

医药股 投资白马的理由-医药生物行业 2011 年 6 月月报

分析师: 闫亚磊 CFA

SAC NO: S1150209100148

2011 年 6 月 8 日

联系人

张磊

010-68784263

kinglz114@sina.com

贾丽杰

010-68784238

giulijia@hotmail.com

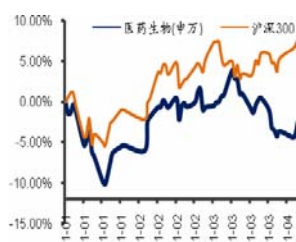
相关子行业评级

生物医药	看好
化学制药	看好
医疗器械	看好
医疗服务	中性
中药制造	中性
原料药	中性
医药商业	看好

重点品种推荐

鱼跃医疗	推荐
华兰生物	推荐
华东医药	推荐
浙江医药	推荐
益佰制药	推荐
上海医药	推荐

最近一季度行业相对走势



医药生物行业评级: 看好

● 生物医药板块 5 月回顾

从 5 月各行业跌幅居前的多是前一段时间有题材刺激及弹性较大的行业, 如黑色金属、餐饮旅游及机械设备、轻工制造等, 而跌幅较小的有一些在目前宏观经济大通胀背景下, 具有明显避险保值功能的行业板块如食品饮料、农林牧渔、以及之前就已经估值被下调的房地产、家用电器等行业板块。

各子行业中, 成熟的中药和化药已很难出现早几年的高速增长, 增速将来会维持一个较稳定的速度。器械和生物医药上市的公因有各种政策和外部环境刺激, 未来或将面临一个高增长。值得注意的是, 经过前一段时间调整, 目前这几个行业内许多公司的估值已趋合理甚至处于低价区间, 加上未来游客坑出现的疫情和新药等概念刺激, 行业内长线短线投资机会均开始显现, 建议投资者可以重点关注。

● 投资观点

我们的投资逻辑是, 目前大大环境偏紧, 宏观经济一片阴霾, 通胀压力居高不下。各行业今年的增速均有面临放缓。而相比较未来医药行业整体上很可能仍旧维持一个稳定增长的局面, 今年业绩可期。同时今年医药行业内也会有整合措施, 比如最近将要推出的医药商业流通规划, 鼓励医药商业内并购, 大鱼吃小鱼。原料药价格的波动、加上国内一直难以平抑的中药及其它制药原材料价格都有可能给业内公司带来波动。我们认为在前景不明的情况下, 医药类上市公司选股以稳为妥, 谨慎为主, 靠谱才是关键, 所以投资建议选择估值较低的公认的行业内白马进行投资。

● 投资品种推荐

医药商业: 上海医药 九州通

医疗器械: 鱼跃医疗、新华医疗

中成药: 益佰制药 华东医药

重点关注: 鱼跃医疗 益佰制药 华兰生物

1. 重要行业新闻

卫生部关于限制抗菌药物不合理使用的征求意见稿公布

5月16日，卫生部医政司公布《抗菌药物临床应用管理办法（征求意见稿）》（卫医政厅便函（2011）75号），其规定三级医院购进抗菌药物品种不得超过50种，二级应用不得超过35种，三四代头孢菌素（含复方制剂）类抗菌药物口服剂型不得超过5个品规，注射剂型不得超过8个品规，碳青霉稀类抗菌药物注射剂型不得超过3个品规，氟喹诺酮类抗菌药物口服和注射剂型各不得超过4个品规，深部抗真菌类抗菌药物不得超过5个品规。

该意见稿拟对抗菌药物滥用施以重拳，意见稿表示抗菌药物还将被分为非限定使用、限定使用与特殊使用三个级别。还将产品的处方权分配给不同级别的医生。征求意见稿规定，只有具有中级以上专业技术职务任职资格的医师，经培训合格后才能具有限制级抗菌药物处方权。高级专业技术职务任职资格的医师经培训合格后方能开具特殊使用级抗菌药物的处方。门诊医师不得开具特殊使用级的抗菌药物处方。只有紧急情况下，医师才可以越级使用抗菌药物。

抗菌药物临床应用还将纳入医疗机构负责人的考核体系中，与医疗机构定级、评审和评价挂钩，考核不合格，医疗机构或将面临降级等处分。预计新政有望于今年7月1日起颁布实施。

卫生部之前就传出收紧医院抗菌药使用的风声，医政司副司长赵明钢4月11日在例行新闻发布会上坦言对抗菌药物不合理应用及用药中的违法违规现象，卫生部将一查到底、绝不姑息。此次出台具体的措施是其政策的一贯性。

我们认为，由于涉及到考核评级，此举将极大限制抗生素类药品在医院的使用，该规定还限制剂型和品规，部分相关上市公司的主力品种有可能受到波及（如科伦的治疗性大输液和誉衡的头孢米诺钠），但那些在地域、成本及品牌上有优势的企业有可能相对获益，因为越恶劣的环境中竞争优势越大的企业越可能生存和发展。卫生部该措施的具体如何影响目前难以定论，建议投资者关注：福安药业、科伦药业、广州药业等。

食品快检未来或成为达安基因股价刺激因素

近来，食品安全问题接连爆发，涉及食品安检业务的广东达元有可能业绩未来快速增长。达安基因与三元科技合资创立的广东达元食品药品安全技术有限公司，从事食品安检产品的开发研究，达安基因持股 40%。据测算，整个肉类行业的瘦肉精检测潜在市场可达 2 万亿元。加上三聚氰胺、农药残留及核辐射等检测项目，食品安全检测空间将数倍于此。快检筛查正是广东达元的技术强项。另外，2011 年 1 月 12 日，美国 (FDA) 圣路易斯实验室与广东省药品检验所和广东达元签署采购合作协议，广东药检所和广东达元推出的药品快筛试剂盒迈出国际化的第一步。验证通过后，FDA 圣路易斯实验室将向美国政府推荐使用。据达安基因年报，广东达元 2010 年销售收入 1215.77 万元，净利润 68.73 万元。成绩在食品安检领域中已排名首位。达安董秘周新宇表示，虽然投入不菲，但广东达元目前产能远大于销售。

我们认为食品安检投入涉及企业成本和终端价格。以猪肉行业为例，按 6000 亿元的规模投入瘦肉精检测，猪价将远高于现状。市场空间的大小，主要看政府的监管标准。未来随着部分有条件地区开始食品快检，及食品安全问题的全民关注，达安基因在短期和长期均有刺激因素，但目前不确定性较大，投资者关注达安基因时请小心。

智飞生物进军国际的尝试

5 月 12 日，智飞生物公告，拟以 6500 万欧元参与荷兰疫苗公司 Bithove Bioogica(以下简称“BB 公司”)的收购竞标，在提交非约束性报价后，公司预期于 2011 年 8 月 1 日前得到回复。届时，公司将确定是否提交有约束力的报价。公告披露，BB 公司是荷兰疫苗研究所的前子公司，拥有基于关键工艺技术的顶尖水平生物制品生产设施和多种疫苗产品，包括脊髓灰质炎灭活疫苗(IPV)，用于膀胱癌术后治疗的卡介苗(BCG)，白喉破伤风-灭活脊髓灰质炎联合疫苗(DT-IPV)以及破伤风疫苗等。不但拥有多位权威专家及顶尖水平的人力资源，且与荷兰疫苗研究所关系密切，BB 公司从而有机会直接参与国有疫苗研发项目、新疫苗开发、临床试验以及注册活动。

同时公司与默沙东同样签有合作协议，将作为中国市场的推广服务方，负责默沙东公司“默尔康”(麻疹风疹腮腺炎三联疫苗)、“纽莫法”(23 价肺炎球菌多糖疫苗)两种疫苗产品在中国市场的推广工作。合同涉及产品价值总额 2.2 亿元，约定合同对价约 4729 万元/年。同时 2013 年智飞自己的 AC-Hib 疫苗上市。

此前市场一直质疑智飞生物研发能力欠缺，产品主要靠仿制和代理牟利的问题，

现在智飞生物用自己的行动作出了响亮的回答。智飞是靠代理和仿制品种发展，但回头看看，今天的化学药大佬如恒瑞，齐鲁药业、扬子江发展时何尝不是如此。

我们认为此次即使报价失败对智飞也是一次有益的尝试，目前公司的新产品已经逐步走上轨道，同时原有产品的销售稳定增长，加上与默沙东合作可以学习国外疫苗服务业的先进经验，智飞有可能成为我国未来自主新型疫苗的孵化所。

药监局禁止尼美舒利口服制剂用于 12 岁以下儿童

5 月 21 日，国家食品药品监督管理局发布国食药监安[2011]209 号《关于加强尼美舒利口服制剂使用管理的通知》，通知中决定采取进一步措施加强尼美舒利口服制剂使用管理，内容包括：禁止用于 12 岁以下儿童；作为抗炎镇痛的二线用药，只能在至少一种其他非甾体抗炎药治疗失败的情况下使用；适应症限于慢性关节炎（如骨关节炎等）的疼痛、手术和急性创伤后的疼痛、原发性痛经的症状治疗；最大单次剂量不超过 100mg，疗程不能超过 15 天，并应依据临床实际情况采用最小的有效剂量、最短的疗程，以减少药品不良反应的发生。

针对此通知，作为国内最大的生产尼美舒利颗粒的医药企业——康芝药业，在接受媒体采访时表示，公司将严格按照国家食品药品监督管理局的要求，对尼美舒利颗粒的说明书和标签做出修改，并将继续跟踪尼美舒利颗粒临床应用的安全性情况，按规定收集药品不良反应并及时报告相关监管部门。至于该决定对公司的影响，公司近期将会发布公告进行详细说明。受尼美舒利风波的影响，今年一季度，康芝药业尼美舒利颗粒销售收入同比下降 42%，同期公司营业利润 1342.2 万元，同比下降 54%；净利润 1127.59 万元，同比下降 55.2%。近半年来，公司股价从最高点下跌了 57%。

康芝药业最近倍受打击，虽然公司一直在试图采取推出新品种、加快收购医药企业步伐等措施来应对尼美舒利销售下滑的风险，但是现实的情况是，毕竟尼美舒利颗粒占主营业务的比重仍然有三分之二左右，所以应急措施在尼美舒利的重大冲击面前显得非常无力，这也是公司股价自事件爆发以来一直一蹶不振的主要原因，相信未来很长一段时间内，这一情况都不会有明显改善。

医改稳步推进 城乡皆取得进展

卫生部 5 月 24 日发布 2010 年第四季度医改进展监测结果。数据显示，我国基层医疗服务出现可喜变化。医疗服务能力逐步提高，医疗服务量继续增加，门诊病人向基层流向加快；

基层医疗卫生机构门诊量继续增加，病人向基层分流加快。2010 年基层医疗卫生机构门诊量达 36.1 亿人次，占门诊总量的 61.9%，比上年增加 2.2 亿人次，其增量占医疗卫生机构门诊总增量的 62.9%。基层医疗卫生机构门诊病人流向发生变化。2010 年，社区卫生服务中心（站）诊疗量增加 1.07 亿人次，村卫生室增加 1.05 亿人次，乡镇卫生院减少 300 万人次。

监测显示，72.8%的城市辖区实行社区首诊和双向转诊制度，城市门诊病人向社区卫生服务机构分流加快。乡镇卫生院门诊病人减少的主要原因：一是全国 56.5%的村卫生室纳入新农合定点医疗机构，患者由乡镇卫生院向村卫生室分流；二是受城镇化影响，乡镇卫生院数量减少 639 个，其门诊量因此减少 1400 万人次。

我们认为目前医改还处于基层调结构，高端变规范的阶段，由于历史原因，我国医疗市场的主体在公立医院及医疗机构，由于医院体制一直未有触动，未来医改推进的方向主要在于建立起基层医疗市场分流城市大医院患者，同时调整付费机制和规范医院用药习惯，以期建立起一个新平衡。按照此路线，未来对医院特别是城市大中型公立医院的用药及付费机制将出台一系列政策进行规范，如抗菌素等，所造成的影响建议投资者关注。

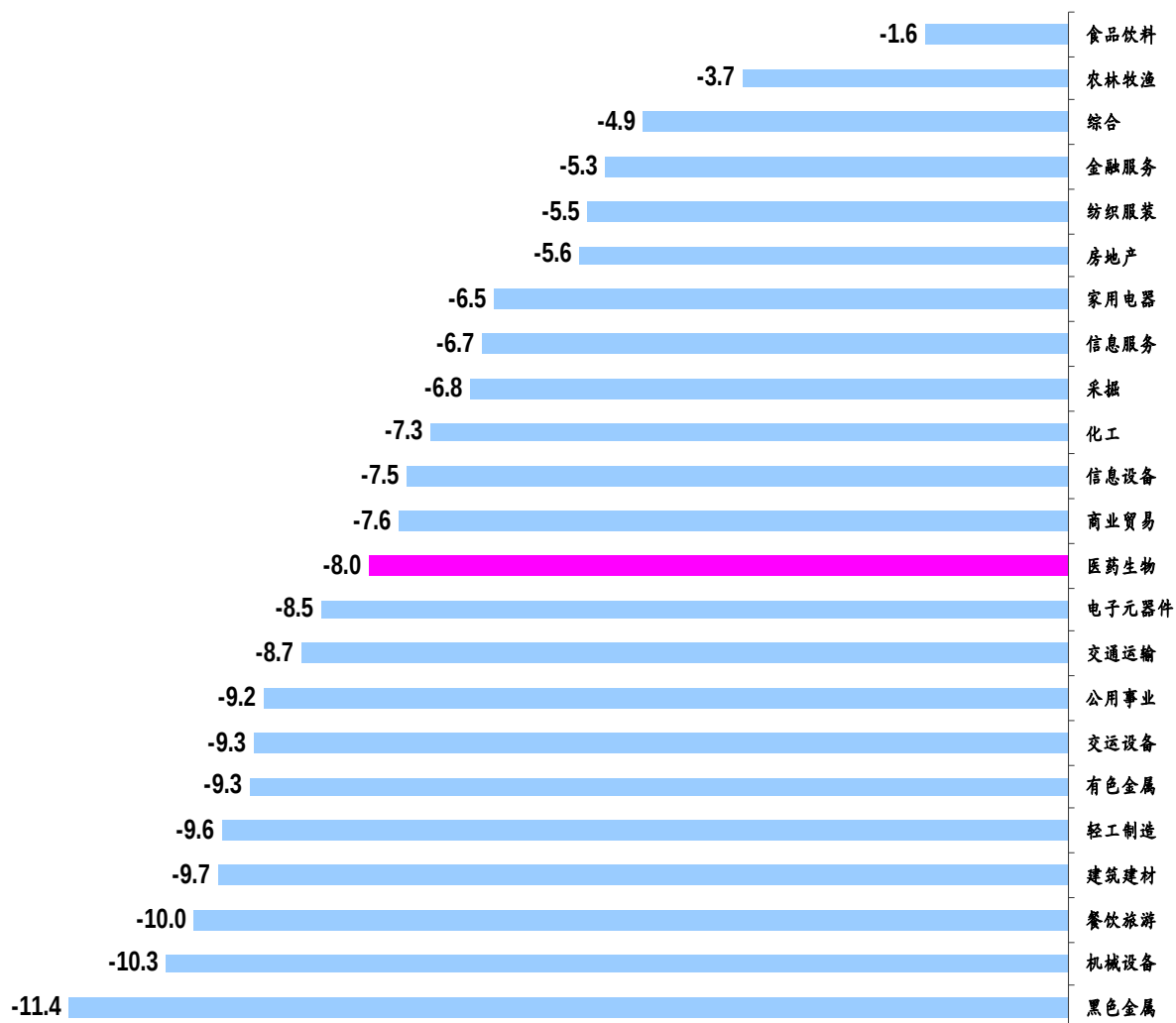
2. 生物医药行业 5 月市场表现

2.1 本月行情

2011 年 5 月，受大盘及宏观经济影响，之前一直高估值的生物医药板块在五月全线下行，在申万分级行业 23 个板块中排名第 13，整个 5 月跌幅 8%，略高于沪深 300 指数的跌幅 6.58%，小幅跑输大盘。

沪深股市中与各板块表现如下：

图 2：2011 年 5 月间申万指数各版块涨跌幅对比（%）

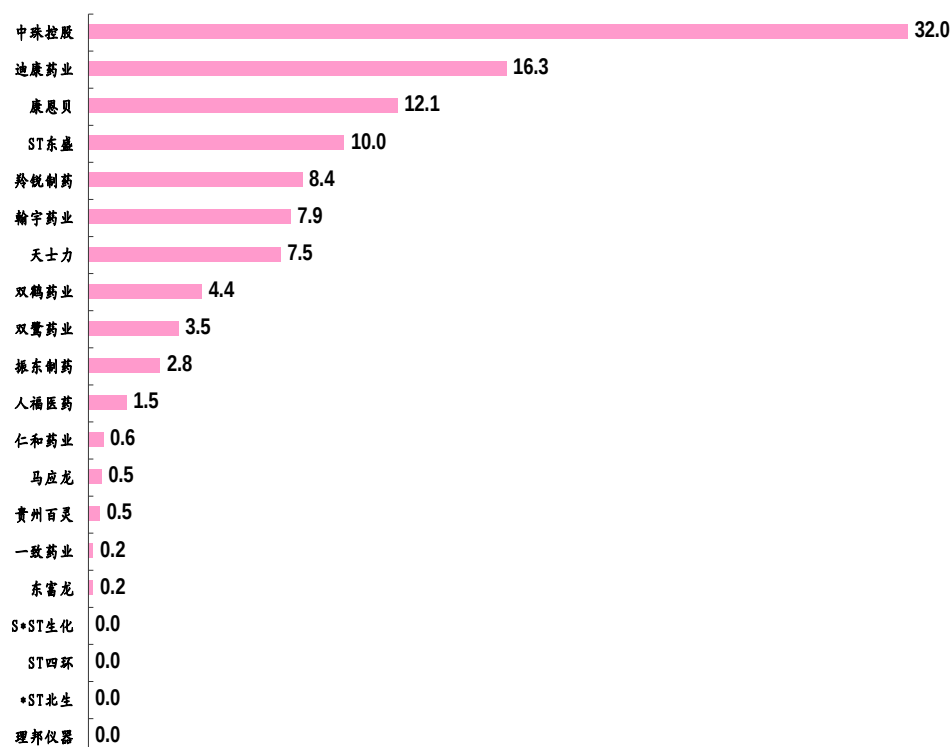


数据来源: WIND 渤海证券研究所

从行业的跌幅来看, 跌幅居前的多是前一段时间有题材刺激及弹性较大的行业, 如黑色金属、餐饮旅游及机械设备、轻工制造等, 而跌幅较小的有一些在目前宏观经济大通胀背景下, 具有明显避险保值功能的行业板块如食品饮料、农林牧渔、以及之前就已经估值被下调的房地产、家用电器等行业板块。

具体到行业内个股来看, 2011 年 5 月间医药生物行业涨幅前 20 名的公司如下:

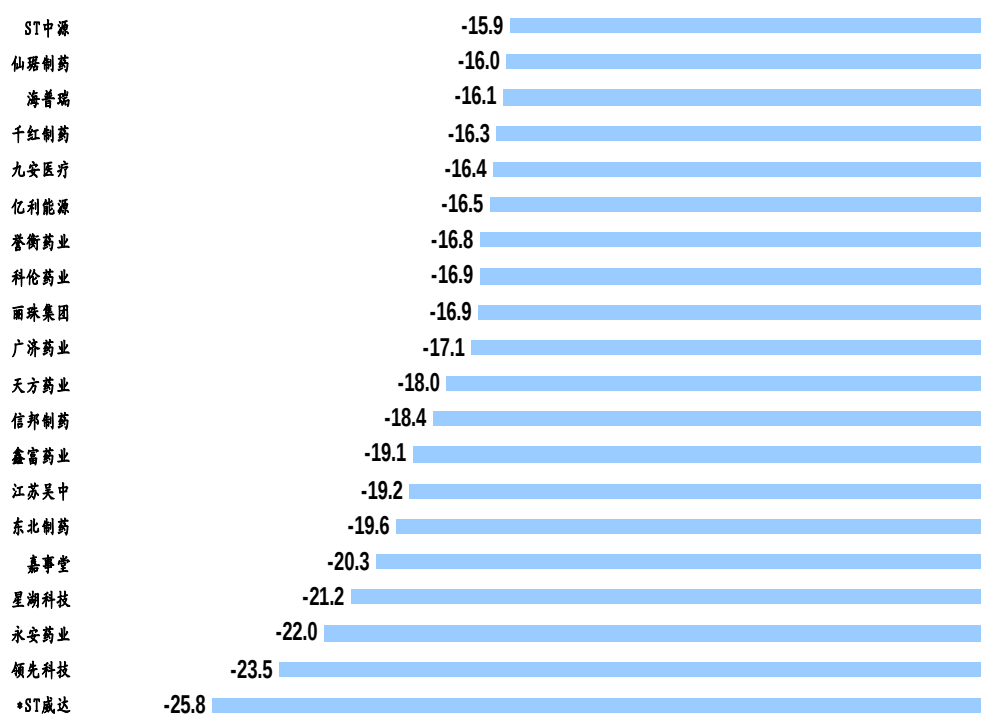
图 3: 2011 年 5 月间医药类公司涨幅前 20 名 (%)



数据来源: WIND 渤海证券研究所

5 月间生物医药行业跌幅前 20 名的公司如下:

图 4: 2011 年 5 月间医药类公司跌幅前 20 名 (%)



数据来源: WIND 渤海证券研究所

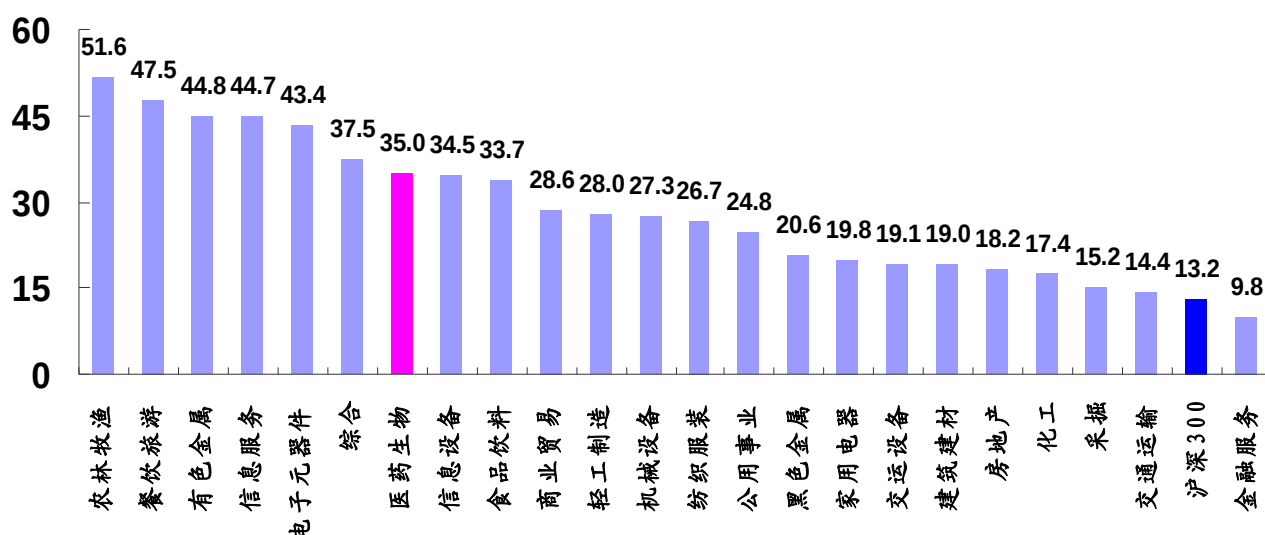
从医药行业涨跌的个股来看，涨幅居前的是有涉及矿产注入概念的中珠控股、业绩超预期及高送配（迪康药业）、业绩有可能超预期而受追捧的康恩贝、以及被众多买家看好相赌的反转类的 ST 东盛。

而跌幅居前的则多是之前因各种原因，如新药概念而受到追捧，估值一直偏高的股票，目前相关概念热潮的风头一过，他们的估值也逐渐被修正，开始回调。

2.2 估值水平：虽有回调 还是偏高

截止到 2011 年 5 月 30 日止，生物医药行业的整体市盈率为 35 倍，在申万 23 各行业中排名第 7，和上个月一样，估值水平远远高于全部 A 股的 16.2 倍 PE，即使经过前一段时间的回调，医药板块目前仍属于估值偏高的行业板块。

图 5：2011 年 5 月 30 日止申万各板块的市盈率水平

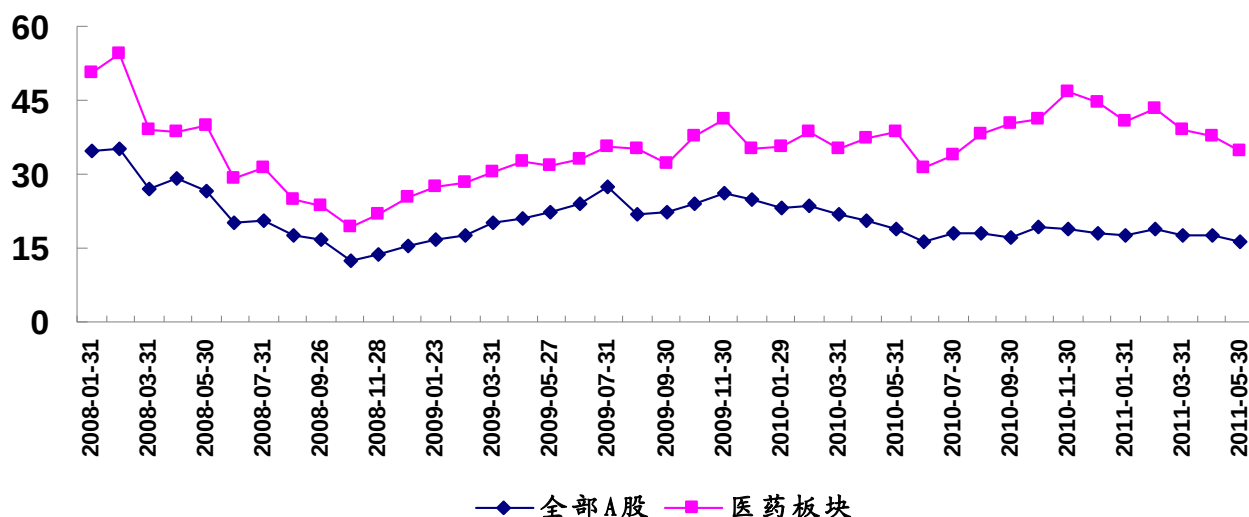


数据来源：WIND 渤海证券研究所

我们认为目前医药股的估值已经处于合理水平，按国外经验，医药类股票因有新药刺激，市场广阔，且需求只涨不跌，一直都是朝阳产业，一般享受较高溢价，虽然目前医药股（35 倍）相对大盘 PE 的（16.2）的溢价已超过 100%，估值偏高的压力仍存在，但是相对于宏观经济一片阴霾，通胀压力一直居高不下。各行业今年的增速均有面临放缓。个股不乏投资机会但要整体脱离大盘独自走出较大行情，我们认为在目前估值偏高的环境下难度较大。而相比较未来医药行业整体上很可能仍旧维持一个稳定增长的局面，今年业绩可期。而且在目前国家严厉调控通胀背景下，医药类股票因其避险价值和题材刺激，有可能重新受到市场的追

捧，并且目前医药板块内经过整个 5 月的长时间回调，许多个股的估值已趋偏低。
无论从长线还是短线看，医药板块均有投资机会。建议大家重点关注。

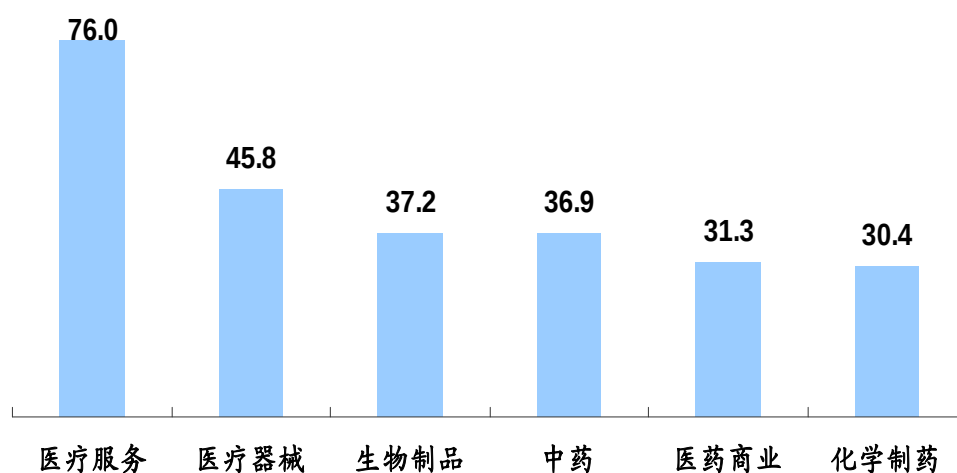
图 6：医药板块和全部 A 股近年市盈率变化情况



数据来源：WIND 渤海证券研究所

从医药行业各子行业内的估值水平来看，各有特点：

图 7：截止 5 月 30 日医药板块和全部 A 股市盈率变化情况



数据来源：WIND 渤海证券研究所

各子行业中，成熟的中药和化药已很难出现早几年的高速增长，增速将来会维持一个较稳定的速度。器械和生物医药上市的公因有各种政策和外部环境刺激，未来或将面临一个高增长。值得注意的是，经过前一段时间调整，目前这几个行业

内许多公司的估值已趋合理甚至处于低价区间，加上未来有可能出现的疫情和新药等概念刺激，行业内长线短线投资机会均开始显现，建议投资者可以重点关注。

至于医药服务业因为是新出现的一种医疗服务盈利方式，目前在国内多处于摸索阶段，上市公司也不多，市场认为其依赖于庞大的人口和城市化以及医改概念，未来有可能出现高增长，所以该子行业的市盈率一直维持一个高位，建议投资者小心。

而医药商业则因为受到流通宏观调控而备受关注，由于政府鼓励大型医药流通商吞小以自肥，国资背景的国药和上药纷纷融资在国内展开并购大战，华润的医药商业不是主要方向，却也与领先的的两大巨头既有斗争也有合作。草根背景的九州通则自力更生，在主要地区一直坚持自建流通网络，并不依靠并购当地现有商业公司，专心打造嫡系的医药商业公司，同时致力于逐渐打开医院药品配送市场。

我们认为，未来中小型医药商业公司跨省发展难度较大，他们发展的空间主要在本省精耕细作，以期成为地方豪强，将来在于其它巨头的合作或是并购中提高话语权或是报价。未来医药商业的发展主要还是看业内的格局变动，整个行业的收入与利润并不会太大变动，因为医药的消费方和主要的生产方（医院和药厂）均已较成熟，中间流通环节在调整压力下变动格局是未来一段时间的主要方向。

长期来看，我们坚信国家卫生投入的增加、新医改等深入开展、老龄化、居民保健意识提高等等一系列因素将在持续为医药行业提供巨大的市场需求，而国内企业药品研发和生产能力的增强以及国际生产的大转移等又医药生产企业带来了更多的发展空间和机遇。综上，不断发展壮大的医药行业必然能够支撑医药板块未来继续保持快速增长维持一个相对较高的估值。

3. 大宗原料药数据

维生素方面，VE、VA、VC 方面最近价格已趋稳，VA 稳定在 140 元/公斤，VE129 元/公斤，VC 粉在 40 元/公斤。抗生素方面，几种主要原料抗生素价格如下：截止 4 月底，7-ADCA 390 元/公斤，7-ACA 酶法 690 元/公斤，硫氰酸红霉素国内价,465 元/公斤，GCLE 出口价,75 美元/公斤，6-APA 国内价格 205 元/公斤。这几种主要原料一年来的价格行情见图。

图 7：一年来国产 VA 价格（50 万 IU/g）

图 8：一年来国产 VE 价格（50 万 IU/g）

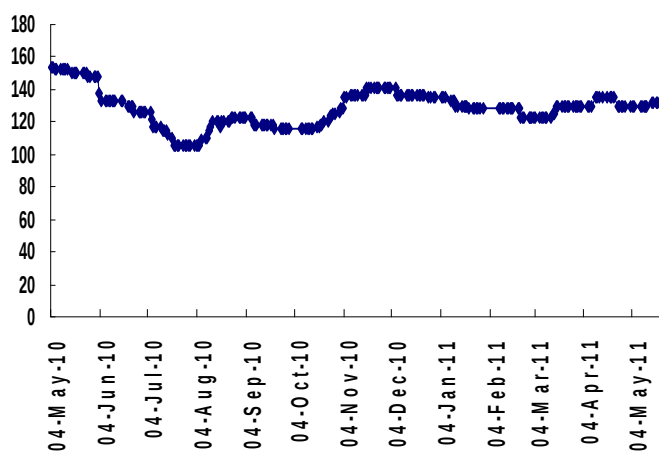
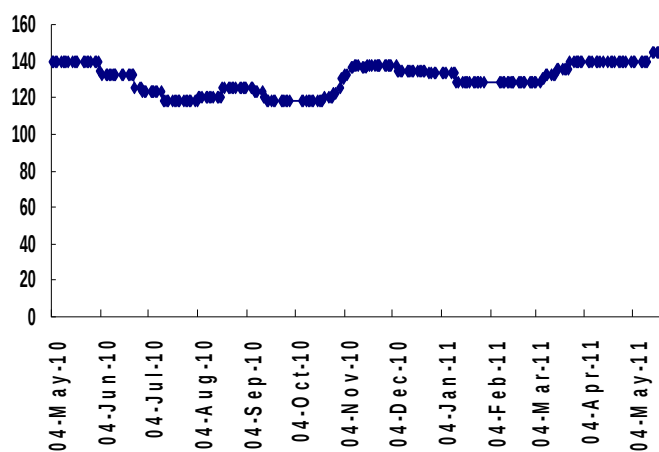


图 7: 一年来国产 VC 价格 (元/kg)

图 8: 一年来 7-ADCA 国内价格 (元/kg)

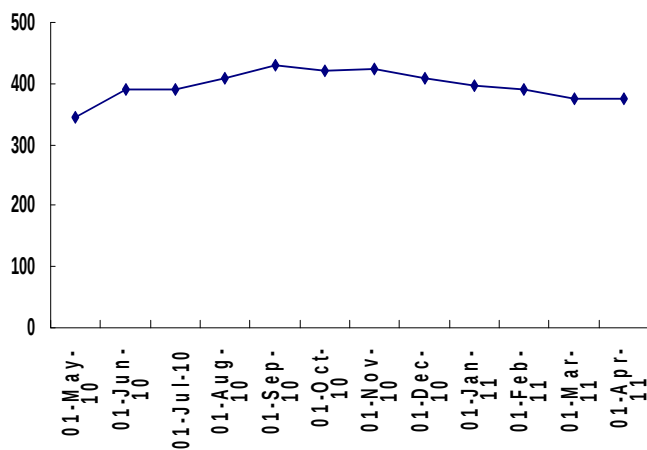
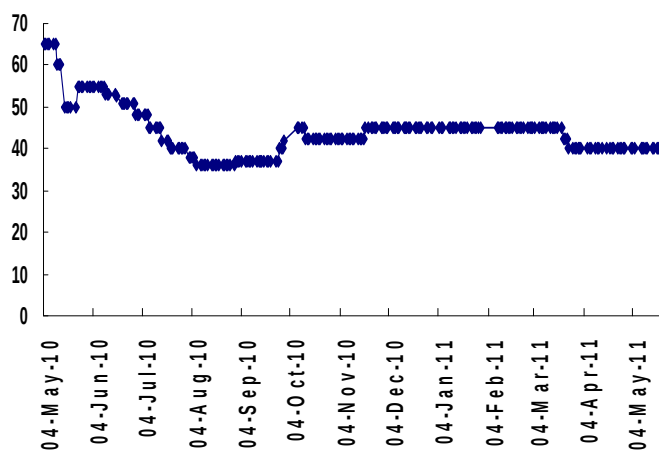


图 7: 一年来 7-ACA 酶法 国内价格 (元/kg)

图 8: 一年来硫氰酸红霉素国内价格 (元/kg)

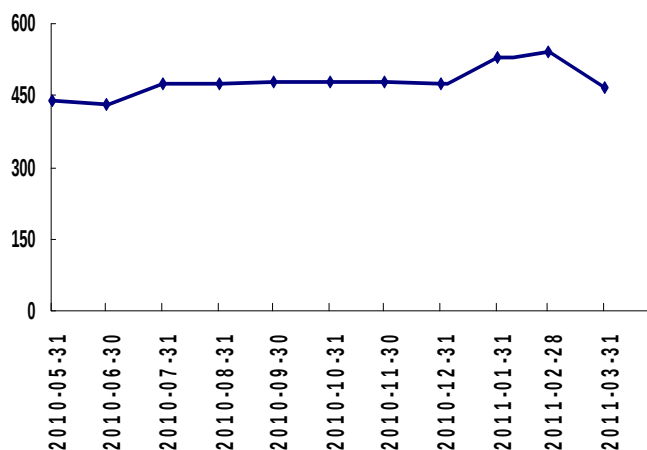
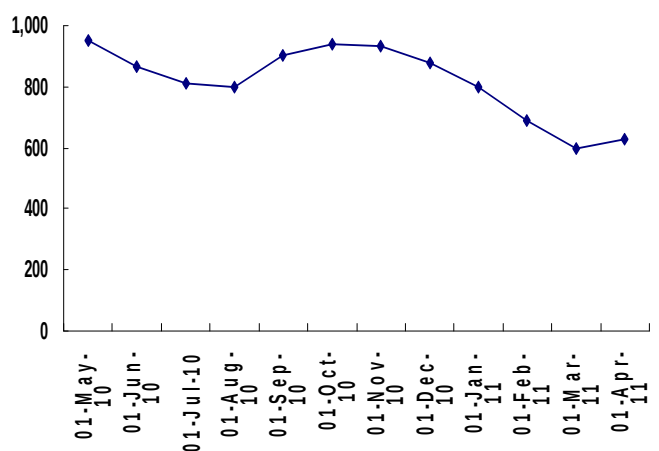
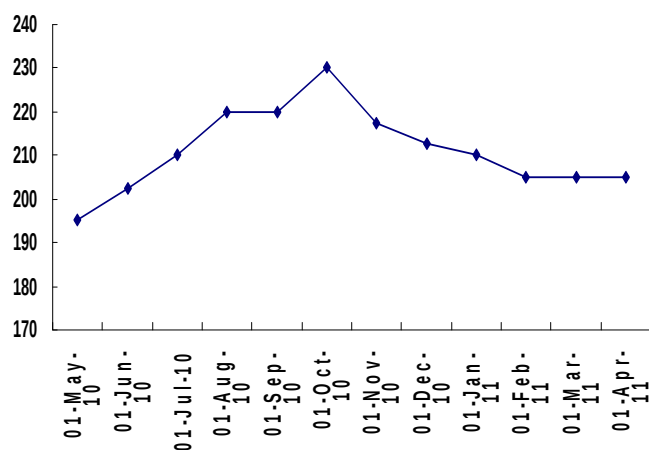
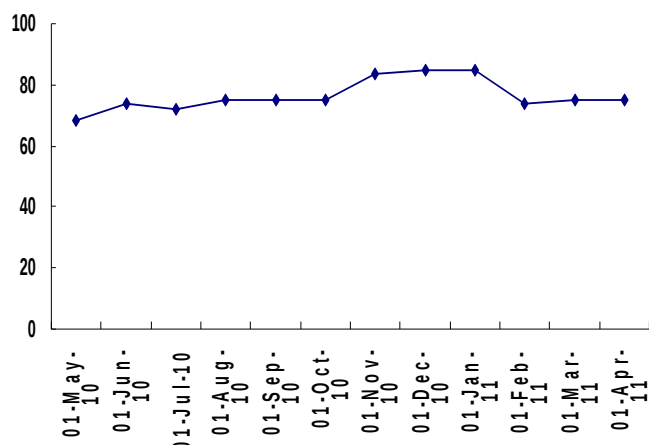


图 7: 一年来 GCLE 出口价格 (美元/kg)

图 8: 一年来 6-APA 国内价格 (元/kg)



数据来源: WIND 渤海证券研究所

4.投资逻辑 选择白马的理由

我们的投资逻辑是,目前大环境偏紧,不断有调控。同时今年医药行业内也会有整合措施,比如最近将要推出的医药商业流通规划,鼓励医药商业内并购,大鱼吃小鱼。原料药价格的波动、加上国内一直难以平抑的中药及其它制药原材料价格都有可能给业内公司带来波动。鉴于此,我们认为在前景不明的情况下,医药类上市公司选股以稳为妥,以求不赔并稳赚为主。在医药类公司中大赚的机会不是没有但同样风险较大,我们认为在大环境偏紧的时候谨慎为主,靠谱才是关键,所以投资建议选择公认的行业内白马,目前他们的估值也相对较低,可以投资。

选股逻辑是这样:

综合近期的政策等影响因素和目前医药板块的现状,我们认为未来一周可集中从以下几个方面进行选股。

医药商业方面关注整合预期最强的和自身素质最硬的: **上海医药 九州通**

医疗器械和医用设备制造建议关注: **鱼跃医疗、新华医疗**

中成药内有自己品牌及销售实力的公司: **益佰制药 华东医药**

重点关注: **鱼跃医疗 益佰制药 华兰生物**

表 1: 建议关注的重点上市公司

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	五月间涨 跌幅	PE			EPS			PB
				2011 (E)	2012 (E)	2013 (E)	2011 (E)	2012 (E)	2013 (E)	
600216.SH	浙江医药	37.32	-12.2%	12.06	10.45	9.25	3.11	3.45	3.98	4.35
002223.SZ	鱼跃医疗	42.20	-6.5%	43.30	31.35	22.60	0.96	1.34	1.88	13.04
300003.SZ	乐普医疗	25.74	-11%	36.71	27.05	21.22	0.70	0.91	1.16	10.12
002007.SZ	华兰生物	40.19	-7.4%	28.95	22.03	16.81	1.45	1.91	2.52	10.68
600276.SH	恒瑞医药	32.22	-0.2%	36.65	29.03	23.22	0.83	1.05	1.32	9.9
600594.SH	益佰制药	19.97	1.4%	27.40	21.15	16.25	0.73	0.96	1.25	8.66
000538.SZ	云南白药	55.27	0.5%	31.00	23.55	17.90	1.78	2.39	3.23	8.69
000963.SZ	华东医药	26.28	-2.4%	27.38	21.54	17.52	0.96	1.22	1.50	9.21
600998.SH	九州通	13.54	-7.4%	35.63	26.55	15.21	0.38	0.51	0.89	4.87
601607.SH	上海医药	19.92	-12%	20.75	16.88	13.64	0.96	1.18	1.46	3.99
002001.SZ	新和成	29.6	-5.1%	14.00	11.99	10.17	2.1	2.51	2.96	4.26

数据来源: 渤海证券研究所

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@bhq.com

谢晓冬

022-28451849

13820872805

actionfish@live.cn

xiexd@bhq.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