.63%
达安基因	推荐	14.95	0.16	0.20	0.23	0.27	93.44	74.75	65.00	55.37	19.06%
上海莱士	推荐	30.60	0.5	0.68	0.88	1.10	61.20	45.00	34.77	27.82	30.06%

医药商业

一致药业	强烈推荐	27.85	0.67	0.91	1.16	1.51	41.57	30.60	24.01	18.44	31.11%
上海医药	推荐	19.55	0.66	0.69	0.90	1.10	29.62	28.33	21.72	17.77	18.56%
国药股份	强烈推荐	21.34	0.47	0.65	0.84	1.08	45.40	32.83	25.40	19.76	31.96%

医疗器械

万东医疗	推荐	14.73	0.32	0.19	0.23	0.29	46.03	77.53	64.04	50.79	-3.23%
鱼跃医疗	强烈推荐	38.09	0.39	0.65	0.97	1.42	97.67	58.60	39.27	26.82	53.84%
东富龙	推荐	84.5	0.95	1.79	2.79	3.69	88.95	47.21	30.29	22.90	57.19%
阳普医疗	推荐	28.59	0.36	0.39	0.64	0.85	79.42	73.31	44.67	33.64	33.16%
山东药玻	推荐	16.42	0.56	0.75	0.92	1.14	29.32	21.89	17.85	14.40	26.74%
乐普医疗	推荐	25.88	0.36	0.51	0.69	0.93	71.89	50.75	37.51	27.83	37.21%

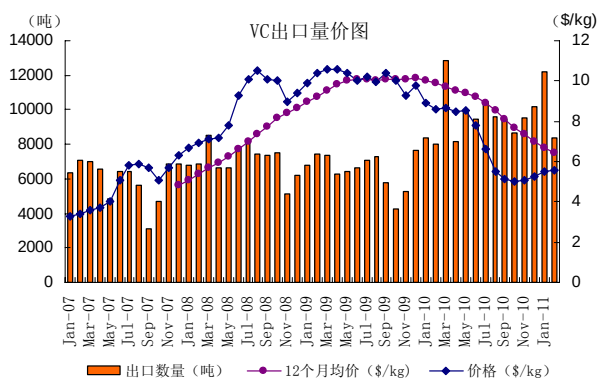
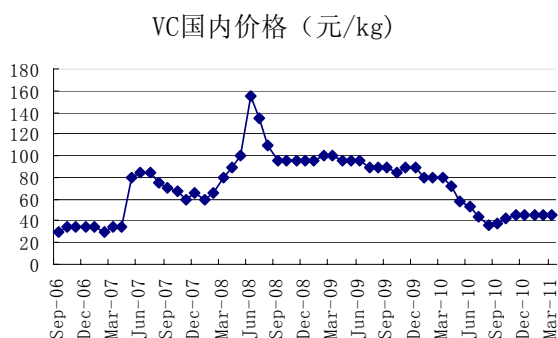
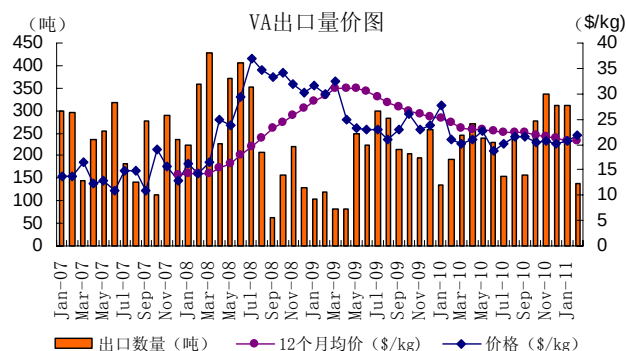
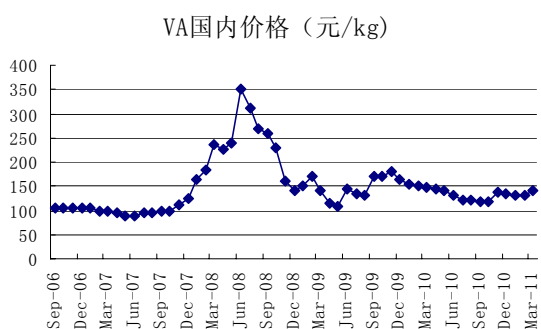
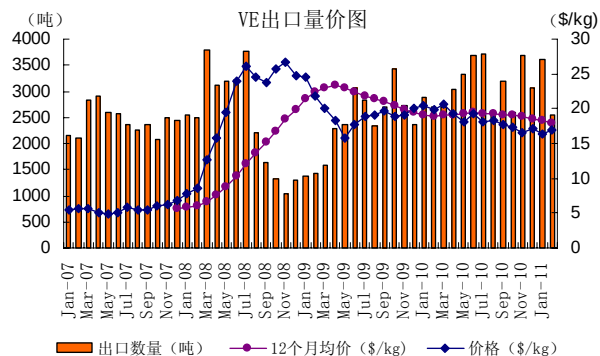
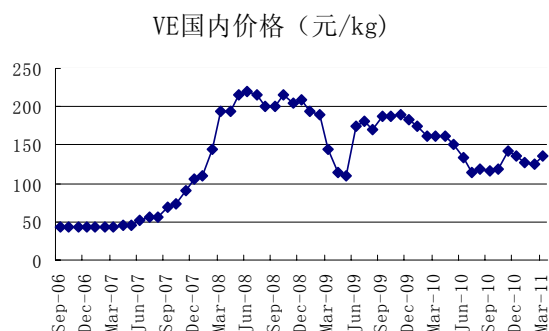
医疗服务

爱尔眼科	强烈推荐	34.81	0.35	0.45	0.69	1.20	99.46	77.36	50.45	29.01	50.79%
尚荣医疗	强烈推荐	60.89	0.49	0.66	1.55	2.92	124.27	92.26	39.28	20.85	81.30%
通策医疗	推荐	18.65	0.14	0.32	0.44	0.61	133.21	58.28	42.39	30.57	63.33%

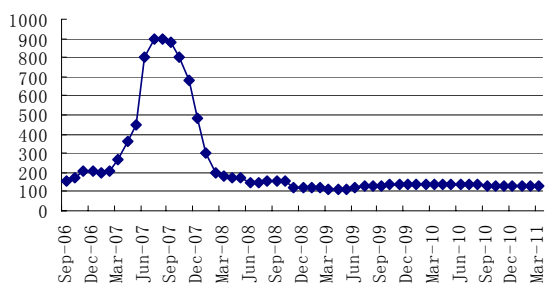
资料来源：中投证券研究所 表中收盘价为 3 月 31 日 黄色个股为中投重点库股票

附录2：主要原料药产品 06 年 9 月来的价格走势及出口价值

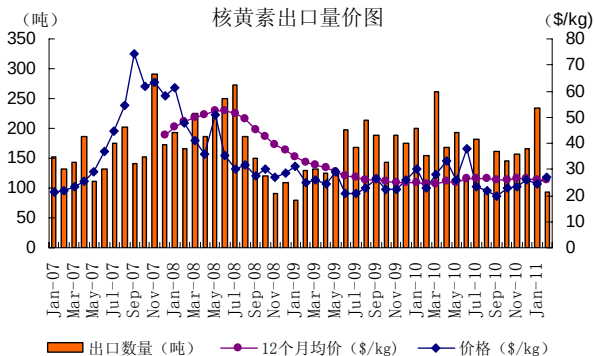
附图 1：主要维生素原料药产品价格及出口价值变化



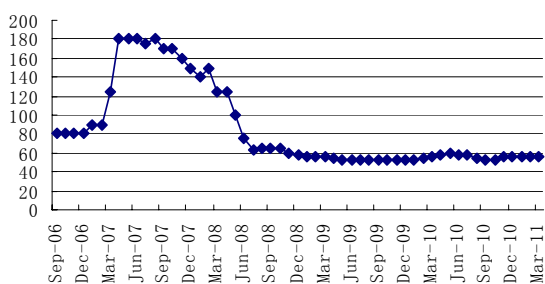
核黄素国内价格 (元/kg)



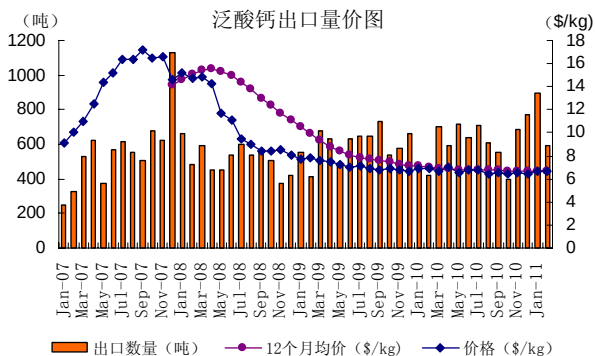
核黄素出口量价图



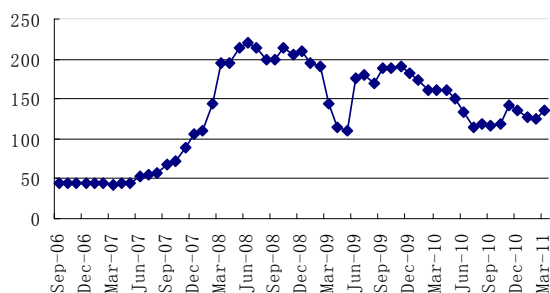
泛酸钙国内价格 (元/kg)



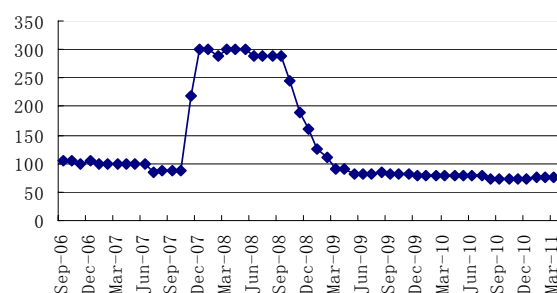
泛酸钙出口量价图



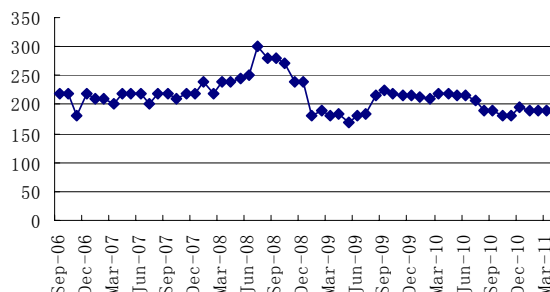
VD3国内价格 (元/kg)



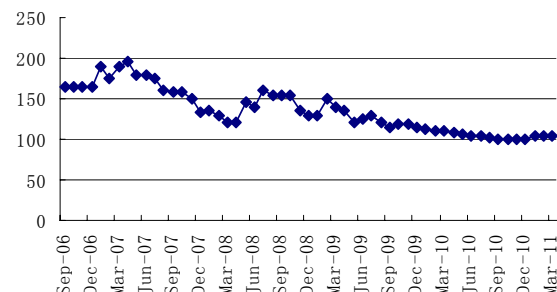
VH国内价格 (元/kg)



VB12国内价格 (元/kg)



VB1国内价格 (元/kg)

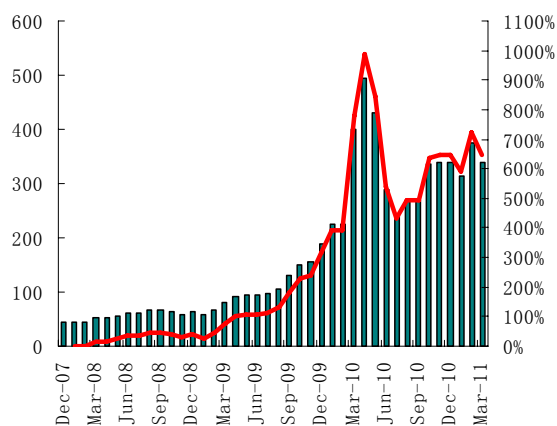


资料来源: 健康网 博亚和讯 中投证券研究所 原料药价格截止到 11 年 3 月 出口数据截止到 11 年 2 月

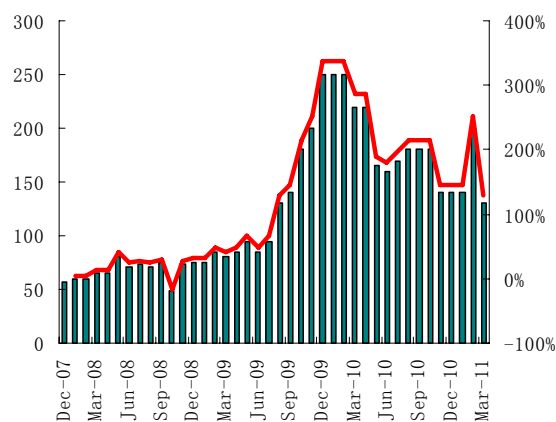
附录3: 07年12月以来主要中药材(统货)月度价格走势

附图2: 07年12月以来主要中药材(统货)月度价格走势(单位: 元/Kg)

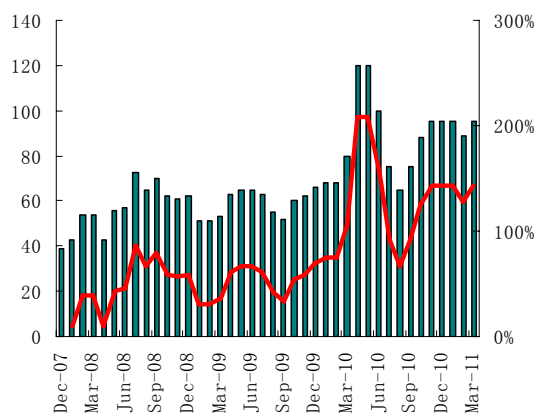
三七(120头)走势



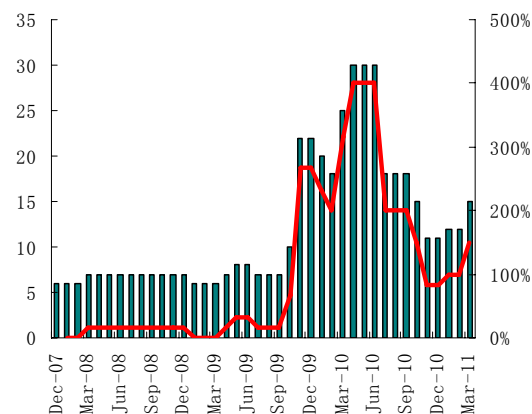
金银花走势



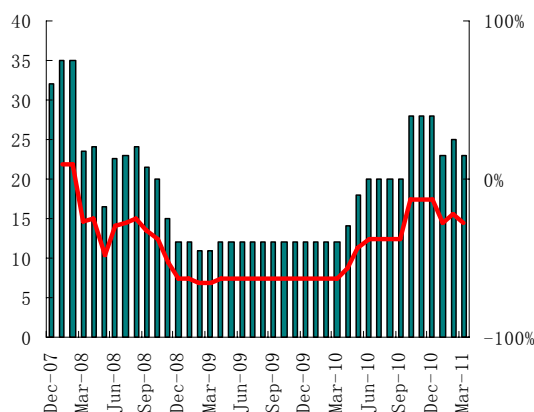
红花走势



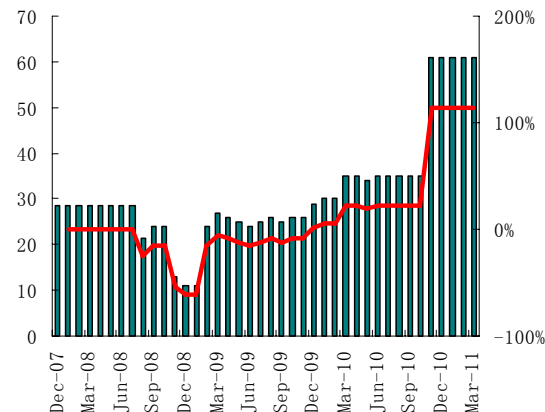
板蓝根走势



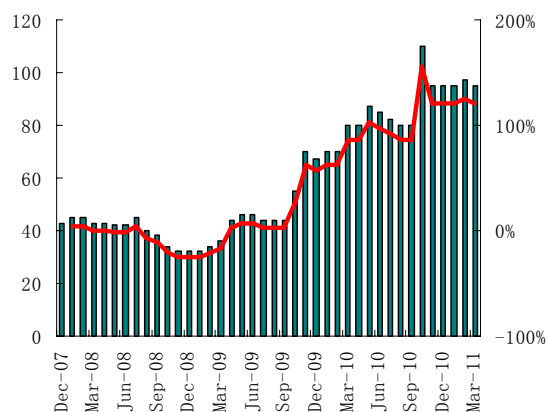
当归走势



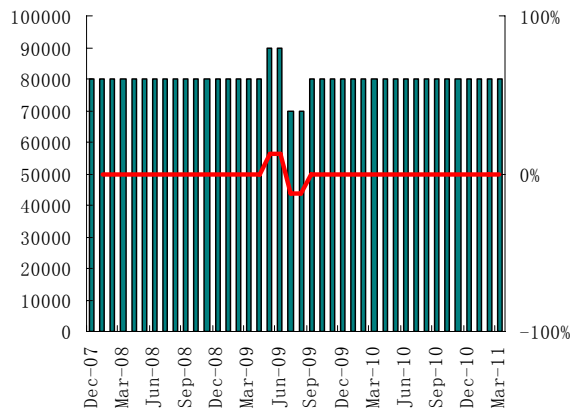
枸杞走势



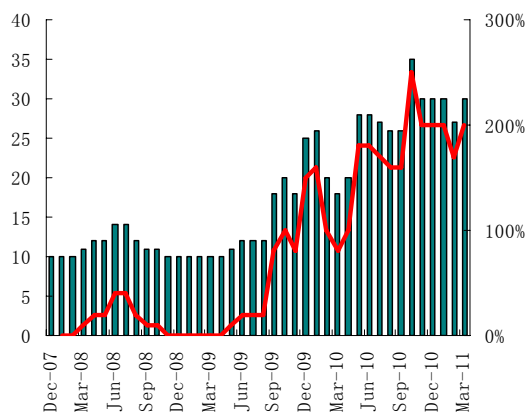
黄连走势



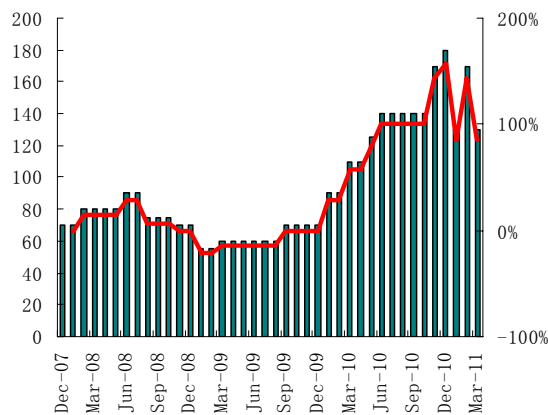
天然牛黄走势



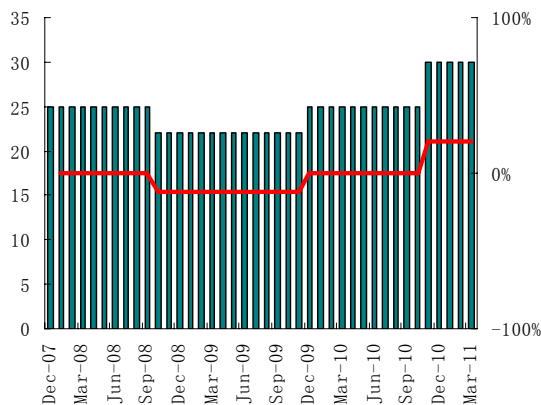
八角走势



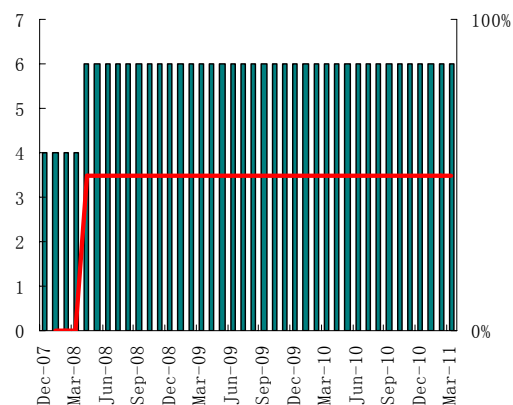
天麻走势



黄芩走势



银杏叶走势



资料来源：中药材价格信息网 数据截止到 11 年 3 月 注：柱状代表价格对应左轴，红色折线代表涨跌幅对应右轴

附录 4: 2011 年 3 月中投医药报告汇总

报告类型	报告名称	日期
公司点评	万东医疗-非经常性损益致业绩同比下降，整合预期强烈	2011-03-30
公司点评	上海凯宝-痰热清仍有较大成长空间，维持推荐评级	2011-03-29
公司研究	华兰生物-产品结构优化带来血液制品快速增长，疫苗有望重回高增长	2011-3-29
公司点评	东富龙-年报符合预期，受益于新版 GMP 业绩增长有保障	2011-3-29
公司点评	人福医药-年报符合预期，麻醉品将延续高增长，生物制品及制剂出口投资值得关注	2011-3-29
公司研究	华海药业-基本面见底，2011 年将成反转年	2011-3-28
公司研究	海正药业-厚积薄发，丰富产品梯队效力渐显	2011-3-28
公司点评	昆明制药-全方位变革坚实基础，业绩有望“快马加鞭”	2011-3-28
公司点评	云南白药-百年品牌铸造百亿药企，打造中国版“强生”	2011-3-27
公司点评	恩华药业-二季度新品有望获批，高成长值得期待	2011-3-27
公司研究	复星医药-内生增长加快、外延扩张继续，整合效应逐步显现	2011-3-27
公司点评	红日药业-投资建立康仁堂中药配方颗粒基地，夯实高成长基础	2011-3-23
公司研究	一致药业-商业看收购整合、工业看产业链上下游整合，未来潜力巨大	2011-3-22
公司点评	国药股份-2010 年业绩符合预期，战略目标制定、快速增长可期	2011-3-21
公司点评	马应龙-未来业绩增速将触底回升	2011-3-20
公司深度报告	尚荣医疗-受益于医疗服务大发展的历史性机遇，将步入加速增长期	2011-3-17
公司点评	天坛生物-甲流收入未确认致 10 年业绩低预期，公司长期战略价值依旧	2011-3-15
公司点评	天康生物-2011 年强制免疫计划新增小反刍新疆地区，公司作为唯一生产企业将受益	2011-3-14
公司点评	国药股份-实际控制人承诺解决同业竞争问题，公司战略价值逐步凸显	2011-3-13
公司点评	上海医药-10 年业绩符合预期，H 股发行助推公司新发展	2011-3-9
行业点评	医药生物-药品降价点评——影响有限，优质创新企业迎来中长线配置机会	2011-3-7
公司点评	华润三九-积极推动各项业务发展，外延式并购进度有望加快	2011-3-6
公司点评	昆明制药-持续推进营销改革	2011-3-2
公司点评	仁和药业-拟增发注入樟树制药等多项医药资产，持续完善产品线和产业链	2011-3-2
公司点评	恒瑞医药-创新药物研究即将进入收获期	2011-3-1

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉：2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围；“2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第 2 名，2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名；2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名。2010 年财经风云榜最佳证券分析师（医药行业唯一一个）。

中投医药团队成员：

周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；
余方升，医药行业研究助理，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，负责中药行业研究；
余文心，医药行业研究助理，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；
江琦，医药行业研究助理，上海交大生物工程学士，经济学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药行业及医药流通研究；
王威，医药行业研究助理，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：(0755) 82026711	传真：(010) 63222939	传真：(021) 62171434