

医药行业 8 月月报

行业评级



前次评级

买入

政策靴子逐一落地，行业经营压力缓解

贺菊颖 分析师

电话：010-59136691

eMail: hjy@gf.com.cn

SAC执业证书编号：S0260511050002

医药板块二级市场表现逐月好转

7 月大盘受宏观经济不确定因素影响略有下跌，消费类行业受资金追捧表现抢眼，医药板收益率亦排名靠前。今年前 5 个月，医药板块二级市场表现靠后；6-7 月随着行业政策的微调、经营环境逐步改善，板块表现也有明显好转，板块整体估值尚处合理区间，我们对下半年板块表现持乐观态度。

悲观政策预期逐步修复

从长期看，我们维持中期策略的观点，即医药行业将在政策博弈之中不断前行前行。医药行业关系国计民生问题，政府永远都需要在公平与效率之间做出艰难的抉择；也正因为如此，医药卫生领域的改革肯定是一个漫长而曲折的过程。从短期看，虽然今年的政策环境依然比 2009 年和 2010 年要复杂和微妙，但我们认为随着政策的微调、其带来压力最大的时候已逐步过去，下半年行业的基本面有望逐步好转。

投资建议：增加配置，关注四条投资思路

综合对行业政策的预测、医药行业的长期增长驱动因素仍未发生变化，我们维持行业“买入”的评级。8 月建议关注：

- ✓ 稳健成长型组合：云南白药、康美药业、仁和药业、东阿阿胶、中恒集团
- ✓ 成长型组合：汤臣倍健、鱼跃医疗、新华医疗
- ✓ 跨年度的经营拐点组合：江中药业、千金药业
- ✓ 从品种布局角度推荐：天士力、康缘药业

另外建议关注抗菌药物政策预期变化带来阶段性机会：一致/信立泰/科伦药业/白云山。

风险提示

原材料价格继续大幅上涨给企业（尤其是中成药企业）带来成本压力。各地药品招投标环节压力大于预期。

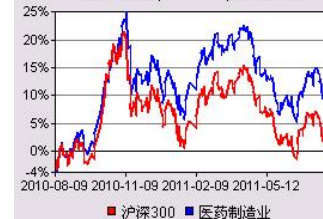
重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		11E	12E	13E	11E	12E	13E			
云南白药	62.61	1.75	2.35	3.08	36	27	20	1.10	70.50	买入
东阿阿胶	44.00	1.34	1.82	2.45	33	24	18	0.93	54.60	买入
仁和药业	16.06	0.53	0.70	0.93	30	23	17	0.93	21.00	买入
康美药业	15.00	0.54	0.73	0.96	28	21	16	0.83	21.90	买入
新华医疗	35.83	0.72	1.12	1.67	50	32	21	0.95	45.00	买入
中恒集团	20.45	0.88	1.25	1.73	23	16	12	0.58	25.00	买入
天士力	44.10	1.30	1.53	2.08	34	29	21	1.28	53.55	买入
鱼跃医疗	29.10	0.61	0.94	1.38	48	31	21	0.95	37.60	买入
江中药业	27.05	0.78	1.16	1.52	35	23	18	0.88	40.60	买入
康缘药业	16.20	0.59	0.74	1.00	27	22	16	0.91	22.20	买入

数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

行业走势

医药制造业(01030801)指数走势图



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-5.68%	-5.38%	8.27%
沪深 300	-6.59%	-7.18%	-0.01%

一、医药板块二级市场表现逐月好转

7月医药板块明显跑赢大盘。7月大盘受宏观经济不确定因素影响，下跌1%；消费类行业受资金追捧表现抢眼，医药板收益率亦排名靠前。

5月底以来，医药板块二级市场表现逐月好转。今年前5个月，医药板块表现垫底；6-7月，随着行业政策的微调、经营环境逐步改善，板块表现也有明显好转。

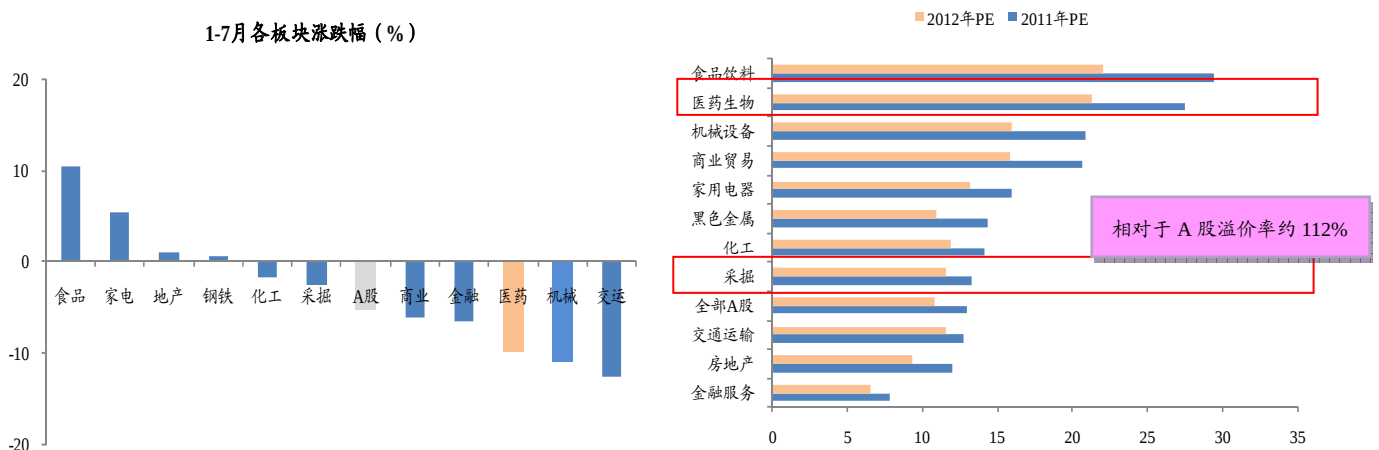
表 1：近期各行业二级市场表现回顾

1-5月涨跌幅 (%)		6月涨跌幅 (%)		7月涨跌幅 (%)	
家用电器	5.79	交运设备	8.11	食品饮料	9.12
黑色金属	4.73	房地产	6.90	医药生物	5.74
金融服务	2.16	家用电器	5.61	农林牧渔	3.96
采掘	-0.76	化工	4.86	纺织服装	3.29
化工	-1.27	食品饮料	4.59	有色金属	2.64
房地产	-1.85	有色金属	4.25	商业贸易	1.73
纺织服装	-2.17	机械设备	3.46	全部 A 股	-1.01
食品饮料	-2.74	纺织服装	2.90	采掘	1.03
全部 A 股	-3.83	采掘	2.1	机械设备	-1.72
交运设备	-5.57	黑色金属	2.52	化工	-1.85
商业贸易	-7.08	全部 A 股	2.39	交通运输	-2.19
交通运输	-7.08	医药生物	1.50	家用电器	-2.40
机械设备	-10.80	商业贸易	0.97	交运设备	-2.74
农林牧渔	-11.55	农林牧渔	0.30	黑色金属	-2.84
有色金属	-2.70	金融服务	-0.79	房地产	-3.01
医药生物	-14.21	交通运输	-0.93	金融服务	-4.06

数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

受上半年估值及政策悲观预期因素影响，1-7月医药板块整体表现仍然较为靠后，相对溢价率处于合理空间。我们认为8月以后这一现象将持续得到改观。

图 1：医药板块今年以来涨跌幅及最新估值情况（与其他板块横向比较）



数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

二、悲观政策预期逐步修复

从长期的角度看，我们维持中期策略的观点，即医药行业将在政策博弈之中不断前行。医药行业关系国计民生问题，政府永远都需要在公平与效率之间做出艰难的抉择；也正因为如此，医药卫生领域的改革肯定是一个漫长而曲折的过程。

从短期看，虽然今年的政策环境依然比2009年和2010年要复杂和微妙，但我们认为随着政策的微调、其带来压力最大的时候已逐步过去，下半年行业的基本面有望逐步好转。

政策回顾：5月底开始，我们在业内首先给出了政策压力将有所松绑的判断。近两个月，市场所担心的政策靴子逐一落地，其严厉程度好于此前的悲观预期，印证了我们的判断。

(1) 8月4日，抗菌药物临床管理办法（征求意见稿）出台。《办法》仍沿用分级管理的思路，但由各省卫生厅自行制定分级目录、也未对二三级医院的使用种类数量做具体的规定，我们认为对该细分行业的负面影响总体小于预期，过度悲观的行业预期将有所修复、相关上市公司会有阶段性机会。如果说从产业趋势上，我们维持前期的判断，即：长期看抗菌药物临床用药金额占比会逐步下降、但会是长期过程、需要跟踪各地细则及执行情况。而大多数企业反映，未来压力仍将主要存在于招投标环节，因此我们还是看好竞品数量相对较少的优势品种。建议重点关注信立泰/一致药业/白云山/科伦药业等。

表 2：2011 年 8 月发改委药品价格调整涉及相关上市公司品种

品种	规格	原价（元）	现价（元）	降价幅度	涉及上市公司
格列喹酮	30mg*24	34.4	30.9	10.17%	双鹤药业
格列喹酮	30mg*30	42.6	38.3	10.09%	双鹤药业
格列喹酮	30mg*60	83.1	74.8	9.99%	双鹤药业
罗格列酮钠	4mg*15	90	77.5	13.89%	太极集团
罗格列酮钠	4mg*	45.6	39.1	14.25%	太极集团
胰激肽原酶	120 单位*24	36	33.6	6.67%	千红制药
胰激肽原酶	60 单位*36	31.3	29.2	6.71%	千红制药
胰激肽原酶	40 单位，冻干粉（溶媒结晶粉）	38.8	32.7	15.72%	千红制药
胰激肽原酶	10 单位，冻干粉（溶媒结晶粉）	13.4	11.3	15.67%	千红制药
去氨加压素	4ug:1ml	35.1	30.1	14.25%	翰宇药业
重组人生长激素	30 单位:3ml	1 20	1253	11.76%	长春高新、安科生物
重组人生长激素	15 单位:3 1	835	737	11.74%	长春高新、安科生物
重组人生长激素	4 单位，冻干粉（溶媒结晶粉）	112	93.3	16.70%	长春高新、安科生物
重组人生长激素	2 单位，冻干粉（溶媒结晶粉）	65.6	54.9	16.31%	长春高新、安科生物
重组人生长激素	2.5 单位，冻干粉（溶媒结晶粉）	77.9	65.1	16.43%	长春高新、安科生物
重组人生长激素	3 单位，冻干粉（溶媒结晶粉）	89.5	74.9	6.31%	长春高新、安科生物
重组人生长激素	4.5 单位，冻干粉（溶媒结晶粉）	122	102	16.39%	长春高新、安科生物
重组人生长激素	5 单位，冻干粉（溶媒结晶粉）	132	111	15.91%	长春高新、安科生物
重组人生长激素	10 单位，冻干粉（溶媒结晶粉）	225	188	16.44%	长春高新、安科生物
阿卡波糖	50mg*30	61.4	54.3	11.56%	华东医药

法舒地尔

30mg:2ml

93.5

83.3

10.91%

红日药业

数据来源：发改委，广发证券发展研究中心

(2) 8月5日，发改委对激素、内分泌及神经类药物的价格调整出台。其中涉及80多个品种，平均降幅14%，略好于我们此前预期。之前市场最关注的恩华药业和人福医药并没有产品进入目录。上市公司中进入目录的品种主要有双鹤药业格列喹酮（降10%）；太极集团罗格列酮钠（降14%）；千红制药胰激肽原酶（降7%-16%），翰宇药业去氨加压素（降14%），长春高新和安科生物的重组人生长激素（降16%），华东医药阿卡波糖（降12%），红日药业法舒地尔（降11%）。总体看对上市公司影响有限。

表 3：历次药品价格调整情况

医保目录调整时间	药价调整时间	具体调 范围
	1997 年 10 月	15 种抗生素和 32 种生物制品
	1998 年 4 月	解热镇痛类 38 种
	1999 年 4 月	头孢类等 21 种
	1999 年 6 月	西力欣等 150 种进口药品
	1999 年 8 月	降纤酶等 2 种生化药品
	2000 年 1 月	人血白蛋白等 12 种中央管理生物制品
	2000 年 6 月	头孢拉定等 9 种
	2000 年 10 月	氨苄青霉素等 21 种
2000 版医保目录调整周期	2001 年 4 月	69 种抗感染药
	2001 年 7 月	49 种中成药
	2001 年 12 月	383 种抗肿瘤、循环系统、神经系统以及治疗精神障碍用药等
	2002 年 12 月	199 种西药
	2003 年 1 月	267 种中成药
	2003 年 9 月	107 种中成药
	2004 年 6 月	24 种抗感染药
	2004 年 7 月	18 种药品单独定价方案
2004 版医保目录调整周期	2005 年 10 月	22 种以抗感染药为主
	2006 年 6 月	67 种抗肿瘤药
	2006 年 8 月	99 种抗微生物药品
	2006 年 11 月	32 种治疗肿瘤的中成药
	2007 年 1 月	354 种心脑血管 等 10 类
	2007 年 2 月	278 种中成药内科用药
	2007 年 4 月	188 种中成药专科用药
	2007 年 5 月	260 种西药（消化、呼吸等 10 个系统用药）
2009 版医保目录调整周期	2011 年 3 月	循环系统及抗感染用药
	2011 年 8 月	激素、内分泌及神经系统用药

数据来源：发改委，广发证券发展研究中心

政策展望：

(1) 发改委层面下半年以局部价格调整为主：A. 今年年内，基于医保目录的大类药品价格调整基本告一段落；B. 年内在价格方面可能还存在的调整都是局部性质，包括基药试点品种的统一定价，差比价规则、部分医用耗材价格的调整；(3) 总体来看，

价格政策压力下半年好于上半年。

(2) 政策主要压力仍存在于各省招标环节：总体看压力略有缓解，但各地政策导向仍有差异，企业需建立全国统一的价格策略、当然最核心的还是基于品种的竞争格局判断。

表 4：2011 年医药行业月度经营数据

	医药制造业累计收入 (亿元)	同比增长 (%)	医药制造业累计税前利润 (亿元)	同比增长 (%)
2011-02	1,786.90	27.74	180.41	20.68
2011-03	2,930.9	27.81	299.77	22.29
2011-04	4,077.46	28.95	404.93	19.55
2011-05	5,244.66	29.32	518.80	19.45
2011-06	6,563.31	30.03	656.68	21.67

数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

三、看好板块下半年表现

我们看好板块下半年的表现。考虑到我们前面对行业政策的预测、医药行业的长期增长驱动因素仍未发生变化，我们维持行业“买入”的评级。

8月建议关注以下投资组合：

- (1) 稳健成长型组合：云南白药、康美药业、仁和药业、东阿阿胶、中恒集团
- (2) 成长型组合：汤臣倍健、鱼跃、新华医疗
- (3) 跨年度的经营拐点组合建议关注：江中药业、千金药业
- (4) 从品种布局角度推荐：天士力、康缘药业
- (5) 抗菌药物政策预期变化带来阶段性机会：一致药业/信立泰/科伦药业/白云山

表 5：2011 年医药行业月度经营数据

公司代码	公司名称	收盘价	EPS（元/股）			PE（倍）			投资评级	总市值	总股本
		（元/股）	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E		（亿元）	（万股）
传统中药											
000538	云南白药	62.61	1.75	2.35	3.08	36	27	20	买入	435	69427
000423	东阿阿胶	44.00	1.34	1.82	2.45	33	24	18	买入	288	65402
600085	同仁堂	15.80	0.33	0.41	0.51	48	38	31	持有	206	130207
600436	片仔癀	70.95	1.52	1.82	2.18	47	39	33	持有	99	14000
600332	广州药业	14.98	0.41	0.52	0.65	37	29	23	持有	121	81090
600993	马应龙	18.82	0.50	0.66	0.84	38	29	22	持有	62	33158
现代中药											
600535	天士力	44.10	1.30	1.53	2.08	34	29	21	买入	228	51642
600750	江中药业	27.05	0.78	1.16	1.52	35	23	18	买入	84	31115
600518	康美药业	15.00	0.54	0.73	0.96	28	21	16	买入	330	219871
000999	华润三九	18.50	0.90	1.12	1.41	21	17	13	买入	181	97890
600479	千金药业	12.45	0.35	0.48	0.63	36	26	20	持有	38	30482

600557	康缘药业	16.20	0.59	0.74	1.00	27	22	16	买入	69	42325
600594	益佰制药	18.53	0.75	0.99	1.30	25	19	14	买入	65	35276
000650	仁和药业	16.06	0.53	0.70	0.93	30	23	17	买入	101	63025
600252	中恒集团	20.45	0.88	1.25	1.73	23	16	12	买入	223	109175
化学原料药											
600267	海正药业	37.97	0.97	1.30	1.62	39	29	23	买入	199	52482
600521	华海药业	15.02	0.49	0.75	0.84	31	20	18	买入	81	53861
600216	浙江医药	33.48	2.86	3.23	3.66	12	10	9	买入	151	45006
002001	新和成	27.48	1.71	2.00	2.54	16	14	11	买入	199	72595
000597	东北制药	13.40	1.70	2.35	2.91	8	6	5	买入	45	33381
化学制剂											
600276	恒瑞医药	31.39	0.83	1.01	1.24	38	31	25	持有	353	112415
600079	人福医药	23.72	0.67	0.89	1.07	35	27	22	买入	117	49344
002422	科伦药业	67.44	2.10	3.11	4.25	32	22	16	买入	324	48000
300146	汤臣倍健	62.74	1.36	2.11	3.12	46	30	20	买入	69	10936
000522	白云山	13.58	0.59	0.78	1.01	23	17	13	买入	64	46905
002262	恩华药业	20.59	0.45	0.64	0.87	46	32	24	持有	48	23400
600062	双鹤药业	24.91	1.18	1.42	1.72	21	18	14	买入	142	57170
002294	信立泰	34.11	1.18	1.55	2.03	29	22	17	持有	124	36320
医疗器械											
002223	鱼跃医疗	29.10	0.61	0.94	1.38	48	31	21	买入	119	40893
600587	新华医疗	35.83	0.72	1.12	1.67	50	32	21	买入	48	13439
002551	尚荣医疗	28.08	0.65	1.00	1.45	43	28	19	持有	35	12300
300003	乐普医疗	18.51	0.68	0.92	1.29	27	20	14	持有	150	81200
生物制剂											
002022	科华生物	12.20	0.56	0.74	0.88	22	16	14	买入	60	49228
002007	华兰生物	23.05	1.25	1.55	2.01	18	15	11	买入	133	57620
002038	双鹭药业	36.00	1.69	1.75	2.35	21	21	15	买入	137	38070
医药流通											
600511	国药股份	16.42	0.70	0.85	1.05	23	19	16	买入	79	047880
000028	一致药业	29.69	1.15	1.52	1.87	26	20	16	买入	86	028815
600998	九州通	10.76	0.39	0.53	0.69	28	20	16	持有	153	142052
600713	南京医药	6.41	0.15	0.20	0.25	43	32	26	无评级	44	069358
综合类											
601607	上海医药	14.87	0.72	0.94	1.18	21	16	13	买入	400	268891
600196	复星医药	9.82	0.57	0.70	0.91	17	14	11	买入	187	190439

数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

四、风险提示

- 1、原材料价格继续大幅上涨给企业（尤其是中成药企业）带来成本压力。

表 6：主要中药材及辅料 7 月价格走势

药材	历史最高价	历史最低价	最近涨价起始	最新价	本月环比	本月同比	10 年 1-7 月均价	11 年 1-7 月均价	今年均价涨跌幅
三七	510.0	40.0	09/08	360	3%	57%	315.7	347.9	10%
金银花	360.0	25.0	09/07	190	6%	6%	242.9	186.4	-23%
丹参	15.0	1.4	09/09	15	0%	88%	7.8	12.9	67%
重楼	370.0	38.0	09/11	370	0%	23%	260.0	358.6	38%
桂枝	3.2	1.8	-	3.2	0%	60%	2.0	2.5	27%
茯苓	28.0	3.7	09/11	27	0%	69%	14.1	26.6	88%
太子参	400.0	9.0	09/09	220	0%	197%	58.4	289.3	395%
当归	65.0	5.0	09/11	26	-2%	73%	14.1	26.4	87%
党参	55.0	6.0	09/10	90	0%	463%	15.0	57.0	280%
三叉苦	3.0	2.0	-	2.5	0%	25%	2.0	2.5	25%
冰片	140.0	52.0	10/05	120	-14%	0%	104.6	137.1	31%
虫草	100000.0	28000.0	09/06	100000	18%	33%	74285.7	85714.3	15%
红参	200.0	38.0	09/10	190	-5%	111%	73.1	163.6	124%
白糖	7369.0	2100.0	09/08	7100	43%	112%	5123.3	7198.2	40%

数据来源：药通网，广发证券发展研究中心（单位：元/公斤）

2、政策主要压力仍存在于各省招标环节：总体看压力略有缓解，但各地政策导向仍有差异，企业需建立全国统一的价格策略、当然最核心的还是基于品种的竞争格局判断。

广发医药行业研究小组

贺菊颖, 分析师, 复旦大学管理学硕士, 2011 年进入广发证券发展研究中心。

葛峥, 分析师, 广州中医药大学方剂学硕士, 2006 年进入广发证券发展研究中心。

杨挺, 分析师, 天津大学制药工程硕士, 2008 年进入广发证券发展研究中心。

吴雅春, 研究助理, 浙江大学内科学博士, 2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: wyc2@gf.com.cn, 020-87555888-8404。

相关研究报告

医药制造业(01030801)_行业跟踪分析报告	葛峥	2008-11-24
医药制造业 2008 年第三季度投资策略_行业跟踪分析报告	葛峥	2008-06-25
医药制造业 2008 年第二季度投资策略_行业跟踪分析报告	葛峥	2008-03-31

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注: 广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。