

防御主题下，谨慎推荐医药板块

——医药生物行业 2010 年年报及 2011 年 1 季报综述

分析师：闫亚磊 CFA

SAC NO: S1150209100148

2011 年 5 月 5 日

联系人

张磊

010-68784263

kinglz004@sina.com

贾丽杰

010-68784238

giuliajia@hotmail.com

子行业评级

生物医药	中性
化学制药	看好
医疗器械	看好
医疗服务	中性
中成药制造	中性
中药饮片	中性
医药商业	看好

重点品种推荐

云南白药	强烈推荐
东富龙	推荐
红日药业	推荐
天康生物	推荐
康恩贝	推荐

投资要点：

● 2010 年报行情回顾：增速放缓，低于预期

医药生物板块的营业收入同比增长率、利润总额同比增长率和净利润同比增长率均低于全部 A 股的平均增速。医药生物的 6 个子板块在营业收入方面均实现了不同程度的增长；从盈利能力来看，医药生物板块的销售毛利率和期间费用率水平高于 A 股板块的平均水平，在 6 个子板块中，盈利能力较为突出的板块依次为医疗器械、中药、生物制品和化学制药。预测 2011 年医药生物板块的营业收入和净利润增速分别为 19.5% 和 15.7%。

2010 年，医药生物板块中扣除非经常性损益净利润增幅较大的个股主要有钱江生化、京新药业、天方药业、上海医药和亿利能源，其增幅分别为 794.52%、789.48%、484.23%、394.93% 和 370.85%；而跌幅较大的个股主要有领先科技、鑫富药业、太极集团、莱茵生物和沃华医药，其跌幅分别为 -1476.23%、-862.44%、-730.65%、-495.63% 和 -360.55%。

● 2011 年 1 季报行情回顾：略有增长，板块分化

继去年之后，2011 年一季度 SW 医药生物板块的营收和净利润增速仍然低于整体上市公司的平均增速，但是差距有所减小。另一方面，医药生物的 6 个子板块除医疗服务板块外在营业收入方面均实现了不同程度的增长，但是在利润总额和净利润增速方面则出现了明显的分歧，其中生物制品板块同比有所下降，其余板块不同程度增长。生物制品板块的下滑主要还是由于多种因素导致疫苗等产品的批签发量减少，企业业绩受到影响。

今年一季度，医药生物板块中扣除非经常性损益后净利润增幅较大的个股主要有亿利能源、紫光古汉、京新药业、华神集团和独一味，其增幅分别为 1405.29%、835.27%、789.13%、228.71% 和 213.87%；而净利润跌幅较大的个股主要有莱茵生物、鑫富药业、迪康药业、沃华医药和天茂集团，其跌幅分别为 -1496.64%、-601.61%、-416.96%、-152.51% 和 -126.83%。

● 医药板块估值合理

目前，医药生物板块的估值经过不断调整，同比来看，相对于 A 股的溢价率已经处于比较合理且安全的范围。各子行业的估值基本上均分别接近 2010 年的平均水平。未来，我们预计医药板块的市盈率（TTM，整体法）仍然维持在 32-42 倍的区间内。

● 投资策略

未来，我们预计医药板块的估值溢价率仍然会微有调整，但基本上维持在 32-42 倍的区间之内，因此板块主题我们主推防御概念，排除未来由于新产品概念或是新政策刺激因素带来的投资机会，而单从业绩增长和估值角度考虑，我们认为医药生物板块中 PE（TTM）在 40 倍以下、2011 年的净利润预期增幅在 25% 以上的投资品种是相对安全的。

我们认为云南白药、片仔癀、益生药业、天康生物、红日药业、东富龙、康美药业、福安药业、仁和药业、海翔药业和康恩贝等个股基本都符合上述范围，与之前的二季度投资策略观点类似，我们继续强烈推荐云南白药、东富龙，同时推荐天康生物、红日药业、康美药业和福安药业。

目 录

1.行业年报回顾与分析	4
1.1 行业整体回顾：增速放缓，低于预期	4
1.2 上市公司业绩回顾与分析	7
2.行业一季报回顾与分析	9
2.1 行业整体回顾：略有增长，板块分化	9
2.2 上市公司业绩回顾与分析	11
3.行业估值分析	13
4.投资策略及投资品种推荐	14

图 目 录

图 1: 近十年来医药生物板块增速情况	6
图 2: 医药板块估值情况 (截至 2011-4-29)	13
图 3: 医药板块相对于 A 股的估值溢价率	14
图 4: 应用净利润增幅和动态 PE 交叉选股	14

表 目 录

表 1: 2011 年 1~2 月医药及其子行业累计主营业务及利润情况	4
表 2: 2010 年医药生物板块财务概况	4
表 3: 2010 年 A 股各板块增长情况比较	6
表 4: 部分医药上市公司 2010 年业绩情况 (仅列出各板块涨跌前 5 家)	7
表 5: 2011 年一季度医药板块财务概况	9
表 6: 医药上市公司 2011 年一季度业绩情况 (仅列出各板块涨跌前 5 家)	11

1.行业年报回顾与分析

1.1 行业整体回顾：增速放缓，低于预期

据最新统计数据显示，今年 1~2 月份，医药制造业共实现主营业务收入和利润总额分别为 1786.90 亿元和 180.41 亿元，分别同比增长 27.74%和 20.68%。6 个子行业按所实现的主营业务收入数额排序依次为化学制剂、中成药、化学原药、生物生化制品、卫生材料和中药饮片，其同比增长率依次为 23.81%、30.59%、22.63%、27.55%、37.18%和 47.52%，基本保持接近或是高于整个医药制造业的增速。

表 1: 2011 年 1~2 月医药及其子行业累计主营业务及利润情况

行业名称	主营收入(亿元)	同比增长%	利润总额(亿元)	同比增长%
医药制造业	1786.90	27.74	180.41	20.68
化学药品原药制造	379.53	22.63	30.02	10.94
化学药品制剂制造	561.26	23.81	66.09	15.48
中药饮片加工	101.01	47.52	8.33	55.99
中成药制造	398.72	30.59	38.46	29.93
生物、生化制品的制造	164.05	27.55	20.79	17.06
卫生材料及医药用品	102.23	37.18	9.10	31.50

数据来源：Wind 资讯 渤海证券研究所

而回顾 A 股市场医药板块数据可知，2010 年末，SW-医药生物的总市值为 13358.67 亿元，占全部 A 股总市值的 4.41%，全年共实现营业收入 3451.70 亿元，净利润 294.72 亿元，包括 SW 化学制药和 SW 生物制品等在内的 6 个子板块中，在营业收入中占比较大的前三个板块依次为 SW 医药商业、SW 化学制药和 SW 中药；而在净利润中占比较大的前三个板块分别是 SW 化学制药、SW 中药和 SW 生物制品。

表 2: 2010 年医药生物板块财务概况

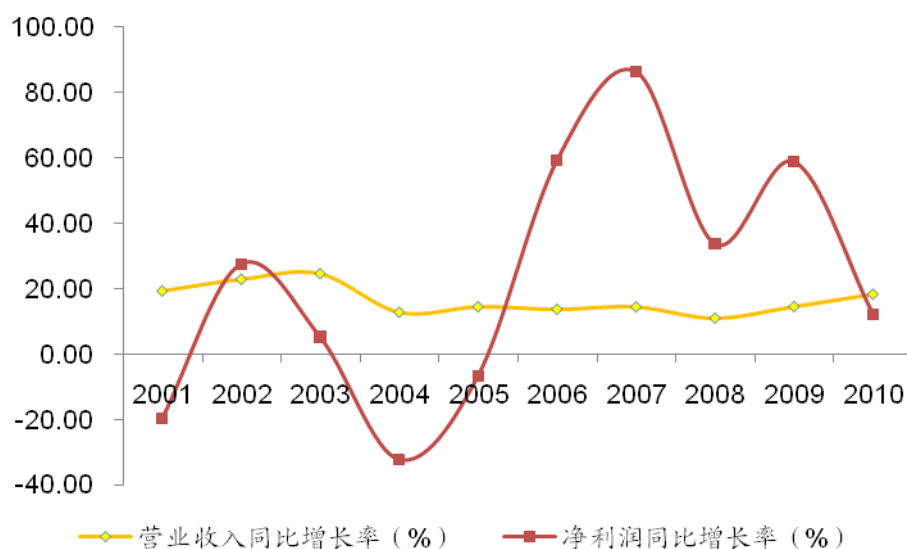
基本财务数据及预测			
	总市值(亿元)	营业收入(百万元)	净利润(百万元)
全部 A 股	303130.47	17464672.81	1655667.05
SW 医药生物	13358.67	345170.26	29472.49
SW 化学制药	4107.95	95145.27	10166.73
SW 生物制品 II	2828.58	38061.11	6058.71
SW 医疗器械 II	721.29	8908.84	1335.41
SW 医药商业 II	1135.11	110290.82	2736.85
SW 中药 II	4356.98	88487.66	8980.90
SW 医疗服务 II	208.74	4276.57	193.90
		成长能力	

	营业收入同比增长	利润总额同比增长	净利润同比增长
全部 A 股	33.98%	37.11%	37.19%
SW 医药生物	18.39%	10.75%	12.02%
SW 化学制药	18.45%	19.92%	22.43%
SW 生物制品 II	25.94%	-15.97%	-17.52%
SW 医疗器械 II	37.27%	28.59%	23.61%
SW 医药商业 II	15.32%	4.85%	6.80%
SW 中药 II	17.96%	25.59%	29.37%
SW 医疗服务 II	13.15%	233.62%	197.02%
盈利能力			
	销售毛利率	销售净利率	期间费用率
全部 A 股	19.86%	10.08%	12.26%
SW 医药生物	29.06%	9.07%	18.95%
SW 化学制药	34.25%	10.95%	21.48%
SW 生物制品 II	37.36%	16.85%	21.68%
SW 医疗器械 II	41.43%	16.04%	22.03%
SW 医药商业 II	12.32%	2.93%	9.07%
SW 中药 II	40.00%	10.90%	27.31%
SW 医疗服务 II	19.56%	4.25%	13.87%

数据来源：Wind 资讯 渤海证券研究所

从成长能力角度看，2010 年 SW 医药生物板块的营业收入同比增长率、利润总额同比增长率和净利润同比增长率分别为 18.39%、10.75%和 12.02%，而同期 A 股市场各板块上述各项指标的平均增长率分别为 33.98%、37.11%和 37.19%，由此可见，虽然去年医药生物板块一直受到市场热捧，估值始终居高不下，但是其板块整体的增速则并不乐观，远低于整体上市公司的平均增速。另一方面，医药生物的 6 个子板块在营业收入方面均实现了不同程度的增长，但是在利润总额和净利润增速方面则出现了明显的分歧，其中，除 SW 生物制品这两项指标分别同比下降 15.97%和 17.52%外，其他子板块均有所增长，以 SW 医疗服务增长最多，分别同比增长了 233.62%和 197.02%，这主要是因为此板块内上市公司较少，仅有 3 家，其中个别企业盈利状况的改善例如通策医疗的部分口腔医院业绩扭亏即将明显地呈现板块层面上。从盈利能力来看，SW 医药生物板块的销售毛利率和期间费用率水平高于 A 股板块的平均水平，而销售净利率则低于 A 股的平均水平。在 6 个子板块中，销售毛利率、净利率和期间费用率水平平均较为突出的板块依次为 SW 医疗器械、SW 中药、SW 生物制品和 SW 化学制药。最后，我们根据历年 SW 医药生物板块的平均增速情况预测 2011 年医药生物板块的营业收入和净利润增速分别为 19.5%和 15.7%。

图 1: 近十年来医药生物板块增速情况



数据来源: Wind 资讯 渤海证券研究所

从净利润增速情况来看, 2010 年医药生物板块与 A 股其他板块相比, 其 12.02% 的增速远小于其他板块。而从营业收入增速来看, 其 18.39% 的增速也低于大部分其他板块, 并且低于板块的平均增速, 预计今年这一形式并不会发生大的改变, 增速或将维持在相对稳定的水平。

表 3: 2010 年 A 股各板块增长情况比较

板块名称	营业收入同比增长 (%)	净利润同比增长 (%)
SW 电子元器件	36.88	3512.29
SW 交通运输	43.24	222.81
SW 黑色金属	30.83	177.67
SW 有色金属	45.73	144.38
SW 综合	39.10	80.69
SW 交运设备	56.15	65.82
SW 纺织服装	26.88	42.62
SW 家用电器	35.41	42.12
SW 机械设备	30.18	37.91
SW 农林牧渔	23.64	36.52
SW 采掘	41.31	35.47
SW 商业贸易	30.90	30.74
SW 食品饮料	23.15	29.48
SW 化工	41.12	29.05
SW 金融服务	23.70	28.75
SW 房地产	29.31	27.62
SW 餐饮旅游	24.46	27.09
SW 轻工制造	24.98	26.67

SW 建筑建材	32.22	25.83
SW 信息设备	49.12	18.73
SW 公用事业	25.29	12.29
SW 医药生物	18.39	12.02
SW 信息服务	15.46	10.26

数据来源: Wind 资讯 渤海证券研究所

1.2 上市公司业绩回顾与分析

表 4: 部分医药上市公司 2010 年业绩情况 (仅列出各板块涨跌前 5 家)

证券代码	公司简称	EPS 同比 增长 (%)	营收同比 增长 (%)	净利润同比 增长 (%)	ROE 同比 增长 (%)	销售毛利 率 (%)	净利率 (%)	期间费用率 (%)
化学制药								
002020.SZ	京新药业	243.24	18.73	789.48	3.28	29.89	2.05	27.47
600253.SH	天方药业	202.40	23.64	484.23	1.97	11.89	1.31	9.92
600252.SH	中恒集团	54.36	100.13	363.15	47.50	61.17	27.98	19.96
600789.SH	鲁抗医药	266.67	10.63	308.79	7.54	21.56	6.09	14.40
000522.SZ	白云山 A	89.95	18.67	232.51	16.24	35.00	6.60	28.28
000627.SZ	天茂集团	-71.62	30.74	-55.20	1.31	5.97	2.31	7.35
000952.SZ	广济药业	-67.25	7.84	-69.47	0.87	19.60	1.95	18.17
000597.SZ	东北制药	-88.81	-5.23	-93.84	1.30	23.42	1.19	21.52
600297.SH	美罗药业	-1.50	-22.67	-386.38	-4.62	13.91	1.36	14.26
002019.SZ	鑫富药业	-685.82	-6.43	-862.44	-23.59	26.14	-53.04	36.99
生物制品								
600530.SH	交大昂立	137.50	7.51	1126.98	2.09	67.12	13.91	67.78
600796.SH	钱江生化	80.00	20.95	794.52	5.24	14.56	11.59	14.93
000078.SZ	海王生物	229.49	47.56	204.63	2.40	16.43	1.38	14.14
300142.SZ	沃森生物	96.08	50.04	106.51	10.72	90.88	43.04	41.28
600201.SH	金宇集团	70.83	-2.21	82.89	13.19	47.55	17.12	26.36
002022.SZ	科华生物	-8.48	25.78	5.99	23.34	53.92	30.19	22.91
002007.SZ	华兰生物	-37.10	3.37	0.43	31.31	76.69	55.11	11.40
600196.SH	复星医药	-77.23	17.64	0.07	5.03	34.48	21.96	33.60
600867.SH	通化东宝	106.67	11.14	-3.86	3.27	61.83	27.18	53.11
002030.SZ	达安基因	0.00	15.76	-4.56	8.60	58.68	15.76	47.08
医疗器械								
002551.SZ	尚荣医疗	13.64	29.51	115.93	18.18	39.74	17.32	15.42
600079.SH	人福医药	-4.17	65.75	85.58	11.11	46.50	13.79	29.75
002223.SZ	鱼跃医疗	-1.54	64.33	59.54	22.53	35.24	18.25	15.01
300206.SZ	理邦仪器	44.26	40.05	48.10	34.40	59.34	20.37	38.08
600587.SH	新华医疗	45.16	51.52	44.73	8.47	24.19	4.81	17.57
300003.SZ	乐普医疗	-35.08	36.25	41.14	21.36	82.92	53.32	21.37
600055.SH	万东医疗	-39.38	-11.81	20.16	6.27	36.80	7.08	28.32
600529.SH	山东药玻	19.64	21.84	13.43	10.07	30.27	11.36	15.00

002432.SZ	九安医疗	-47.62	-4.62	-46.76	4.24	34.07	7.94	25.90
000669.SZ	领先科技	-9256.82	20.52	-1476.23	-22.73	3.18	-99.55	25.88
医药商业								
601607.SH	上海医药	125.15	19.67	394.93	20.00	18.15	4.76	13.40
000028.SZ	一致药业	35.82	18.80	28.79	26.20	8.72	2.02	6.23
600833.SH	第一医药	-24.00	10.66	27.91	7.13	17.50	2.64	13.68
600511.SH	国药股份	36.81	13.93	26.75	23.78	8.84	5.29	3.81
000705.SZ	浙江震元	18.38	17.81	26.42	3.54	11.90	1.57	9.68
600998.SH	九州通	8.00	12.10	17.45	11.99	6.48	1.70	4.24
002462.SZ	嘉事堂	2.86	18.36	15.70	5.60	12.68	3.65	7.33
000591.SZ	桐君阁	-12.60	13.47	10.52	0.99	9.95	0.43	9.47
000963.SZ	华东医药	-16.09	14.66	-19.83	25.28	18.76	4.41	13.20
600713.SH	南京医药	-81.82	8.57	-315.19	-6.45	7.10	-0.04	6.79
中药								
000766.SZ	通化金马	-57.14	0.85	312.95	1.37	61.17	7.09	51.73
000590.SZ	紫光古汉	153.49	13.69	160.93	19.96	57.09	15.13	37.44
000538.SZ	云南白药	17.70	40.49	57.59	23.15	30.48	9.19	19.26
000650.SZ	仁和药业	-22.99	39.07	56.99	24.01	51.73	16.51	29.63
600976.SH	武汉健民	46.88	2.49	52.74	6.38	20.35	4.36	15.10
000423.SZ	东阿阿胶	31.22	17.88	39.20	21.14	54.99	24.11	27.11
600750.SH	江中药业	29.88	35.64	33.35	19.44	43.91	10.21	30.89
600993.SH	马应龙	-32.11	15.31	-9.95	10.44	37.72	10.16	26.19
600781.SH	上海辅仁	-13.33	13.57	-13.07	9.61	40.67	9.79	27.80
600613.SH	永生投资	125.00	37.50	-113.09	2.07	73.57	5.89	73.90
医药服务								
600763.SH	通策医疗	121.43	28.19	100.66	20.84	46.49	20.54	17.50
300015.SZ	爱尔眼科	-48.86	42.61	24.24	9.18	56.37	14.36	36.36
000990.SZ	诚志股份	-48.59	10.82	-54.59	0.97	7.33	0.56	6.26

数据来源: Wind 资讯 渤海证券研究所

2010 年,医药生物板块中扣除非经常性损益净利润增幅较大的个股主要有钱江生化、京新药业、天方药业、上海医药和亿利能源,其增幅分别为 794.52%、789.48%、484.23%、394.93%和 370.85%;而跌幅较大的个股主要有领先科技、鑫富药业、太极集团、莱茵生物和沃华医药,其跌幅分别为-1476.23%、-862.44%、-730.65%、-495.63%和-360.55%。

在净利润增幅较大的企业中,钱江生化是由于 2010 年公司报告期内农药、兽药销售增加使得营业收入同比增长;投资收益大幅增加,增厚净利(公司 2011 年计划实现营业收入 4.4 亿元);亿利能源仍然是化工产品增加和煤炭运销业务快速增长所致;京新药业是由于公司去年头孢菌素类药物和中药类药物销售量增加,导致营业收入增幅较大,另外就是所得税相较于前一年减少了近 300 万元;而天方药业方面,公司称

其业绩增长原因有：原料药产销两旺，较去年同期利润贡献较大；新药销售占成品药比重增大，毛利增加；出口较去年同期增长 60%，利润增大；推行精细化管理及流程再造，节能降耗，挖潜增效。上海医药则是因为公司去年核心品种整体增长 30%以上，并且综合毛利率保持上升趋势，分销业务增长较快。

在跌幅较大的企业中，领先科技业绩下滑的直接原因是计提资产减值损失数额大幅增加所致，而主要原因则是由于受到产品结构及市场销售的影响，公司业绩无法得到大幅提升。同时市场竞争更加激烈，市场开发难度进一步加大，另外，公司正在进行资产置换，此次资产重组完成后，公司将面临着业务的完全转型，公司将会从现有业务转变为天然气管道输送及销售服务方面；鑫富药业是因为主导产品的主要原材料和燃料价格上涨，人民币汇率波动带来不利影响，而且近年投资的新产品尚未产生效益，新增项目令公司运营成本和费用大幅增加；太极集团则主要是因为曲美事件的影响、原材料价格上涨以及产能不足等问题；莱茵生物是由于公司去年订单减少、费用增加所致；而沃华医药则是因为公司的主导产品心可舒片在未进入 2010 年各省招标目录，从而导致其销售大幅下滑，另外中药材原材料价格上涨造成成本大幅攀升也是导致公司业绩亏损的主要原因之一。

2.行业一季报回顾与分析

2.1 行业整体回顾：略有增长，板块分化

2011 年一季度末，SW 医药生物的总市值为 12704.27 亿元，占全部 A 股总市值的 4.00%，共实现营业收入 984.55 亿元，净利润 87.33 亿元，包括 SW 化学制药和 SW 生物制品等在内的 6 个子板块中，与去年情况类似，在营业收入中占比较大的前三个板块依次为 SW 医药商业、SW 化学制药和 SW 中药；而在净利润中占比较大的前三个板块也仍然分别是 SW 化学制药、SW 中药和 SW 生物制品。

表 5：2011 年一季度医药板块财务概况

	基本财务数据及预测		
	总市值（亿元）	营业收入（百万元）	净利润（百万元）
全部 A 股	317628.28	4832156.04	477709.93
SW 医药生物	12704.27	98454.78	8732.79
SW 化学制药	3803.03	28017.60	3016.75
SW 生物制品 II	2779.86	9903.10	1381.81
SW 医疗器械 II	759.43	2702.72	399.57
SW 医药商业 II	1023.64	32156.29	1199.99
SW 中药 II	4164.23	24712.52	2680.81

SW 医疗服务 II	174.08	962.55	53.86
成长能力			
	营业收入同比增长	利润总额同比增长	净利润同比增长
全部 A 股	29.10%	0.26	24.16%
SW 医药生物	21.07%	19.86%	19.80%
SW 化学制药	21.06%	17.01%	16.99%
SW 生物制品 II	14.66%	-15.17%	-12.78%
SW 医疗器械 II	41.80%	36.59%	33.20%
SW 医药商业 II	19.37%	65.70%	65.51%
SW 中药 II	26.05%	30.20%	29.96%
SW 医疗服务 II	-11.69%	33.81%	39.55%
盈利能力			
	销售毛利率	销售净利率	期间费用率
全部 A 股	19.38%	10.45%	11.36%
SW 医药生物	27.19%	9.40%	17.28%
SW 化学制药	31.83%	10.96%	19.58%
SW 生物制品 II	34.49%	15.02%	20.14%
SW 医疗器械 II	40.03%	15.88%	19.89%
SW 医药商业 II	11.79%	4.16%	8.45%
SW 中药 II	37.78%	11.62%	24.84%
SW 医疗服务 II	23.92%	5.77%	15.41%

数据来源：Wind 资讯 渤海证券研究所

从成长能力角度看，2011 年一季度 SW 医药生物板块的营业收入同比增长率、利润总额同比增长率和净利润同比增长率分别为 21.07%、19.86% 和 19.80%，而同期 A 股市场各板块上述各项指标的平均增长率分别为 29.10%、0.26 和 24.16%，由此可见，继去年之后，医药生物板块的营收和净利润增速仍然低于整体上市公司的平均增速，但是差距有所减小。另一方面，医药生物的 6 个子板块除医疗服务板块外在营业收入方面均实现了不同程度的增长，但是在利润总额和净利润增速方面则出现了明显的分歧，其中，与 2010 年情况类似，生物制品板块这两项指标又分别同比下降 15.97% 和 17.52%，而其他子板块均有所增长，以医药商业板块增长最多，分别同比增长了 65.70% 和 65.51%，出现上述情况主要是由于甲流疫情结束以及“山西疫苗”事件等的影响，疫苗类产品批签发量骤减，企业的经济效益受到直接影响；而医药商业的增长则主要是因为行业本身伴随行业集中度提升和企业经营环境改善其业绩有较大提升，另外，就是行业内龙头企业盈利能力增强的结果。从盈利能力来看，SW 医药生物板块的销售毛利率和期间费用率水平高于 A 股板块的平均水平，而销售净利率则低于 A 股的平均水平。在 6 个子板块中，销售毛利率、净利率和期间费用率水平平均较为突出的板块依次为 SW 医疗器械、SW 生物制品、SW 中药和 SW 化学制药。

2.2 上市公司业绩回顾与分析

表 6: 医药上市公司 2011 年一季度业绩情况 (仅列出各板块涨跌前 5 家)

证券代码	公司简称	EPS 同比 增长 (%)	营收同比 增长 (%)	净利润同比 增长 (%)	ROE 同比 增长 (%)	销售毛利 率 (%)	净利率 (%)	期间费用率 (%)
化学制药								
002020.SZ	京新药业	240.32	29.06	789.13	1.93	25.73	3.52	20.88
300199.SZ	翰宇药业	333.33	103.83	407.10	2.15	76.51	38.50	33.35
000952.SZ	广济药业	88.24	-8.72	212.40	0.57	20.47	5.95	16.21
600568.SH	中珠控股	166.67	208.08	164.80	0.90	23.01	5.86	13.49
600252.SH	中恒集团	90.82	97.05	155.80	6.94	70.91	72.61	24.01
000739.SZ	普洛股份	-36.51	15.79	-74.13	0.15	17.11	0.50	16.45
000597.SZ	东北制药	-92.63	-12.49	-93.27	0.36	21.50	0.59	19.97
600812.SH	华北制药	-92.86	110.80	-95.16	0.53	8.96	0.46	8.20
000627.SZ	天茂集团	-90.91	-23.48	-102.13	-0.04	5.14	0.60	6.77
002019.SZ	鑫富药业	-500.00	14.42	-601.61	-1.49	21.93	-8.26	30.46
生物制品								
600796.SH	钱江生化	19.05	33.12	129.06	2.77	18.45	9.79	14.92
300142.SZ	沃森生物	53.85	38.83	106.72	0.46	91.87	41.25	42.62
600201.SH	金宇集团	54.55	11.76	52.67	5.44	64.25	29.54	27.77
600867.SH	通化东宝	-25.00	14.47	50.73	2.02	65.23	20.96	40.73
600226.SH	升华拜克	-8.54	6.09	48.73	3.24	16.73	8.72	9.14
300009.SZ	安科生物	-70.00	3.57	-18.05	1.00	68.06	10.23	53.87
002550.SZ	千红制药	-36.36	-33.68	-29.28	3.60	31.88	16.12	12.37
002007.SZ	华兰生物	-59.58	-28.00	-35.32	5.98	74.15	52.19	10.86
002399.SZ	海普瑞	-44.93	-16.30	-39.09	1.88	28.94	22.36	1.28
600866.SH	星湖科技	-57.60	-32.31	-78.88	1.39	29.28	14.45	19.48
医疗器械								
600587.SH	新华医疗	240.00	102.30	209.65	2.97	22.75	5.37	15.49
002551.SZ	尚荣医疗	—	74.29	105.26	1.65	38.48	15.34	14.73
002223.SZ	鱼跃医疗	-4.17	50.36	58.40	6.26	34.74	19.37	11.95
600055.SH	万东医疗	62.07	31.87	53.40	1.61	35.10	6.47	27.59
600079.SH	人福医药	22.22	53.12	42.19	2.95	43.25	11.04	26.80
300171.SZ	东富龙	0.00	27.37	22.48	3.79	47.11	27.14	10.25
300206.SZ	理邦仪器	—	32.53	17.95	4.66	58.11	13.84	45.19
600529.SH	山东药玻	-11.76	11.25	-17.31	2.12	26.98	10.57	12.65
002432.SZ	九安医疗	-100.00	-3.91	-89.21	0.06	37.24	1.03	35.14
000669.SZ	领先科技	-103.39	-78.35	-98.00	-0.75	1.65	-25.82	26.93
医药商业								
601607.SH	上海医药	114.99	26.88	73.44	4.55	15.78	8.09	11.18
000591.SZ	桐君阁	46.09	19.35	56.65	1.80	9.85	0.24	9.37
000705.SZ	浙江震元	55.96	12.00	53.24	1.61	12.07	2.10	9.17
000028.SZ	一致药业	35.14	17.67	37.19	7.70	9.73	2.52	6.33

600998.SH	九州通	2.00	15.85	21.85	1.71	6.35	1.18	4.62
600833.SH	第一医药	12.24	6.97	11.43	2.05	17.26	2.61	13.34
000963.SZ	华东医药	9.14	27.40	8.25	7.50	18.82	4.63	12.69
600511.SH	国药股份	-11.79	16.17	-13.43	4.53	8.15	3.90	3.43
600713.SH	南京医药	-54.55	10.35	-94.36	0.07	7.27	0.15	6.73
002462.SZ	嘉事堂	—	13.18	48.55	0.91	11.67	3.04	7.05
中药								
600277.SH	亿利能源	388.89	69.50	1405.29	0.22	8.50	0.80	7.33
000590.SZ	紫光古汉	864.80	27.27	835.27	6.67	57.86	22.96	37.74
002424.SZ	贵州百灵	29.79	47.09	183.90	2.71	53.44	22.29	26.59
000766.SZ	通化金马	173.20	1.22	168.08	1.98	56.83	29.33	52.03
300158.SZ	振东制药	—	110.36	117.32	1.17	45.71	8.49	35.92
600479.SH	千金药业	-56.19	-1.05	-33.28	2.11	57.67	8.63	46.69
600222.SH	太龙药业	-50.67	21.65	-37.01	0.51	10.62	1.65	8.37
600129.SH	太极集团	59.06	18.98	-43.23	1.06	20.84	3.45	18.60
600211.SH	西藏药业	-63.64	9.38	-53.50	0.23	13.90	0.09	14.36
600466.SH	迪康药业	11.97	-6.38	-416.96	-0.49	49.83	4.23	52.26
医疗服务								
000990.SZ	诚志股份	6.25	-26.28	114.69	0.26	8.40	0.45	7.15
300015.SZ	爱尔眼科	-30.00	48.56	66.01	2.89	56.12	14.25	36.18
600763.SH	通策医疗	66.67	29.58	57.09	5.77	47.38	24.18	12.99

数据来源：Wind 资讯 渤海证券研究所

今年一季度，医药生物板块中扣除非经常性损益后净利润增幅较大的个股主要有亿利能源、紫光古汉、京新药业、华神集团和独一味，其增幅分别为 1405.29%、835.27%、789.13%、228.71%和 213.87%；而净利润跌幅较大的个股主要有莱茵生物、鑫富药业、迪康药业、沃华医药和天茂集团，其跌幅分别为-1496.64%、-601.61%、-416.96%、-152.51%和-126.83%。

在净利润增幅较大的企业中，紫光古汉是由于主营业务收入和投资收益大幅增加所致；亿利能源仍然是化工产品增加和煤炭运销业务快速增长所致；京新药业则是因为公司年报业绩超预期，以及制剂出口成为未来公司新的利润增长点；华神集团是公司三七等中药材和钢材等原材料价格上涨；而独一味则是因为通过加大降低成本和提升价格，从而使公司毛利率提升了 6.33 个百分点，与此同时，期间费用有大幅降低。

在跌幅较大的企业中，天茂集团是由于一季度公司主产品布洛芬生产装置进行检修影响了布洛芬产品的生产，同时主要原料价格大幅上涨且人民币升值，导致布洛芬产品毛利率下降，同时，参股的国华人寿保险股份有限公司尚处于全国性布点阶段，因费用较大出现亏损，导致本公司利润下降；除此之外的几只个股业绩大幅下滑的原因与前述相同。这里需要指出的是，部分个股年报业绩差，雪上加霜的是，今年一季度的

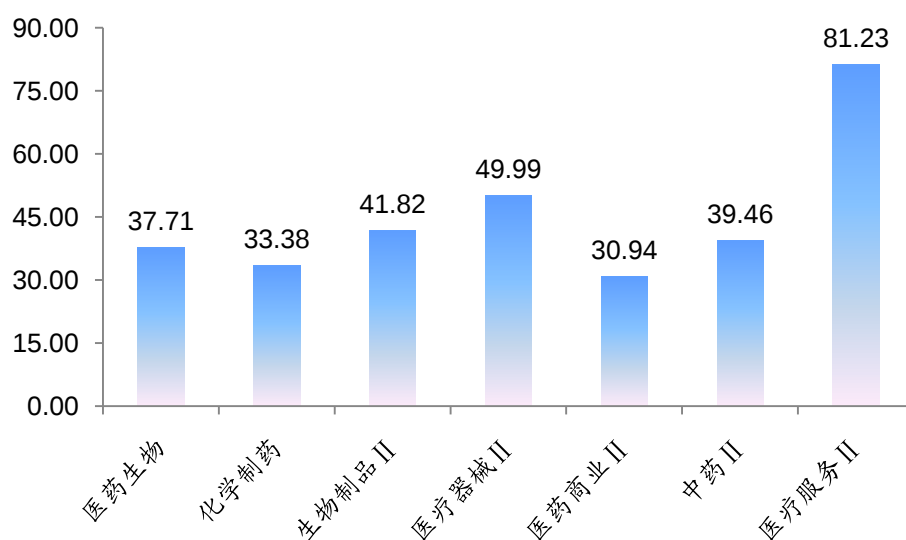
业绩也不理想，从而导致这些个股仍然跌跌不休，能改变这一窘境的动因，只能是静待利空出尽，或是有新的刺激性消息出来，从而给予这些超跌中的个股新的生机。

3.行业估值分析

从目前的数据来看，我们认为，医药生物板块的估值经过不断调整，同比来看，相对于 A 股的溢价率已经处于比较合理且安全的范围。各子行业的估值基本上均分别接近 2010 年的平均水平。目前，从市盈率来看，医药板块相对于 A 股的溢价率仍然居高不下，截至 4 月底，医药生物板块的市盈率（TTM，整体法）为 37.71 倍，略低于去年医药板块估值的均值 38.34；从溢价角度看，当前市盈率相对 A 股的溢价率为 116.60%，高于去年相对溢价率的均值 93.14%。未来，我们预计医药板块的市盈率（TTM，整体法）仍然维持在 32~42 倍的区间内。

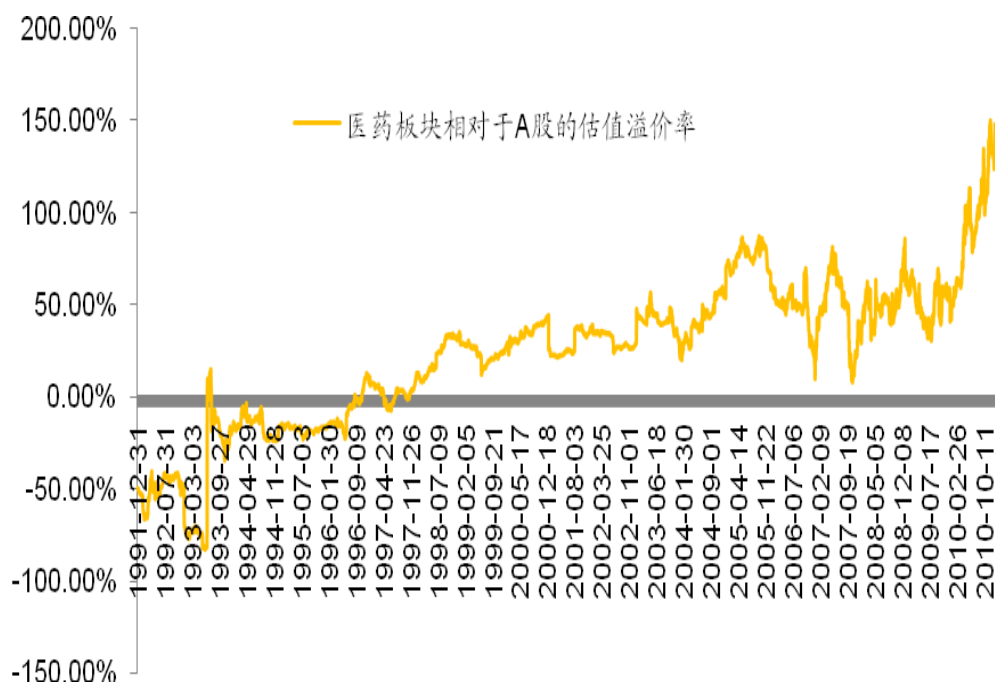
SW 医药生物的 6 个子板块中，除 SW 生物制品估值提高到 41.82 倍之外，其他子板块的估值较去年和今年年初分别有不同程度回落，目前估值较高的仍然为 SW 医疗服务板块，其估值为 81.23 倍，之后依次为 SW 医疗器械、SW 生物制品、SW 中药、SW 化学制药和 SW 医药商业，其估值分别为 49.99 倍、41.82 倍、39.46 倍、33.38 倍和 30.94 倍。

图 2：医药板块估值情况（截至 2011-4-29）



数据来源：Wind 资讯 渤海证券研究所

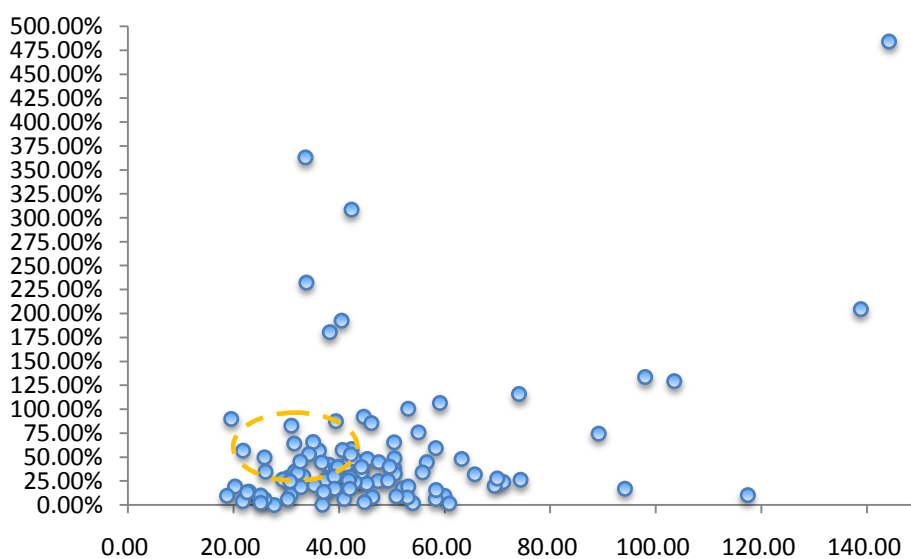
图 3: 医药板块相对于 A 股的估值溢价率



数据来源: Wind 资讯 渤海证券研究所

4. 投资策略及投资品种推荐

图 4: 应用净利润增幅和动态 PE 交叉选股



数据来源: Wind 资讯 渤海证券研究所

未来，我们预计医药板块的估值溢价率仍然会微有调整，但基本上维持在 32~42 倍的区间之内，因此板块主题我们主推防御概念，排除未来由于新产品概念或是新政策刺激因素带来的投资机会，而单从业绩增长和估值角度考虑，我们认为医药生物板块中 PE（TTM）在 40 倍以下、2011 年的净利润预期增幅在 25%以上的投资品种是相对安全的。

根据上述结论，我们应用板块内上市公司 2011 年净利润同比增幅的预测值作为纵坐标，将个股的 PE（TTM，整体法）的数值作为横坐标做散点图（其中已剔除了包括 ST 股在内等部分偏差较大的个股），上图中橙色虚线所标注的范围就是我们最终选取的投资标的，所涉及的个股主要有云南白药、片仔癀、益生药业、天康生物、红日药业、东富龙、康美药业、福安药业、仁和药业、海翔药业和康恩贝等，与之前的二季度投资策略观点类似，我们继续强烈推荐云南白药、东富龙，同时推荐天康生物、红日药业、康美药业和福安药业。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

机构销售部经理

022-28451995

13502040941

zhuyanjun@bhqz.com

谢晓冬

022-28451849

13820872805

actionfish@live.cn

xiexd@bhqz.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街22号 外经贸大厦11层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分