

2011-06-02

医药生物

维持

增持

绝对低点已近，关注中报业绩分化

◇ 报告起因：行业 6 月报

◆绝对低点已近，关注中报业绩分化：

2011 年 5 月份沪深 300 指数下跌 5.99%，医药生物指数下跌 6.38%，医药股毫无防御能力（医药股已经连续 6 个月走势偏弱）。医药股在市场期待的 4 月没有防守，5 月市场破位，医药股再次不抵抗。检验原因：医药股年报和季报业绩低于预期，由此估值始终被顶在了高位，而下半年药品降价也使医药股盈利增长蒙上了不确定性，短期估值偏高，未来业绩不确定，医药股注定是不防守的悲剧。

展望 6-7 月份，我们认为目前医药股整体行情缺乏催化剂，绝对低点还是未到。但是我们已不如此前那么悲观。因为我们判断医药股已经离底不远，最大下跌幅度在 10% 以内，少数个股已经进入价值投资区间。我们认为 6 月份因该关注中报业绩，寻找错杀标的，6 月份重点推荐汤臣倍健和科伦药业。

◆汤臣倍健：演绎膳食营养补充王者的故事

①国内膳食营养补充剂认知度已经相当普及，传统渠道购买更符合消费者购买习惯。预计到 2015 年，传统渠道销售占比由目前的 15% 提升到 33%，2020 年超过 56%，非直销龙头汤臣倍健是最受益的公司。②公司品牌和渠道战略非常具有前瞻性：战略性签约姚明、快速终端扩张、布局连锁营养中心、建立原料专供基地。公司在传统渠道竞争中先发优势明显，已经显露王者之相。③年轻、睿智、有激情的管理团队。公司治理和经营决策：小公司，却有大企业的范。我们预计 2015 年，公司在传统渠道市场占有率由目前的 14% 提升到 28%，整体市场占有率接近 10%。更长期看，汤臣倍健将有可能超越安利（中国），成为国内膳食营养补充剂第一品牌。

我们预计公司 2011-13 年收入分别为 5.59、8.65、12.64 亿元，三年 CAGR55%。2011-13 年 eps 分别为 1.45、2.27、3.36 元，未来三年 CAGR59%。以公司 2011 年业绩 45-50xPE 估值，我们给予公司 6 个月目标价格 65.30-72.50 元（目标涨幅 42%-58%），给予公司“买入”评级。

◆**抗生素限制使用办法将促使行业洗牌：**国家正在征求意见的抗生素限制使用办法是有史以来最为严格的限制措施。其中许多细节值得商讨，假如推行将对制药企业产生短期较大的影响，长期利好产品线较全而规模较大的企业。

◆**原料药价格出现上涨：**由于原料成本、人工成本上升的传导以及最近的电力紧缺等影响，部分维生素原料药出现了价格上涨，如 VB2、VB5 和 VK3 等。

分析师：姚杰（执业证书编号：S0930510120006）

021-22169153

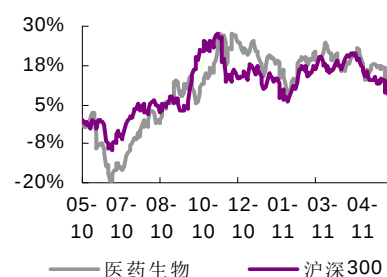
yaoj@ebsecn.com

联系人：姜恩铸

021-22169319

jiaangez@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



相关报告：

维持“标配”，等待拐点出现

.....2011-05-05

2010 年医药行业净利润增长 22%，符合预期

.....2011-05-03

消化业绩和估值压力

.....2011-03-28

证券代码	公司名称	股价	EPS(元)			投资评级
			10A	11E	12E	
300146	汤臣倍健	46.30	0.84	1.45	2.27	买入
002422	科伦药业	51.49	1.38	2.14	3.01	买入
600062	双鹤药业	25.35	0.91	1.20	1.46	买入
600267	海正药业	35.89	0.70	1.00	1.31	买入
600479	千金药业	12.79	0.28	0.46	0.59	买入
600557	康缘药业	15.19	0.43	0.59	0.77	买入
600594	益佰制药	19.13	0.55	0.75	0.96	买入

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

1.0 绝对低点已近，关注中报业绩分化

2011 年 5 月份沪深 300 指数下跌 5.99%，医药生物指数下跌 6.38%，医药股毫无防御能力。（医药股已经连续 6 个月走势偏弱）。医药股在市场期待的 4 月没有防守，5 月市场破位，医药股再次不抵抗。检验原因：公司在年报和季报业绩低于预期，由此估值始终被顶在了高位，而下半年药品降价也使医药股盈利增长蒙上了不确定性，短期估值偏高，未来业绩不确定，医药股注定是不防守的悲剧。

我们认为目前医药股整体行情缺乏催化剂，绝对低点还是未到。但是我们已不如此前那么悲观。因为我们判断医药股已经离底不远，最大下跌幅度在 10% 以内，少数个股已经进入价值投资区间。

医药股经过 6 个月时间调整，板块的位置回到中间位置。2011 年医药股下跌 16%，跑输大盘 10%，在所有行业中倒数第五，在大消费板块中垫底。从估值看，医药股 2011 年动态 27x，2011 年盈利增长 25-30%，如果考虑到降价的因素，盈利增长会落在 25%，估值已经从高位回落到合理位置。

2011 年 1 季度收入增长 22%，显示出行业景气度依然较高。行业盈利增长 16%，增速回落主要是去年基础较高，以及原料药行业盈利大幅下降所致，相对较好的中成药、医疗器械、医疗服务盈利增长都在 30% 以上。我们判断医药股中报盈利增速环比提高到 20% 以上，尤其是中成药、医疗器械、医疗服务盈利依然会保持强劲增长。

图表 1：2011 年 1 季度医药行业利润增速 16%

调整后 2011 年 1 季度个板块运营情况统计

调整后 2011Q1	全行业	化学原料药	化学制剂	中药	生物制药	医疗器械	医药商业	医疗服务
营业收入增速	22%	22%	18%	24%	0%	40%	17%	44%
利润总额增速	16%	-18%	22%	42%	-16%	37%	13%	38%
净利润增速	16%	-18%	21%	41%	-14%	33%	13%	44%
扣非净利润增速	10%	-17%	15%	27%	-13%	27%	11%	63%

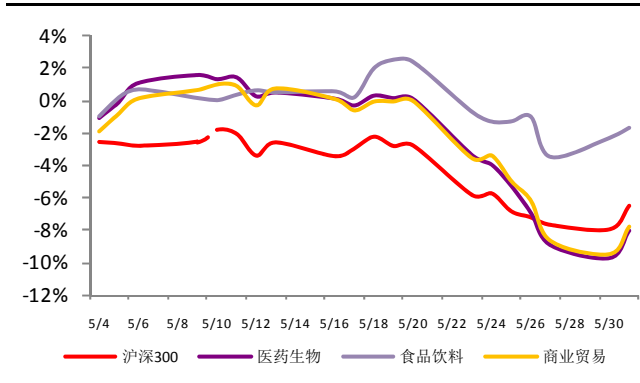
资料来源：WIND、光大证券研究所

我们认为 6 月份因该关注中报业绩，寻找错杀标的，6 月份重点推荐汤臣倍健和科伦药业。从全年投资角度看，我们认为医药股依然需要 1-2 个月估值消化，或向下调整 10% 见底（2011 年 25xpe 左右）。我们认为中报落地（业绩预期调整到位）和“药品降价”靴子落地成为行业拐点判断的重要时间窗口（预计医药股的拐点在 8 月份）。

从6个月的投资周期看,我们目前推荐4家公司,未来绝对收益超过25%:
汤臣倍健(300146.SZ)、科伦药业(002422.SZ)、双鹤药业(600062.SH)、
益佰制药(600594.SH)。

图表 2: 5 月份医药股走势依然低迷

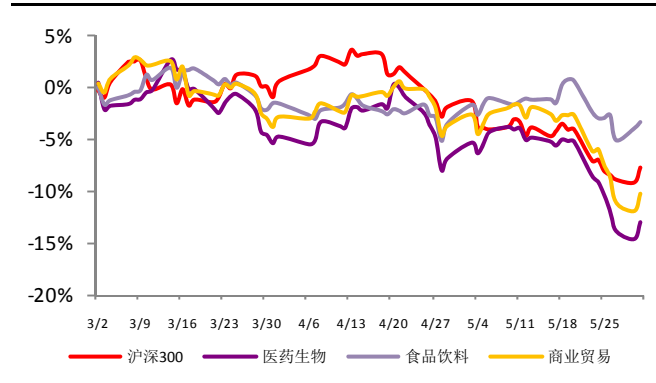
近一月医药板块表现



资料来源: WIND、光大证券研究所

图表 3: 过去 3 个月医药相对弱势

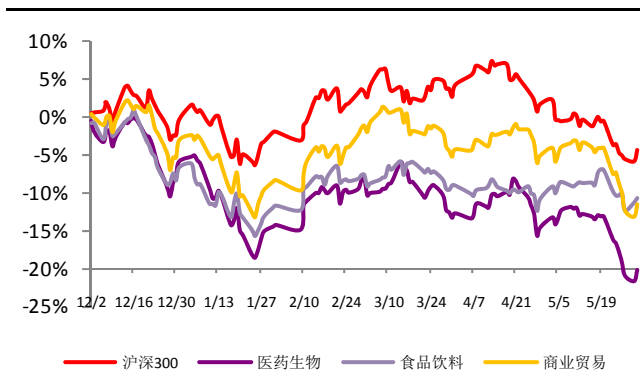
近三月医药板块表现



资料来源: WIND、光大证券研究所

图表 4: 过去 6 个月医药股跑输大盘

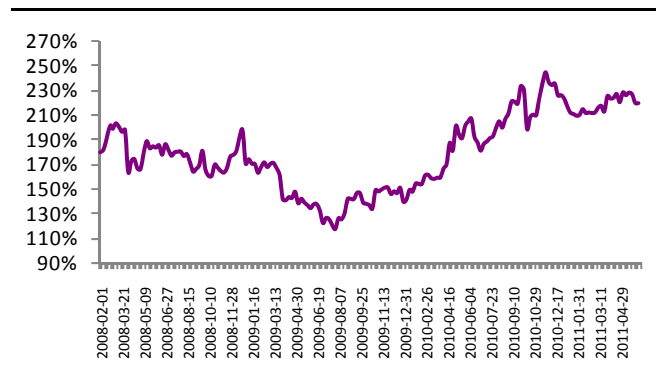
近六月医药板块表现



资料来源: WIND、光大证券研究所

图表 5: 医药股相对溢价水平保持平稳

近三年医药生物相对于所有 A 股溢价水平



资料来源: WIND、光大证券研究所

图表 6: 各子版块近期运行情况 (因截止时间不同, 结果略有差异)

板块类比	一个月%	三个月%	六个月%
化学原料药	-9.8%	-9.3%	-17.9%
化学制剂	-6.0%	-14.6%	-22.6%
中药	-3.9%	-9.3%	-19.3%
生物制品	-9.0%	-14.4%	-23.2%
医药商业	-7.7%	-14.4%	-27.7%
医疗器械	-6.6%	-12.0%	-20.7%
医疗服务	-7.0%	-16.5%	-24.7%
医药生物 (全行业)	-6.59%	-11.88%	-21.26%

资料来源: WIND、光大证券研究所

2.0 重点股票推荐

2.1 汤臣倍健：目标价格为 175 元，“买入”评级

◆不是“三株”，更不是“脑白金”，认识偏差是最好的投资机会：

三株口服液、太阳神“神话”让市场形成了普遍共识：保健品成长可持续性不强，往往是昙花一现。但是我们认为：西方膳食营养补充剂以西方营养学基础为理论，在国外已经非常普及（类似于中国传统中医保健）。安利在中国做了十多年市场教育，国内消费者已经普遍接受膳食营养补充剂。国内膳食营养补充剂市场具有可持续性发展的基础。预计到 2020 年，国内膳食营养补充剂市场将超过 1,600 亿元。

◆为什么“汤臣倍健”是最终的王者：渠道变革机遇+前瞻性战略

我们的逻辑是：①国内膳食营养补充剂认知度已经相当普及，传统渠道购买更符合消费者购买习惯。预计到 2015 年，传统渠道销售占比由目前的 15%提升到 33%，2020 年超过 56%，非直销龙头汤臣倍健是最受益的公司。②公司品牌和渠道战略非常具有前瞻性：战略性签约姚明、快速终端扩张、布局连锁营养中心、建立原料专供基地。公司在传统渠道竞争中先发优势明显，已经显露王者之相。③年轻、睿智、有激情的管理团队。我们预计 2015 年，公司在传统渠道市场占有率由目前的 14%提升到 28%，整体市场占有率接近 10%。更长期看，汤臣倍健将有可能超越安利（中国），成为国内膳食营养补充剂第一品牌。

◆兼具医药长期增长+消费品品牌成长：给予“买入”评级

我们预计膳食营养补充剂非直销渠道 CAGR30%，公司品牌和渠道扩张提速，2011-2013 年公司药店和商超终端分别达到 1.8、2.3、2.8 万家，2013 年连锁专卖店超过 1000 家。2011-13 年 eps 分别为 1.45、2.27、3.36 元，未来三年复合增长率 59%。以公司 2011 年业绩 45-50xPE 估值，我们给予公司 6 个月目标价格 65.30-72.50 元（目标涨幅 42%-58%），给予公司“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	205	346	559	865	1,264
营业收入增长率	44.72%	68.58%	61.51%	54.69%	46.19%
净利润（百万元）	52	92	159	248	367
净利润增长率	95.37%	76.54%	72.50%	55.94%	48.14%
EPS（元）	0.48	0.84	1.45	2.27	3.36

ROE (归属母公司) (摊薄)	48.76%	5.67%	9.19%	12.85%	16.52%
P/E	96	54	32	20	14
P/B	47	3	3	3	2
EV/EBITDA	31	13	25	16	11

3.0 行业及公司重点信息点评

3.1 分级管理抗生素促使行业洗牌

国内抗生素过度使用是一个不争的事实。造成这一现象的原因较多，但主要是以药养医的畸形体制、国内较差的环境质量、国民用药的态度以及监管的缺失。随着“超级细菌”问题经媒体反复炒作，抗生素滥用的老问题重新被国家重视，并引出了极为严格的《抗菌药分级管理办法》。目前分级管理办法最终的文件没有完全落定，但已经是业内的一大热点。我们参考媒体信息以及自身的观点，对该《办法》可能的影响进行评论。

首先，这次的管理办法是有史以来最为严格的：把药品的处方权分配给了不同的处方权分配给不同级别的医生。不同级别的医院配置不同数量的抗生素。同时，抗生素的临床应用还纳入医疗机构负责人的考核体系，与评审评级挂钩。但是这些措施并没有动摇抗生素滥用的主要动因，简单压制用药的品种和规模可能是一时之功。此外，监管不力会使严格的政策大打折扣。

目前国内的耐药现状是长期大量使用抗生素累积而成的。老几代的产品耐药已经比较普遍。假如现在限制用药数量，主推第一代和第二代头孢，实际的治疗效果会不理想。而且因为限制，前两代头孢将会被集中而更大规模的使用，耐药性的发生也可能加剧。

因为，耐药的细菌常常是削弱了自身对环境的适应能力，在自然环境中会淘汰。所以业内所呼吁的更加合理的用药策略是综合采用抗菌素轮休、替换等措施，使得及激发的耐药菌得以自然衰竭。

还有一个实际问题是，50种抗生素产品能否满足三甲医院的实际需要？因为，基本药物是医院必须配备的，所以就占据了限定额度。这就会造成，综合大型医院的药物配备不全，削弱了治疗能力。

对制药企业而言，按照新的办法，部分企业的销量势必受到打击。假如企业的产品线较全，且非限制的品种较多，可以期待这些品种出现放量。但

是对一些生产限制级抗生素，比如生产第三、第四代头孢为主的企业而言，销量势必萎缩，影响公司的盈利，进而影响其研发积极性和实际投入。

所以，我们认为该办法初衷良好，但是仍需完善。假如推行将对抗生素制药企业的盈利造成短期的扰动，可能促使行业洗牌，让市场份额进一步向具有规模和品牌优势的企业集中。

4.0 2011 年 5 月行业信息一览

1. 蜀中制药事件再次拷问制度设计（5 月 31 日 中国经济时报）

多数业内人士认为，蜀中制药使用了非药用原料的物质进行生产，才导致“生产记录不完整”。更有企业负责人表示，蜀中制药的复方丹参片成本仅为别人的 1/4，“即使用土做原料，也做不出一毛钱一包的板蓝根来”。尤其是 2010 年下半年开始，中药材价格一路疯涨，各家企业成本压力骤增，而蜀中尚能淡然面对，逆市降价应标。对此，相关部门并未察觉。据报道，2010 年 11 月 19 日，国家发改委组织专家对蜀中制药的质量控制水平做出过正面评价。

该事件将提醒国家重新估量低价是取的药品招标政策的巨大隐患。

2. 2011 年 3 月全国医疗服务就诊人数（5 月 9 日 卫生部）

2011 年 1-3 月，全国医疗卫生机构总诊疗人次达 13.82 亿人次，同比提高 9.56%。其中：医院诊疗人次为 4.76 亿人次，同比提高 9.61%；基层医疗卫生机构诊疗人次为 8.67 亿人次，同比提高 9.67%；其他机构 0.40 亿人次。基层医疗卫生机构中：社区卫生服务中心（站）1.12 亿人次，同比提高 30.07%；乡镇卫生院 2.02 亿人次，同比降低 6.40%；村卫生室诊疗人次 4.09 亿人次，同比提高 12.15%。

3 月份，全国医疗卫生机构诊疗人次达 4.95 亿人次，同比提高 11.37%，环比提高 14.57%（因春节休假影响，2 月份诊疗人次低于其他月份）。其中：医院 1.82 亿人次，同比提高 9.84%，环比提高 30.81%；基层医疗卫生机构诊疗人次为 2.98 亿人次，同比提高 12.56%，环比提高 5.97%；其他机构 0.15 亿人次。基层医疗卫生机构中：社区卫生服务中心（站）0.41 亿人次，同比提高 21.61%，环比提高 26.63%；乡镇卫生院 0.70 亿人次，同比降低 5.99%，环比提高 7.73%。

3. 基药制度基层覆盖率超八成（5 月 20 日 医药经济报）

据国务院深化医药卫生体制改革领导小组办公室 5 月 13 日透露，截至今年 3 月底，全国共有约 82.7%和 89.4%的统筹地区分别开展了城镇居民医保和新农合门诊统筹。其中，城镇基本医保参保人数超过 4.4 亿。政府办基层医疗卫生机构实施基本药物制度覆盖率达 82.6%。

今年一季度，国家发展和改革委员会副主任、国务院医改办公室主任孙志刚率队到广西、江西、山西、陕西等地督导调研医改工作，重点就各地认真贯彻落实全国医改工作会议精神、国家基本药物制度实施情况、基层医疗卫生机构综合改革、省级药品招标采购中心运行情况等进行督导及深入调研。

从调研情况来看，各地方、各部门医改开局良好，围绕“保基本、强基层、建机制”的要求稳步推进医改，总体进展明显：江西、天津、重庆、陕西等 16 个省（区、市）在全省范围内开展了城镇居民医保门诊统筹；上海、重庆、浙江、山东等 9 个省（区、市）在全省所有的县（市、区）开展了新农合门诊统筹。

4. 抗生素分级管理或重构抗菌素版图（5 月 23 日 医药经济报）

《抗菌药物分级管理办法》短期会使一些品种销量下降，但长期来看，可以促进产业良性发展；外资与行业领军企业是最大受益者，小厂家市场将萎缩；专家担心对新药开发产生消极影响

业内极为关注的《抗菌药物分级管理办法》终于在近日露出一角。据媒体报道，《办法》征求意见稿将抗菌药物分为非限定使用、限定使用与特殊使用 3 个级别，并对医院进药品种数量和规格、医生处方级别等进行了明确要求。分级管理是国际上对抗菌药物通用的管理方式，并且也取得较好的效果，我国已有很多地区在学习探索。近年来，在遏制抗生素滥用成效不明显、“超级细菌”诞生等多种因素的综合影响下，国家加大对抗菌药物的管理力度，实行分级管理也成为必然。

作为新的管理思路，分级管理办法必然会对终端用药和市场格局产生影响。因此，尽管最终的文件尚未完全落地，但它已经引起业内的高度关注。

5. 多种抗生素被列入医药限制类项目（5 月 10 日 中国医药报）

限制类项目：1.新建、扩建古龙酸和维生素 C 原粉（包括药用、食品用和饲料用、化妆品用）生产装置，新建药品、食品、饲料、化妆品等用途的维生素 B1、维生素 B2、维生素 B12（综合利用除外）、维生素 E 原料生产装置；2.新建青霉素工业盐、6-氨基青霉烷酸（6-APA）、化学法生产 7-氨基头孢烷酸（7-ACA）、7-氨基-3-去乙酰氧基头孢烷酸（7-ADCA）、青霉素 V、氨苄青霉素、羟氨苄青霉素、头孢菌素 C 发酵、土霉素、四环素、氯霉素、安乃近、扑热息痛、林可霉素、庆大霉素、双氢链霉素、丁胺卡那霉素、麦迪霉素、柱晶白霉素、环丙氟哌酸、氟哌酸、氟嗪酸、利福平、咖啡因、可可豆碱生产装置；3.新建紫杉醇（配套红豆杉种植除外）、植物提取法黄连素（配套黄连种植除外）生产装置 4.新建、改扩建药用丁基橡胶塞、二步法生产输液用塑料瓶生产装置；5.新开办无新药证书的药品生产企业；6.新建及改扩建原料含有尚未规模化种植或养殖的濒危动植物药材的产品生产装置；7.新建、改扩建充汞式玻璃体温计、血压计生产装置、银汞齐齿科材料，新建 2 亿支/年以下一次性注射器、输血器、输液器生产装置。

6. 药价暴涨 中药材储备制度现短板（5 月 23 日 医药经济报）

近年中药产业发展迅速，但药材的非正常价格波动和野生资源匮乏问题，已经给整个中药产业带来较大的发展掣肘。透过采访行业专家，以下观点愈发清晰：为解决中医药价格波动及可持续发展问题，需要政府考虑采取中药材战略储备措施来对中药材短期价格波动进行调控。

在这样的产业局面下，药材价格的非正常波动问题成为一些业内专家最大的担心。专家认为，政府应考虑建立药材储备制度。因为信息的不通畅，药农在种植上仍有一定的盲目性，缺乏产品规划，产业的长远资源管理不够，药材价格出现波动比较正常。而通过政府投入不大的资金，可以在市场上建立一定的药材储备，在药材减产时平抑价格，稳定市场，也能够避免成药质量波动。据了解，国内北京、上海等中心城市已经考虑通过财政给予适当支持，建立药材储备。

7. 2014 年 OTC 市场规模将达 1923 亿元（5 月 23 日 医药经济报）

从 2000 年至今我国正式施行药品分类管理的 10 年间,中国 OTC 市场规模增长了近 5 倍,到 2009 年达到 1209.5 亿元,预计到 2014 年将达到 1923 亿元。近日,中国非处方药物协会(简称 OTC 协会)向外披露了这一最新统计数据。至今,中国已初步建立起药品分类管理制度,OTC 行业已经一枝独秀,至 2009 年,在 1209.5 亿元市场规模中,医院 OTC 市场占了 487.1 亿元,零售终端市场占了 722.4 亿元(占比 60%)。

8. 中国拟取消外资药定价特权 一步到位难实现（5 月 20 日 米内网）

3 月 28 日开始实施的新一批次药品降价重点列入了外资药品,被认为是继 2010 年 12 月降价之后,主管部门第二次对外资特权药动刀。

此番,外资制药企业不再直接拒绝降价,而是呼吁“合理评估价差,分步骤、平缓的价格调整。避免市场过大震动,影响企业投资的信心”。这样的表态基于一种政策动向:取消外资药品定价特权,缩小与国产药品的价差是大势所趋。

外资特权药不但有高价格,也占据着全国接近 30% 的市场,在一线城市的二三级医院占比更是接近 70%,在诸如心血管治疗药等医院常用药中,外资药占比遥遥领先。

9. 药监局: 抗感染药和中药注射剂风险大（5 月 5 日 米内网）

记者从国家食品药品监督管理局 4 月 25 日公布的 2010 年药品不良反应报告中获悉:去年药品不良反应/事件报告数量达 692904 份,同比增长 8.4%;新的和严重的不良反应/事件报告数量达 109991 份,同比增长 16.2%,占报告总数的 15.9%,呈持续稳定增长趋势,报告数量和可利用性进一步提高。

报告显示,化学药的病例报告占总报告的 86.2%,而化学药中最常见的是抗感染药,报告数量虽同比降低了 1.6 个百分点,但仍居首位,占化学药的 53.6%。化学药报告数量排名前 20 位的品种中,抗感染药有 15 个品种,前三位分别是左氧氟沙星、阿奇霉素、头孢曲松。

中药的病例报告占总报告的 13.8%,其中中成药占 99.7%,饮片不足 0.4%。中成药不良反应排名前 20 位的品种中,中药注射剂有 17 个品种,前三位分别是双黄连注射剂、清开灵注射剂、参麦注射剂。

2010 年药品不良反应/事件报告的剂型分布仍以注射剂为主,占 59.5%。口服剂型占 37.0%,其他剂型占 3.5%。化学药、中成药报告中,注射剂占有比例分别为 61.0%和 50.9%,与总体情况基本一致。注射剂构成高于其他剂型,仍是药品不良反应监测的重点。

10. 疫苗接种服务体系已覆盖全国（5 月 5 日 健康报）

4 月 25 日是第 26 个全国儿童预防接种日,主题是“接种疫苗,宝宝健康”。卫生部与北京市卫生局当日在北京市丰台区新发地小学举办预防接种宣传周启动仪式。截至 2010 年年底,全国共有预防接种门诊超过 45000 个、预防接种点近 10 万个,疫苗接种服务体系已覆盖全国。“十一五”期间,我国儿童免疫接种率达到以乡为单位 90% 的目标。

从“4 苗防 6 病”到“5 苗防 7 病”，再到如今的“14 苗防 15 病”，近 10 年来我国免疫规划工作实现跨越式发展，已成为世界上国家免疫规划疫苗覆盖病种最多的国家之一。我国继续维持无脊灰状态，5 岁以下儿童乙肝病毒表面抗原携带率降至 1% 以下，麻疹、甲肝、乙脑、流脑、百日咳等疫苗可预防传染病的发病率和死亡率均降到历史最低水平。但我国每年仍有近 100 万名儿童没有及时接种到疫苗，且仍是世界上未获免疫人口最多的 10 个国家之一。

11. 中国是药品市场增长最快国家（5 月 3 日 健康报）

IMS 公司公布了其对 2010 年药品市场的统计数据。数据显示，2010 年全球医药市场的总体增长率是 4.2%，中国是药品市场增长最快的国家，增长率为 21.9%。IMS 公司资深首席顾问 David Campbell 预测，2010 年到 2015 年中国市场的复合增长率将达到 20.1%，2016 年中国将超过日本成为世界第二大医药市场。

David Campbell 说，美日欧等世界排名前 5 位的国家发展速度不尽如人意，新药的上市也不能弥补亏损。从药品来说，增长最快的是通用名药和专科用药市场，其增长率分别是整个药品市场的 4 倍和 2 倍。未来 4 年，很多专利药将转变为通用名药，因此这一趋势将发展下去。据统计，今年失去专利权的药品的价值是 450 亿美元，明年可能达到 480 亿。

12. 医药行业 4 月同比增长 8.4%（5 月 18 日 工信部）

2011 年 4 月份工业增速大幅回落。4 月份,规模以上工业增加值同比增长 13.4%;环比增长 0.93%。1-4 月工业增加值同比增长 14.2%。轻、重工业增速均有所回落。4 月份,轻、重工业工业增加值同比分别增长 11.9%和 14%。1-4 月,轻、重工业增加值同比分别增长 12.9%和 14.7%。医药行业同比增长 8.4%;化学药品原药、中成药产量分别增长 20.1%和 25.9%。

5.0 重点医药企业估值表

代码	名称	评级	股价	总市值	每股收益 (元)			PE (X)			CAGR	ROE	PB
			6/1	(亿元)	10(A)	11(E)	12(E)	10 年	11 年	12 年	10-12 年		
化学原料药													
600267.SH	海正药业	买入	35.89	188	0.70	0.98	1.30	51	37	28	36%	16%	4.6
600521.SH	华海药业	增持	12.86	69	0.17	0.40	0.54	74	32	24	76%	14%	5.3
600216.SH	浙江医药	增持	31.00	140	2.54	2.89	3.11	12	11	10	11%	54%	3.4
002001.SZ	新和成	增持	27.34	198	1.52	2.07	2.20	18	13	12	21%	44%	4.2
600812.SH	华北制药	中性	11.17	115	0.24	0.34	0.39	48	33	29	N/A	-35%	11.2
000597.SZ	东北制药	增持	16.21	54	0.16	0.36	0.36	101	45	45	50%	27%	2.7
000952.SZ	广济药业	中性	11.10	28	0.06	0.48	0.60	200	23	19	228%	6%	3.4
600488.SH	天药股份	中性	8.01	43	0.17	0.28	0.33	48	29	24	41%	4%	2.7
002332.SZ	仙琚制药	中性	13.57	46	0.35	0.47	0.59	39	29	23	29%	23%	4.1
002399.SZ	海普瑞	中性	33.64	269	1.51	1.00	1.00	22	34	34	-19%	120%	3.7
002099.SZ	海翔药业	增持	21.90	35	0.53	0.93	1.25	41	23	18	53%	6%	5.5
600253.SH	天方药业	中性	7.97	33	0.08	0.24	0.33	105	33	24	110%	1%	4.2
化学制剂													

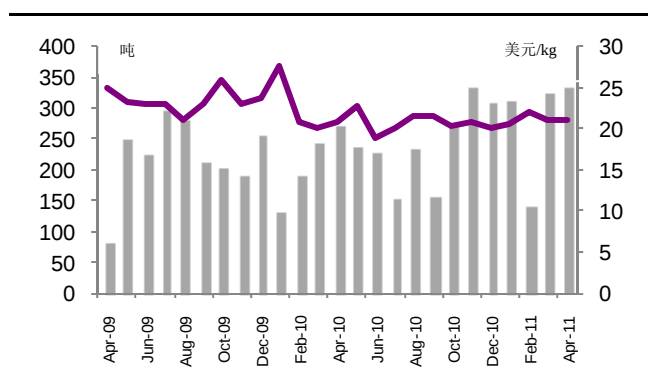
600276.SH	恒瑞医药	增持	30.80	346	0.64	0.81	0.97	48	38	32	23%	29%	9.7
002294.SZ	信立泰	增持	35.63	129	0.98	1.25	1.57	36	28	23	27%	33%	7.1
002038.SZ	双鹭药业	买入	37.13	141	0.72	1.05	1.37	52	35	27	38%	28%	11.8
002422.SZ	科伦药业	买入	51.50	247	1.38	2.04	2.77	37	25	19	42%	31%	3.5
600062.SH	双鹤药业	买入	25.33	145	0.91	1.20	1.45	28	21	17	26%	14%	3.6
000963.SZ	华东医药	增持	24.67	107	0.73	0.97	1.17	34	25	21	27%	40%	8.6
002262.SZ	恩华药业	增持	18.92	44	0.33	0.43	0.60	58	44	32	35%	15%	9.2
600079.SH	人福科技	增持	22.61	107	0.46	0.64	0.85	49	36	27	36%	16%	5.3
000513.SZ	丽珠集团	中性	28.16	83	1.41	1.69	2.03	20	17	14	20%	25%	3.2
600380.SH	健康元	中性	9.56	126	0.56	0.58	0.65	17	17	15	8%	16%	3.1
600664.SH	哈药集团	增持	17.29	215	0.91	1.01	1.17	19	17	15	13%	16%	3.1
600829.SH	三精制药	中性	19.28	75	0.86	1.01	1.14	22	19	17	15%	19%	4.4
000522.SZ	白云山	增持	15.16	71	0.44	0.58	0.70	35	26	22	27%	13%	6.0
600420.SH	现代制药	增持	13.42	39	0.38	0.50	0.64	36	27	21	31%	15%	5.3
300199.SZ	翰宇药业	增持	33.33	33	0.53	0.80	1.15	63	42	29	48%	31%	2.1
中成药及饮片													
000538.SZ	云南白药	增持	58.13	404	1.33	1.66	2.16	44	35	27	27%	18%	8.7
000423.SZ	东阿阿胶	买入	43.16	282	0.89	1.38	1.83	48	31	24	44%	21%	9.4
000999.SZ	三九医药	增持	18.99	186	0.83	1.00	1.20	23	19	16	20%	21%	4.5
600518.SH	康美药业	增持	12.62	277	0.33	0.43	0.52	39	29	24	27%	14%	3.2
600535.SH	天士力	买入	40.17	207	0.87	1.16	1.55	46	35	26	33%	16%	6.0
600085.SH	同仁堂	增持	33.18	173	0.66	0.79	0.96	50	42	35	21%	10%	5.1
600750.SH	江中药业	增持	25.96	81	0.84	1.00	1.29	31	26	20	24%	20%	4.5
600329.SH	中新药业	增持	12.04	89	0.40	0.49	0.60	30	25	20	22%	19%	4.6
600252.SH	中恒集团	增持	33.28	182	0.73	0.82	1.01	46	40	33	17%	25%	12.1
600332.SH	广州药业	增持	15.42	125	0.33	0.42	0.51	47	37	30	25%	7%	3.4
600557.SH	康缘药业	买入	15.30	64	0.43	0.59	0.77	35	26	20	33%	16%	5.1
300039.SZ	上海凯宝	增持	23.94	63	0.47	0.70	0.91	51	34	26	39%	48%	5.2
600479.SH	千金药业	买入	12.79	39	0.28	0.46	0.59	45	28	22	44%	15%	4.2
000919.SZ	金陵药业	增持	8.81	44	0.38	0.40	0.48	23	22	19	12%	12%	2.2
600572.SH	康恩贝	增持	13.61	96	0.26	0.37	0.47	52	37	29	33%	11%	5.9
600594.SH	益佰制药	买入	19.18	68	0.55	0.74	0.96	35	26	20	32%	19%	7.6
600436.SH	片仔癀	中性	63.18	88	1.39	1.50	1.79	46	42	35	13%	17%	8.0
600976.SH	武汉健民	中性	18.98	29	0.47	0.59	0.78	41	32	24	29%	6%	3.5
600993.SH	马应龙	增持	19.04	63	0.37	0.56	0.72	52	34	26	40%	21%	5.8
600351.SH	亚宝药业	中性	7.23	46	0.23	0.30	0.38	32	24	19	29%	16%	4.5
300146.SZ	汤臣倍健	买入	47.37	52	0.84	1.46	2.24	56	32	21	63%	69%	3.2
600422.SH	昆明制药	增持	11.56	36	0.27	0.40	0.49	42	29	23	35%	9%	5.1
002437.SZ	誉衡药业	增持	23.16	65	0.55	0.75	1.00	42	31	23	35%	57%	3.1
生物制药和医疗器械、医疗服务													
002007.SZ	华兰生物	增持	33.64	194	1.06	1.30	1.65	32	26	20	25%	43%	8.4
600161.SH	天坛生物	增持	17.8	92	0.34	0.43	0.51	52	42	35	23%	23%	8.2
300142.SZ	沃森生物	增持	56.34	85	1.03	1.53	2.20	55	37	26	46%	56%	3.3

600867.SH	通化东宝	增持	11.37	65	0.31	0.30	0.43	37	38	26	18%	5%	3.8
002252.SZ	上海莱士	增持	25.33	69	0.68	0.85	0.99	37	30	26	21%	19%	8.1
002022.SZ	科华生物	增持	13.33	66	0.46	0.59	0.71	29	23	19	25%	30%	6.9
000661.SZ	长春高新	增持	45.93	60	0.66	0.99	1.26	70	46	37	38%	18%	11.2
300003.SZ	乐普医疗	增持	20.17	164	0.51	0.69	0.91	40	29	22	34%	35%	8.2
300015.SZ	爱尔眼科	增持	32.52	87	0.45	0.62	0.71	72	53	46	26%	22%	6.8
300122.SZ	智飞生物	增持	29.31	117	0.64	0.80	1.03	46	37	29	26%	60%	5.6
002223.SZ	鱼跃医疗	增持	24.28	99	0.39	0.61	0.83	62	40	29	45%	23%	10.7
600055.SH	万东医疗	增持	14.23	31	0.19	0.31	0.37	73	45	39	38%	13%	5.2
300206.SZ	理邦仪器	增持	32.6	33	0.66	1.00	1.40	49	33	23	46%	34%	2.9
002432.SZ	九安医疗	增持	11.15	28	0.10	0.16	0.24	117	69	46	59%	25%	3.7
600763.SH	通策医疗	增持	17.63	28	0.31	0.41	0.53	57	43	33	31%	11%	10.4
300204.SZ	舒泰神	增持	40.15	27	0.86	1.27	1.87	47	32	21	47%	39%	2.7
医药商业													
601607.SH	上海医药	增持	17.26	459	0.51	0.69	1.02	34	25	17	40%	10%	2.0
600713.SH	南京医药	增持	12.25	42	0.02	0.20	0.29	513	60	42	227%	9%	4.2
600511.SH	国药股份	增持	16.49	79	0.65	0.67	0.75	25	25	22	8%	25%	5.8
000028.SZ	一致药业	增持	29.50	85	0.91	1.15	1.42	33	26	21	25%	26%	7.5
600196.SH	复星医药	增持	10.95	209	0.45	0.55	0.63	24	20	17	18%	48%	2.3
600833.SH	第一医药	增持	12.57	20	0.19	0.28	0.31	66	45	40	28%	12%	4.7
000411.SZ	英特集团	增持	13.18	27	0.20	0.29	0.39	64	46	34	37%	21%	11.9
600998.SH	九州通	增持	12.12	172	0.25	0.34	0.42	49	36	29	30%	19%	4.5

资料来源：WIND、光大证券研究所

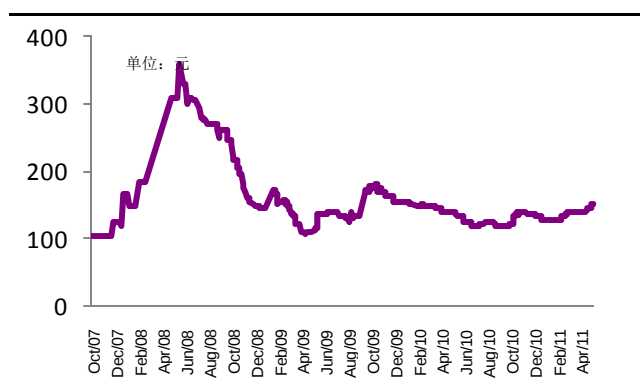
6.0 原料药价格数据

图表 7：VA 出口数量及价格情况



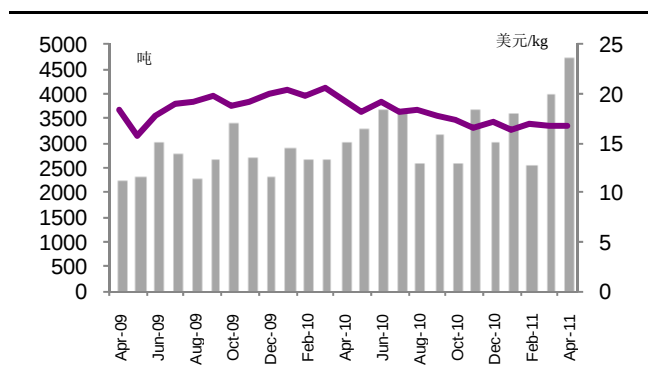
资料来源：WIND、光大证券研究所

图表 8：VA 国内价格走势



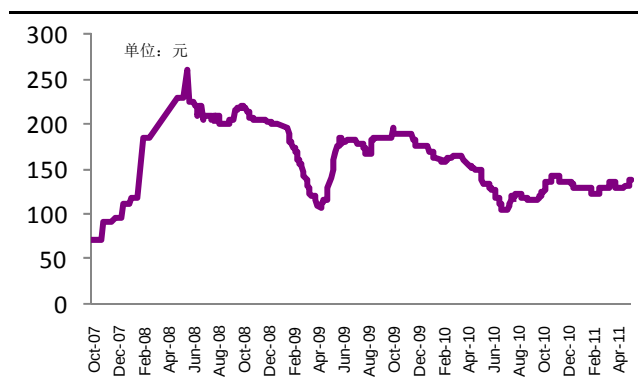
资料来源：WIND、光大证券研究所

图表 9：VE 出口数量及价格情况



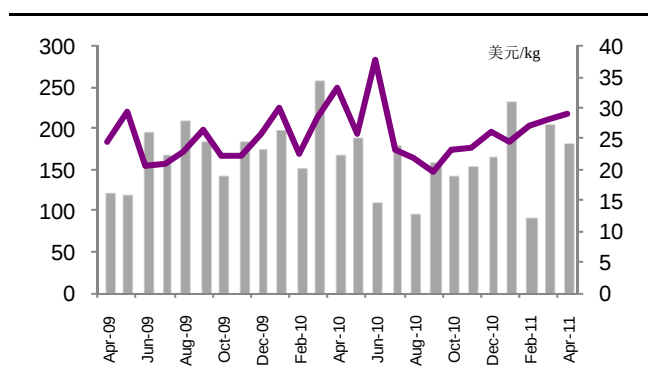
资料来源：WIND、光大证券研究所

图表 10：VE 国内价格走势



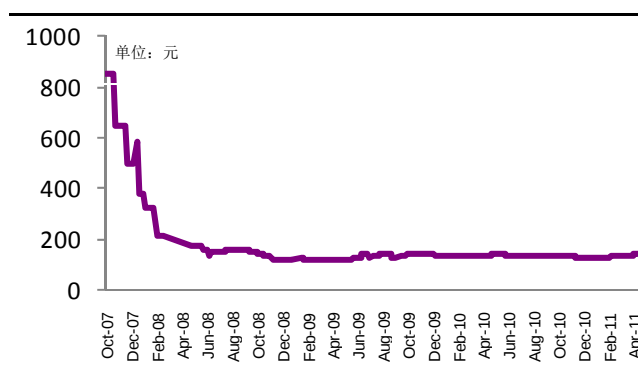
资料来源：WIND、光大证券研究所

图表 11：VB2 出口数量及价格情况



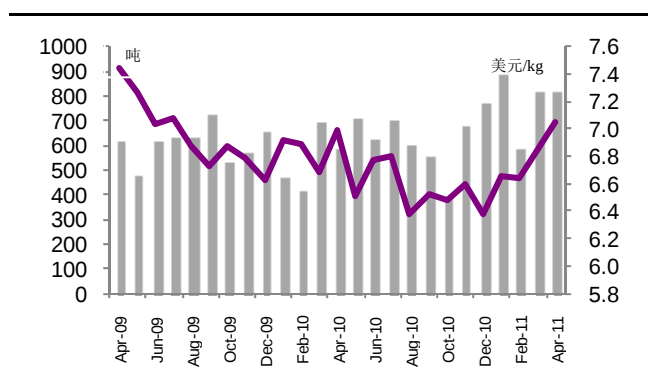
资料来源：WIND、光大证券研究所

图表 12：VB2 国内价格走势



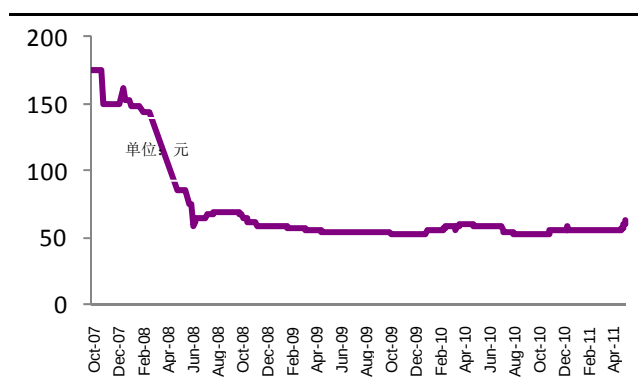
资料来源：WIND、光大证券研究所

图表 13：VB5 出口数量及价格情况



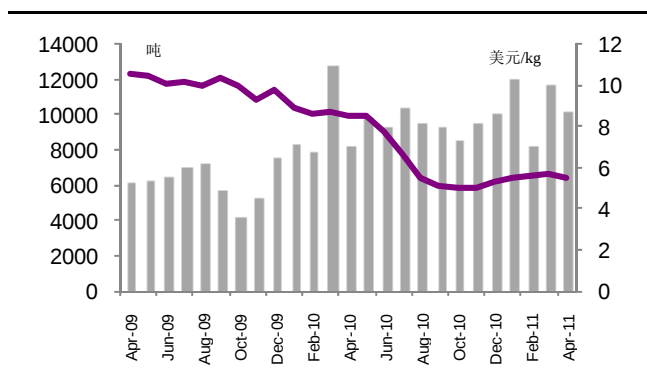
资料来源：WIND、光大证券研究所

图表 14：VB5 国内价格走势



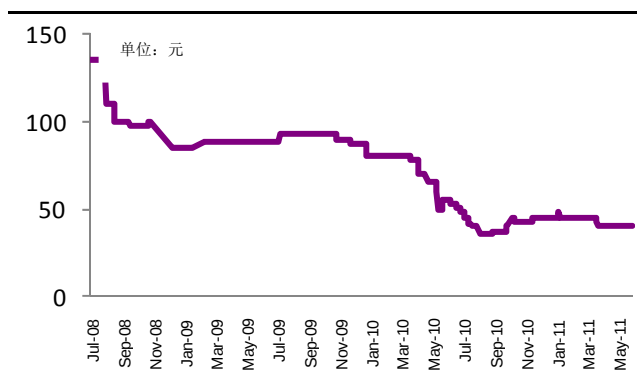
资料来源：WIND、光大证券研究所

图表 15: VC 出口数量及价格情况



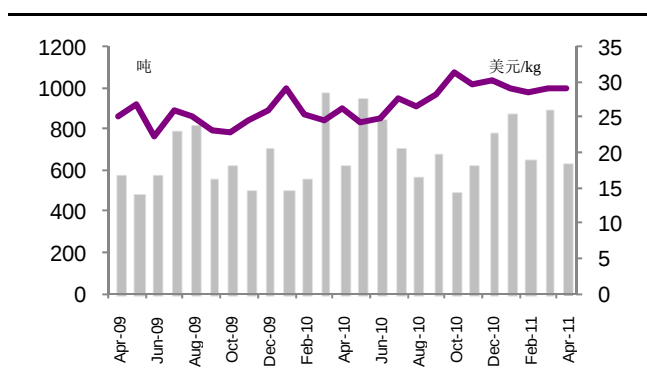
资料来源: WIND、光大证券研究所

图表 16: VC 国内价格走势



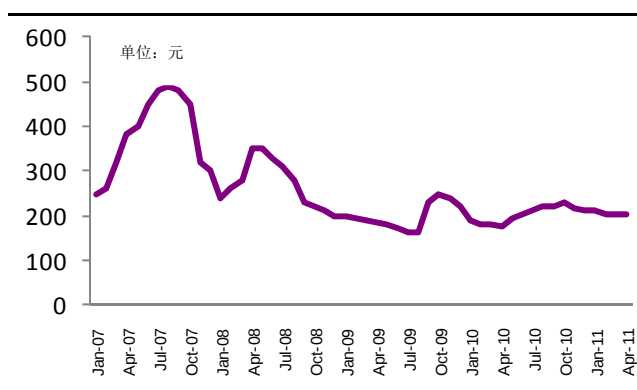
资料来源: WIND、光大证券研究所

图表 17: 6-APA 出口数量及价格情况



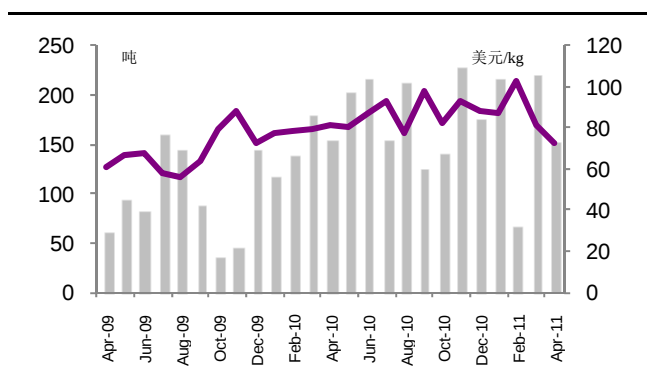
资料来源: 健康网、光大证券研究所

图表 18: 6-APA 国内价格走势



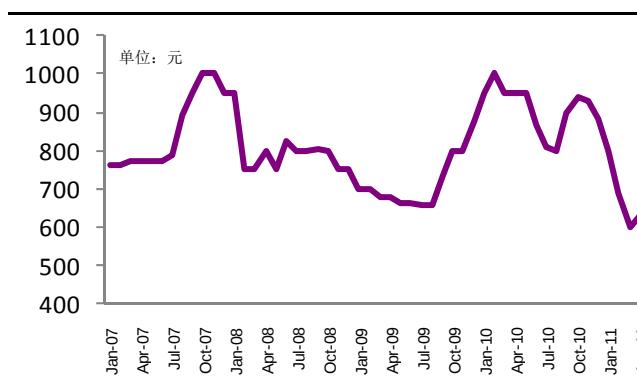
资料来源: WIND、光大证券研究所

图表 19: 7-ACA 出口数量及价格情况



资料来源: 健康网、光大证券研究所

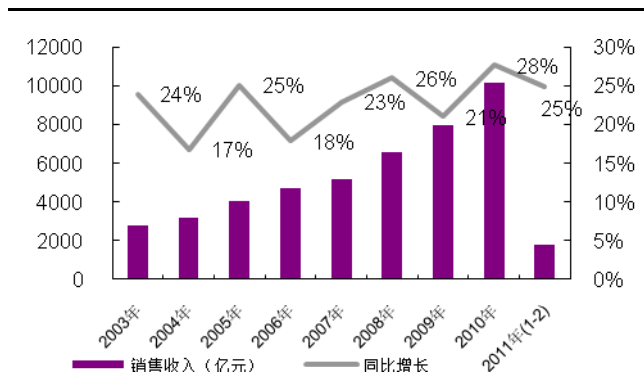
图表 20: 7-ACA 国内价格走势



资料来源: WIND、光大证券研究所

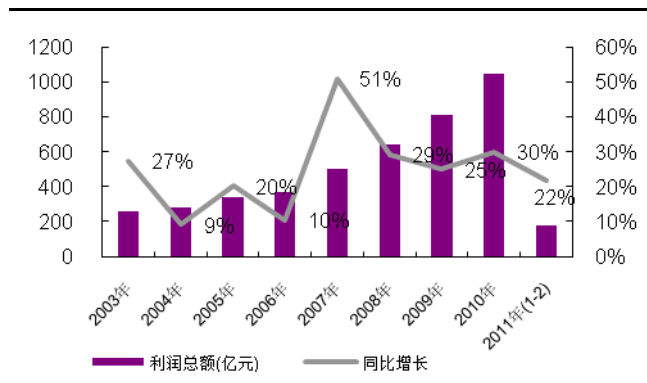
7. 2011 年 2 月医药制药行业统计数据分

图表 21：2003-2011 年 2 月医药制造销售收入及增速



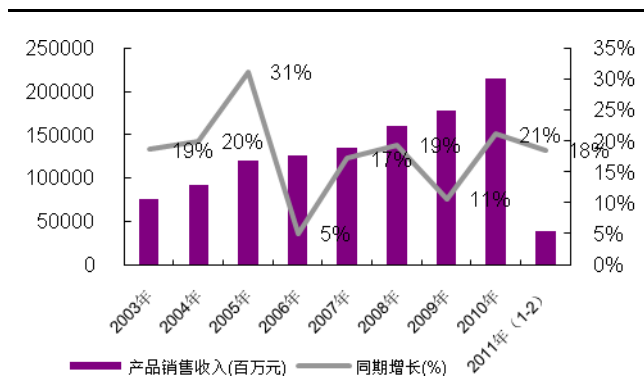
资料来源：WIND、光大证券研究所

图表 22：2003-2011 年 2 月医药制造利润总额及增速



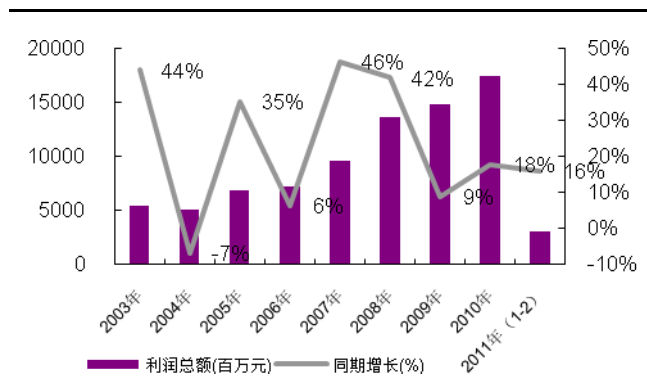
资料来源：WIND、光大证券研究所

图表 23：2003-2011 年 2 月化学原料药收入及增速



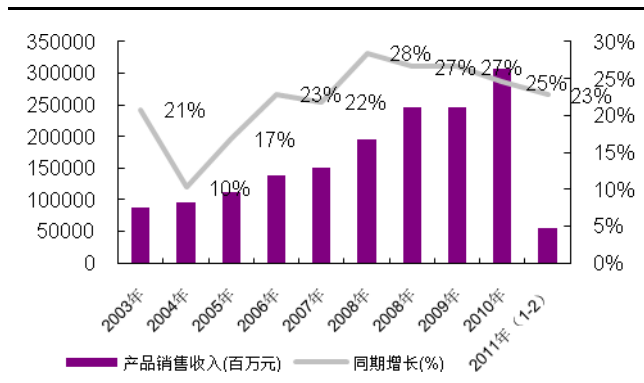
资料来源：WIND、光大证券研究所

图表 24：2003-2011 年 2 月化学原料药利润总额及增速



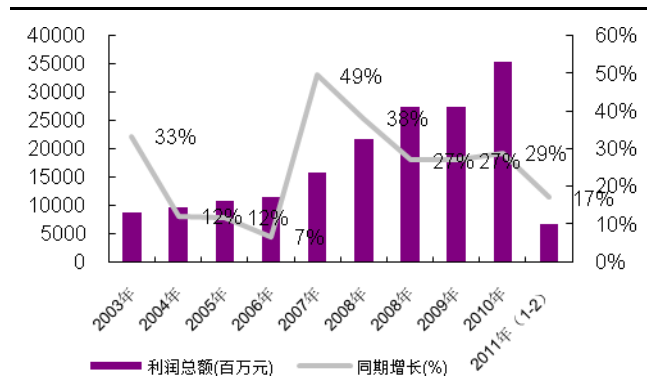
资料来源：WIND、光大证券研究所

图表 25：2003-2011 年 2 月化学制剂销售收入及增速



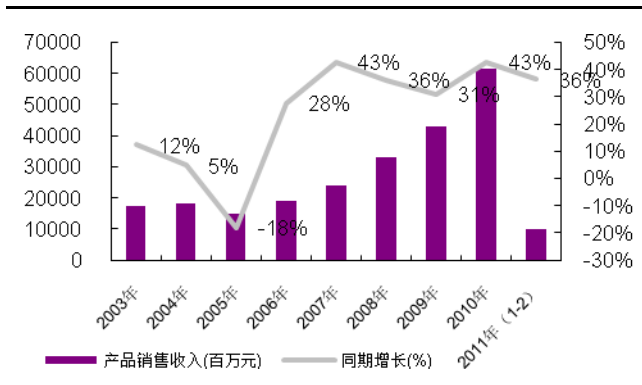
资料来源：WIND、光大证券研究所

图表 26：2003-2011 年 2 月化学制剂利润总额及增速



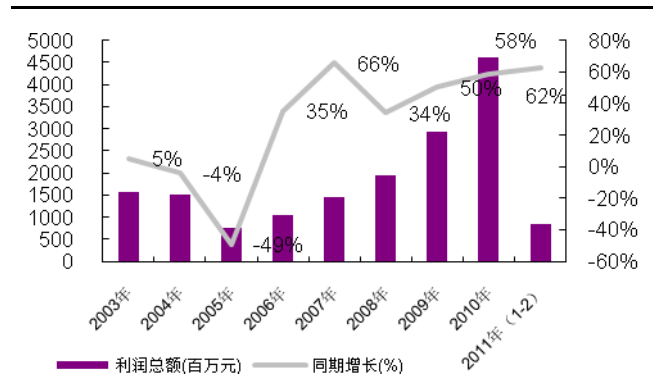
资料来源：WIND、光大证券研究所

图表 27：2003-2011 年 2 月中药饮片销售收入及增速



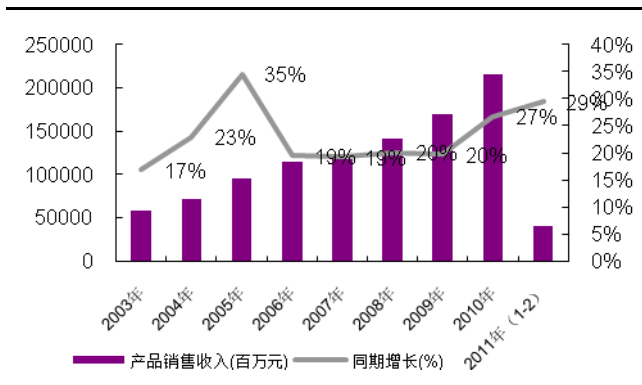
资料来源：WIND、光大证券研究所

图表 28：2003-2011 年 2 月中药饮片利润总额及增速



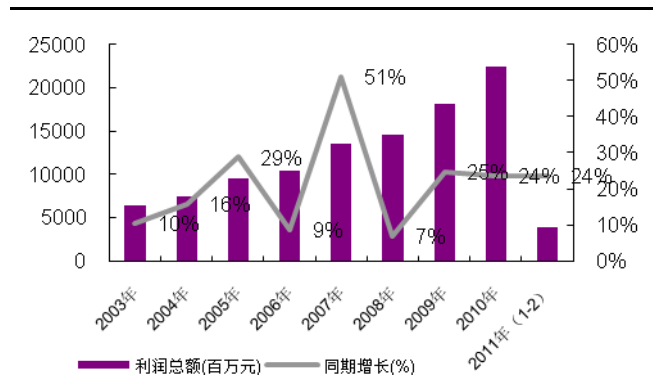
资料来源：WIND、光大证券研究所

图表 29：2003-2011 年 2 月中成药销售收入及增速



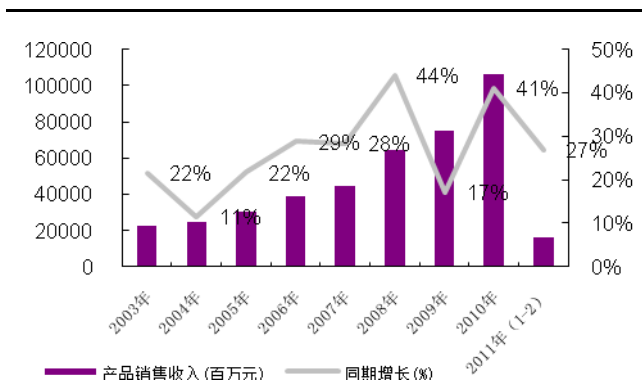
资料来源：WIND、光大证券研究所

图表 30：2003-2011 年 2 月中成药利润总额及增速



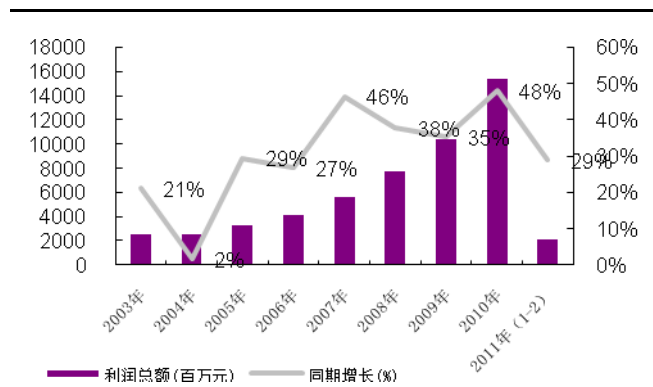
资料来源：WIND、光大证券研究所

图表 31：2003-2011 年 2 月生物制品销售收入及增速

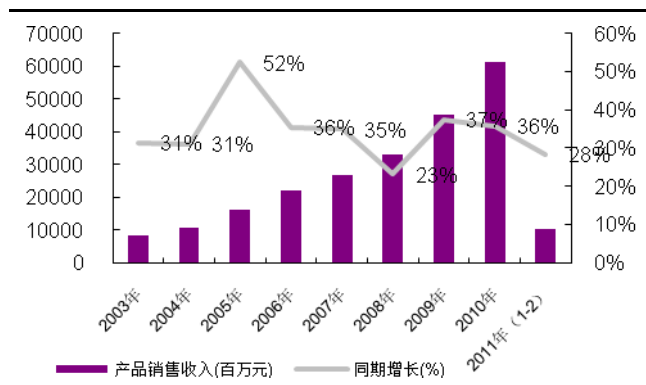


资料来源：WIND、光大证券研究所

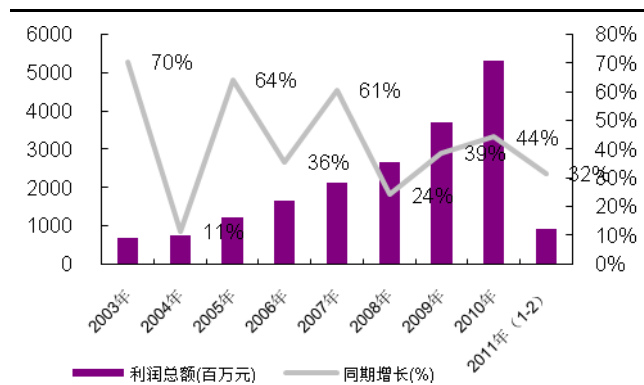
图表 32：2003-2011 年 2 月生物制品利润总额及增速



资料来源：WIND、光大证券研究所

图表 33： 2003-2011 年 2 月卫生材料及医用品销售收入及增速


资料来源：WIND、光大证券研究所

图表 34： 2003-2011 年 2 月卫生材料及医用品利润总额及增速


资料来源：WIND、光大证券研究所

分析师介绍

姚杰，澳大利亚 VICTORIA UNIVERSITY 金融学硕士。2005 年 9 月加盟光大证券研究所，医药行业研究员，曾在多家医药企业从事过市场营销方面的工作。

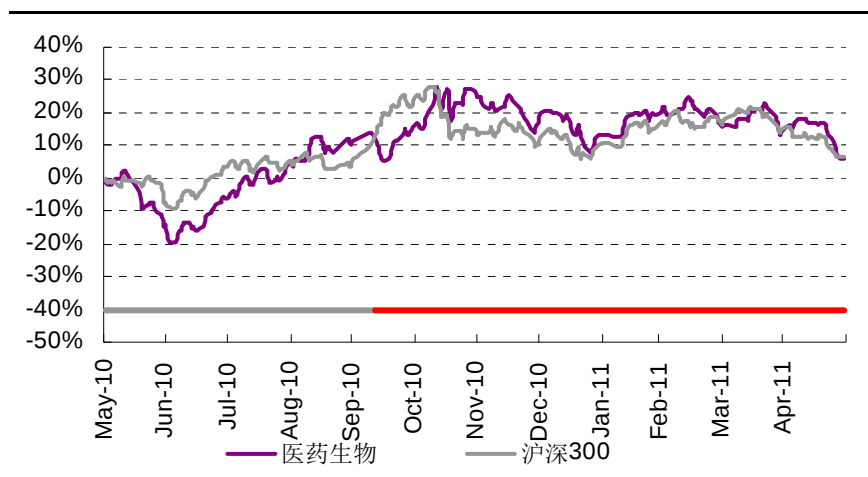
分析师声明

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，本证券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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

医药生物

分析师：姚杰



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2010-10-11	增持
2010-10-27	增持
2010-11-02	增持
2010-11-24	增持
2010-12-07	增持
2011-03-01	增持
2011-03-16	增持
2011-03-28	增持
2011-05-03	增持
2011-05-05	增持

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海				
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。