

医药行业 2011 年第四季度投资策略

积极防御，沙中淘金

健康护理/医药

同步大势

调降评级

发布时间：2011 年 9 月 26 日

投资要点：

- 第三季度，医药生物指数下跌 4.97%，而沪深 300 指数下跌 11.94%，医药板块跑赢大盘。从全年看，医药板块小幅跑输大盘，其中生物制品板块和部分高市值蓝筹股跌幅居前，
- 从成长性看，医药板块已经连续三个季度营收增速低于 30%，净利润增速在 20% 左右。从政策面看，第四季度难有重大利好性政策出台，我们预计第四季度的利润增速仍可能维持在前三季度的水平，暂时还看不到拐点性向上的机会。
- 从估值上看，医药板块估值水平比年初已经大幅下降，但和 2008 年的 22.25 倍的历史底部相比，仍旧高出近 50%；和沪深 300 相比，估值溢价率为 199.83%，在第三季度又有所扩大。由于沪深 300 的估值水平已经位于历史低位，再次大幅下降的几率较小，因此医药板块的估值进一步降低的可能性较大。
- 2008 年年底至 2009 年初，医药板块的利润增速曾下降到 10% 左右的较低水平，而当前医药板块的利润增速可能将稳中有升，预计医药板块再次大幅下跌的几率也不大，但由于其依旧偏高的估值以及业绩增长的放缓，短期内也很难战胜大盘，因此我们给予医药行业第四季度“同步大势”的投资评级。
- 从板块上看，化学原料药板块可以继续关注 VK3、VE、VB 等维生素企业的交易性机遇，抗生素原料药建议继续回避；中药材的价格有望在第四季度继续回落，这利好部分成本压力较大的中成药企业；贵州浆站的关停，给血液制品企业带来了结构性机会。
- 投资建议：我们认为可以从两方面把握医药股的投资机会，第一类是由于新品开发、产能扩张和产品提价等导致业绩向好，且估值较低、调整较为充分的成长股；第二类是有定向增发计划的部分个股。第四季度建议重点关注科华生物、通策医疗、鱼跃医疗、马应龙、华润三九、益佰制药、仁和药业、海翔药业等个股。
- 风险提示：药价调控政策高出预期的风险；中药材等成本继续上升的风险；大盘系统性风险。

走势图



子行业

评级

化学药	同步大势
中药	同步大势
医疗器械	同步大势
生物制品	同步大势

重要公司

评级

科华生物	推荐
鱼跃医疗	推荐
通策医疗	推荐
马应龙	推荐
益佰制药	推荐
华润三九	推荐

分析师：周思立 联系人：刘林
执业证书编号：S0550511010003

TEL: (8621)6336 7000-254

FAX: (8621)6337 3209

Email: liulin@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

目录

1. 前三季度行情回顾	3
1.1. 医药板块在第三季度跑赢大势	3
1.2. 小盘概念股涨幅居前	3
1.3. 生物制品和部分大盘蓝筹股跌幅居前	4
2. 医药板块估值不具优势	6
3. “黑天鹅”频出，医药蓝筹很“受伤”	8
4. 政策性利好氛围短期难现	9
4.1. 药价调控政策基本符合预期	9
4.2. 基本药物制度推进缓慢	9
4.3. 今年有可能出台的政策	9
5. 短期难现成长性拐点	10
6. 化学原料药可关注部分维生素品种	11
6.1. 维生素领域：重点关注 VK3	11
6.2. 抗生素原料药：建议继续回避	13
7. 中药材价格有望进一步回落	14
8. 生物制品板块或有结构性投资机会	17
9. 投资建议	17
10. 风险提示	18

1.前三季度行情回顾

1.1.医药板块在第三季度跑赢大势

今年年初截至9月23日,申万医药生物指数的跌幅为18.77%,低于沪深300指数的14.67%的跌幅,小幅跑输大盘。申万医药生物指数在6月20日创出3862点的年内新低,随后快速反弹21%,远高于沪深300指数的10%的涨幅。但在7月18日创出近期4676点的高点后,申万医药生物指数跟随大盘震荡向下,调整幅度基本同步于大势。

从整个第三季度看,申万医药生物指数下跌4.97%,而沪深300指数下跌11.94%,医药板块在第三季度大幅跑赢大势,这基本符合我们在二季度末所做的医药板块“优于大势”行情判断。

图1：今年以来申万医药生物指数跑输沪深300指数



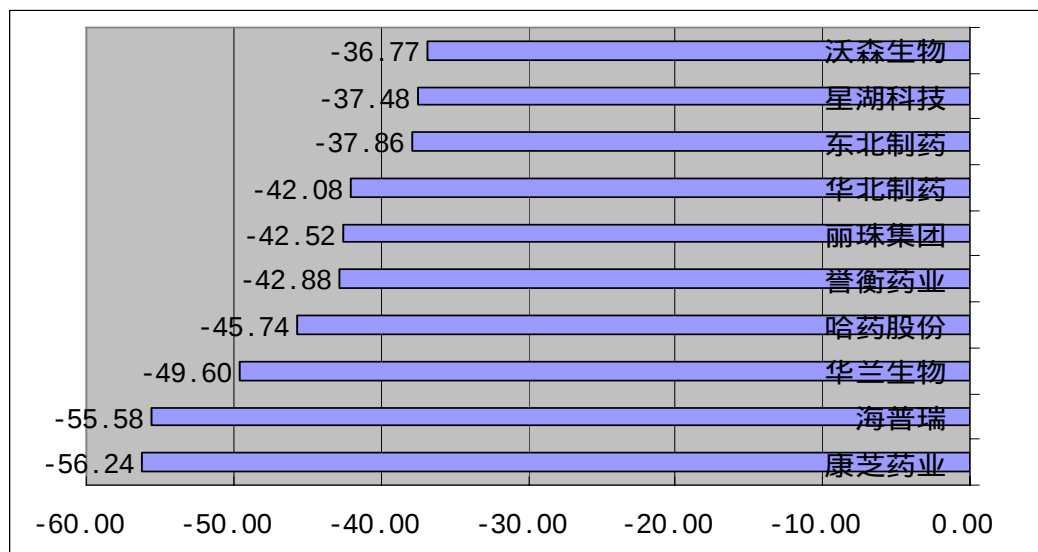
资料来源：WIND，东北证券

1.2.小盘概念股涨幅居前

从个股上看,从今年年初截至9月23日,跌幅最大的是康芝药业,累计跌幅为56.24%,跌幅居前的十只个股的跌幅均在36%以上。

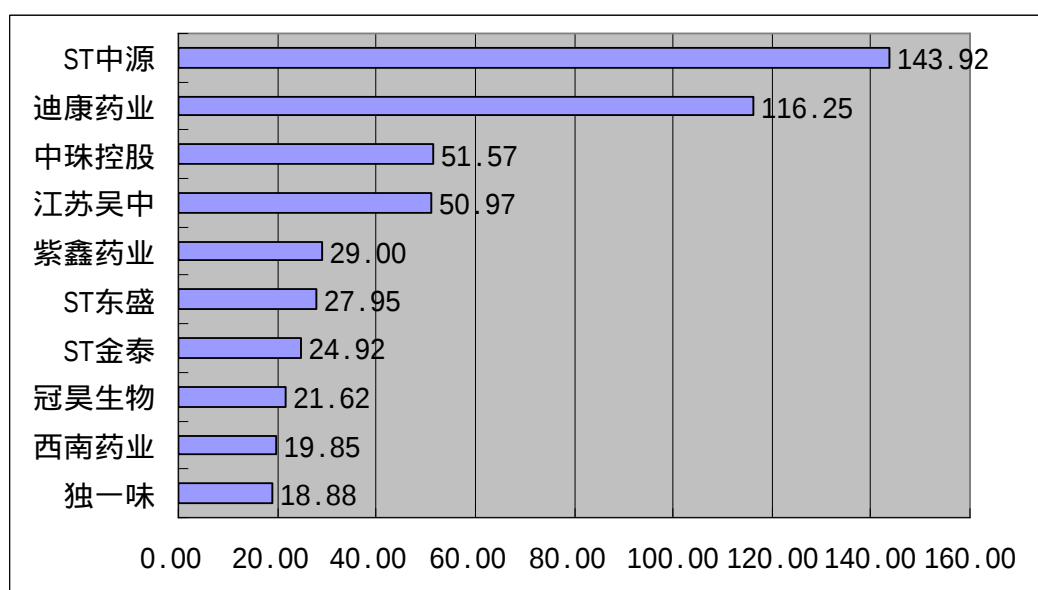
涨幅最大的10只股票中,主要为小盘股和概念股,ST中源涨幅最高,达到143.92%,其次是迪康药业和中珠控股,涨幅分别为116.25%和51.57%。小盘概念股的涨幅居前,表明市场流动性的紧张,同时表明调整还未进入尾期。

图 2：跌幅最大的十只个股



资料来源：WIND，东北证券

图 3：涨幅最高的十只个股



资料来源：WIND，东北证券

1.3.生物制品和部分大盘蓝筹股跌幅居前

截至 9 月 23 日，申万医药生物板块共有 30 只个股的市值在 100 亿元以上，其中超越板块跌幅的个股有上海医药、恒瑞医药、科伦药业、海普瑞、华润三九、复星医药、中恒集团、九州通、哈药股份、乐普医疗、华兰生物、双鹤药业、信立泰、智飞生物、华东医药、广州药业等 16 只个股。高市值个股大面积跑输板块，而这些优质蓝筹的估值大多已经位于合理区间，这就在一定程度上封闭了医药板块再次大幅下跌的空间。

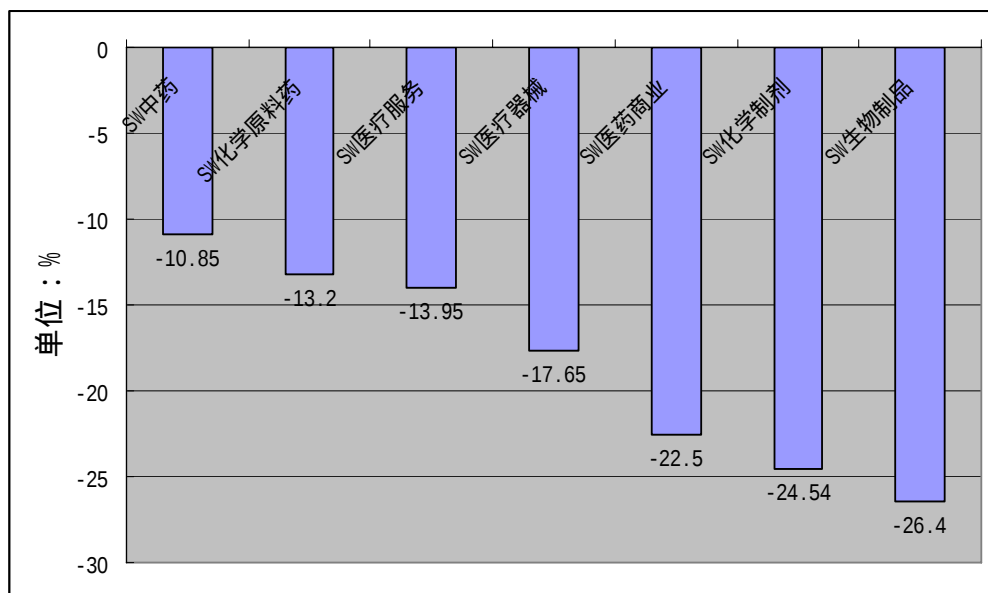
图 4：市值最大的 30 只医药股涨跌幅

公司名称	涨跌幅	市值（亿元）	公司名称	涨跌幅	市值（亿元）
云南白药	-2.65	408	九州通	-23.91	156
上海医药	-30.36	405	哈药股份	-45.74	147
恒瑞医药	-26.39	328	乐普医疗	-35.65	142
康美药业	-13.83	316	华兰生物	-49.60	139
科伦药业	-23.90	287	双鹤药业	-19.23	130
东阿阿胶	-15.90	279	双鹭药业	-16.07	125
海普瑞	-55.58	242	浙江医药	-13.29	124
天士力	1.80	211	信立泰	-24.11	123
同仁堂	10.08	195	智飞生物	-19.22	114
华润三九	-21.65	193	华东医药	-20.17	114
复星医药	-26.98	186	亿利能源	-3.55	111
新和成	1.73	183	广州药业	-34.41	110
海正药业	-9.17	183	鱼跃医疗	-15.21	109
以岭药业	-16.92	158	人福医药	-14.61	107
中恒集团	-19.24	156	紫鑫药业	29.00	106

资料来源：WIND，东北证券

从板块上看，医药所有的子板块都出现 10%以上的下跌，其中，中药、化学原料药和医疗服务板块的表现要优于大势，化学制剂和生物制品板块表现较差，均大幅跑输大势。化学制剂的大幅下跌主要是受到药品限价以及抗生素限用政策的影响，生物制品板块则是受到沃森生物、长春高新、海普瑞和华兰生物等大幅下跌的拖累。

图 5：医药各子板块表现迥异

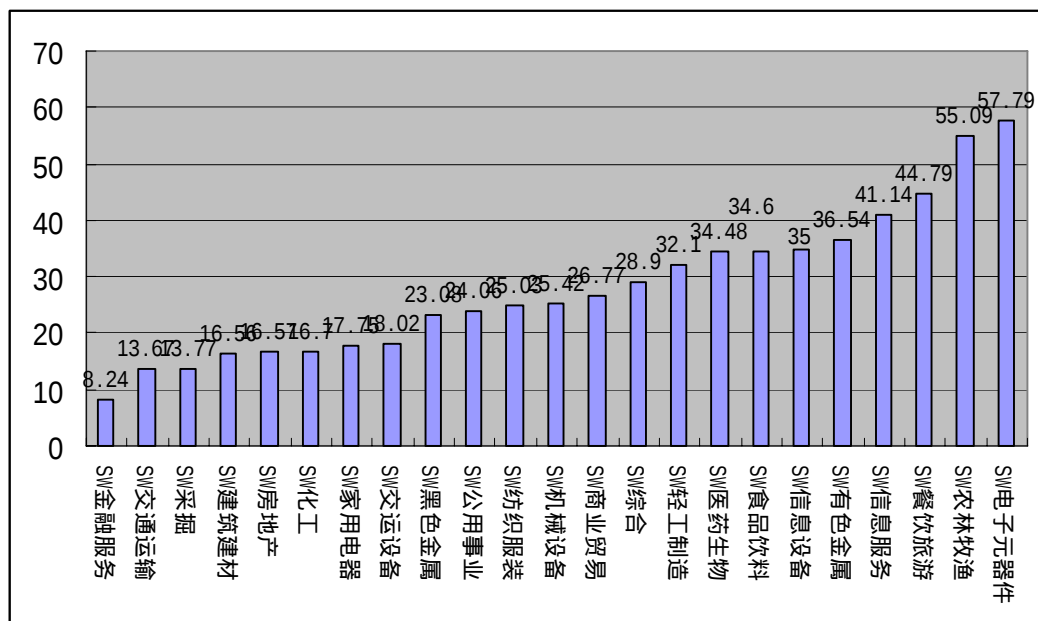


资料来源：WIND，东北证券

2.医药板块估值不具优势

从申万各个一级行业估值比较来看，医药生物指数的 PE（TTM、整体法）为 34.48 倍，在所有的一级子行业板块中排名第 7 位，比去年高点时的 50 倍 PE，已经大幅下降。和历史估值相比，虽然距离 2008 年 11 月最低的 22.55 倍的最低估值还有一定距离，但考虑到 2009 年第一季度医药板块的业绩增速已经降到 10% 左右，而现在至明年医药板块仍将有 20% 以上的净利润增速，因此从 PEG 角度看，当前医药板块的估值水平只能说略微偏高。

图 6：各一级行业板块的估值比较（TTM、整体法）

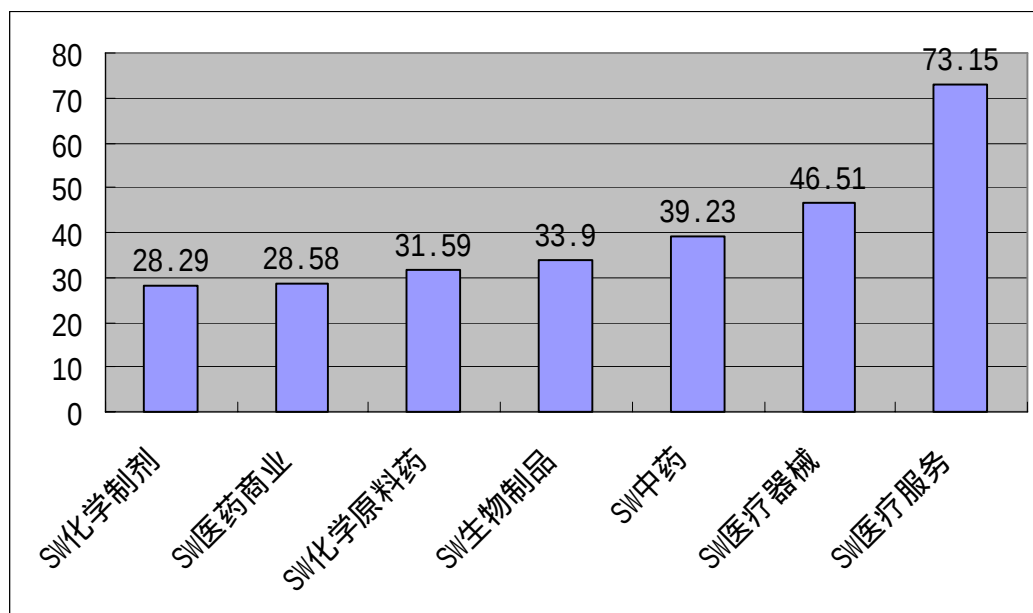


资料来源：WIND，东北证券

从子行业看，医疗服务板块估值仍然最高，但相比去年已经大幅降低，若仅从爱尔眼科和通策医疗这两个代表性个股来看，医疗服务板块目前的估值水平在 45 倍左右，相比于其良好的成长性，估值较为合理。化学原料药周期性相对较强，由于今年以来多数产品价格下降，影响了利润增长，因此板块估值较高。化学制剂经过大幅下跌后，估值已趋合理，业绩增速的放缓是其估值提升的最大阻力。生物制品板块由于是前两年的热点板块，虽然今年以来跌幅较深，但板块估值仍然偏高，创新性产品的获批仍是其估值提升的最大动力。

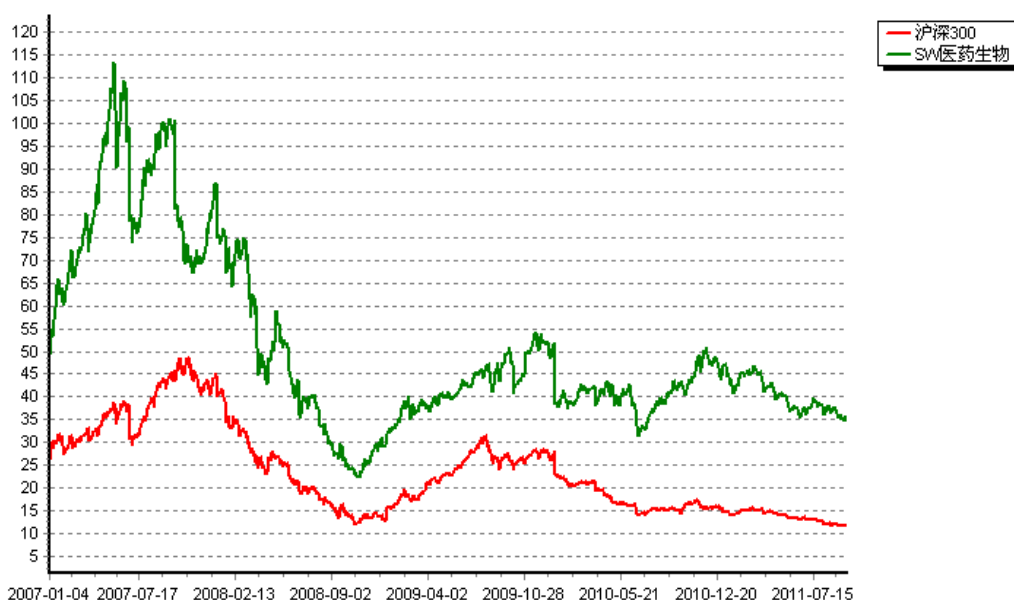
从估值溢价率看，截至 9 月 23 日，沪深 300 估值为 11.50 倍，申万医药生物指数估值为 34.48 倍，估值溢价率为 199.83%，溢价幅度有所扩大。沪深 300 的估值已经处于底部区域，再次大幅下降的几率不大，而医药板块整体今年业绩增速放缓已经基本确定，因此医药板块唯有继续调整方可缩小估值溢价率。

图 7：子行业板块估值比较



资料来源：WIND，东北证券

图 8：申万医药生物指数和沪深 300 的估值溢价率比较



资料来源：WIND，东北证券

3. “黑天鹅”频出，医药蓝筹很“受伤”

“黑天鹅”年年有，今年特别多。康芝药业、华兰生物、中恒集团、海普瑞和哈药股份等为医药板块的大市值蓝筹股和成长股，今年以来这些股票相继遭遇“黑天鹅”，或是业绩突降、或是主营药品被限用、或是地方政策限制等等，股价均在较短时间内出现大幅下跌，除了拖累医药指数整体下行外，还极大地影响了市场信心，市场对于医药板块的投资热情突降。

图 9：今年以来医药板块的“黑天鹅”事件

公司名称	影响股价的重大事件	股价表现
康芝药业	今年年初，关于儿童退烧药尼美舒利副作用的说法见诸各大媒体，国家药监局在今年 5 月 20 日下发通知，禁止尼美舒利用于 12 岁以下儿童，这直接导致公司主导药物瑞芝清（尼美舒利颗粒）推出儿童用药市场。2010 年，瑞芝清销售收入占到公司总收入的 70.65%，其中用于 12 岁以下儿童退热治疗占到销量的 75%。由于瑞芝清是公司的单一主打产品，产品的限用导致公司上半年净利润下降近 60%。	在 3 月份媒体大范围报导之后，康芝的股价开始大幅跳水，到 5 月下旬药监局禁用通知发出后方才见底，两个月时间股价接近腰斩，和历史最高价相比，最大跌幅达 63.6%。
华兰生物	7 月 13 日，公司公告称，贵州省卫生厅将调整贵州省单采血浆站设置规划，公司的贵州单采浆站将受影响。最终公司在贵州的 6 家单采浆站中的 5 家从 8 月 1 日起将不能采浆，占到公司现有 11 家单采浆站的 45%，给公司血液制品产业造成重创。	7 月 14 日当天放量大跌 8%，从 7 月 12 日到 8 月 8 日，股价最多下跌了近 40%。
紫鑫药业	7、8 月份，媒体和网络报道公司人参贸易造假，公司从 8 月 17 日起连续停牌，目前事件仍在调查中。	停牌前，股价在高位震荡。
海普瑞	一季报业绩变脸，同时预告上半年业绩下降 30 - 50%。	从 4 月 19 日连续 2 个跌停，两月跌幅过半。
中恒集团	8 月 23 日公告称，与步长的经销协议存在不确定性。9 月 1 日，公告称解除与步长的总经销协议。	8 月 22 日，放量跌停，随后继续大幅下跌，9 月 14 日的最低价和 8 月 3 日的历史最高价相比，短短一个多月内，最大跌幅接近 44%。
哈药股份	6 月初被曝光哈药总厂污染物超标排放，最终被黑龙江罚款 123 万元；9 月初又爆出纯中纯弱碱水溴酸盐超标和哈药六厂奢华装修事件。	股价迭创新低，和去年 11 月份的历史最高价相比，目前最大跌幅已经超过 55%。

资料来源：东北证券

4.政策性利好氛围短期难现

4.1. 药价调控政策基本符合预期

从药价调控上看，药价调控的力度基本符合市场预期。8月4日，国家发改委发布了“关于调整激素、调节内分泌类和神经系统类等药品价格及有关问题的通知”，对于单独定价和统一定价的相关品类药品的最高零售价格做相应调整。本次调控的平均降价幅度为14%，平均降价幅度小于之前两次的19%和21%。

我们预计年内国家还可能出台1~2个药价调控政策，从调控的力度上看，估计难以超过前三次的平均水平。其中，国家基本药物目录的部分品种有可能实行全国统一定价，定价的品种可能是30多个，将贯彻“质量优先、价格合理”的原则来定价。我们预计至多再有2个药价政策颁布后，本轮的药价调控政策就将步入尾声。对于企业来说，可以通过产品品种的调整、剂型的变化、规模的扩大等来消化药价变动所带来的销售影响，但还需要一定的时间来适应。

4.2. 基本药物制度推进缓慢

作为医改五大重点项目之一的基本药物制度，从2009年开始在全国基层医疗服务机构开始推行，至今已近三年。经过国家行政手段的强力推进，全国接近九成的政府办基层医疗卫生机构已经建立了基本药物制度，一半以上的省（区、市）实现了基本药物制度的全覆盖。和医改目标相比，实现全覆盖的省市数量远低于预期。除了全覆盖率不高外，国家基本药物制度在招标采购、零差率销售等环节也暴露了一些问题。

在招标环节，各地分别制定了各自的招标采购模式，大都比较注重价格上的比较，其中尤以“安徽模式”为甚。在各地的招标采购中，出现了品质较优的产品不能中标，“药价虚低”的现象。部分制药企业为了抢占基本药物市场，不惜以次充好，这就造成了药品质量安全的隐患。蜀中制药事件，给业界敲响了一记警钟。另外，部分以低价中标的企业，看重的是基本药物巨大采购量的承诺，希望能以量补价，但基层医疗对于基本药物使用热情不高，政府对于部分基本药物的采购量大大低于招标承诺，因而也打击了中标企业的供货热情。

在销售环节，由于基本药物实行“零差率”销售，基层医疗缺少了药物销售的利润，而部分地方政府补助又不足，导致基层医疗机构失去销售基本药物的热情。以率先实现基本药物全覆盖的安徽省为例，根据医药经济报的报道数据，2009年，安徽省基层医疗机构的基药的日均采购额为383万元，2010年上半年就下降为271万元。而从2010年9月1日至2011年4月1日，这半年的基药采购总额为4.45亿元，日均采购额为234万元，比2009年下降了39%。这半年中，全省基层医疗机构平均采购额为25万元，其中“零采购”或采购额不到1万元的有42家，占4.8%，采购额10万元以下的有357家，占21%。也就是说，实现全覆盖的安徽省，有四分之一以上没有全配基本药物。经济较为发达的浙江省，情况也类似。根据浙江省医药商业协会的调查，平均每家卫生院采购265个品规，占中标品规的30%，实际使用210个品规，占中标品规的30%。很多基层医疗机构为了满足患者需求，同时也为了增加收入，普遍采购和使用基药外药品。

4.3. 今年有可能出台的政策

除了基药统一定价政策外，今年还可能出台抗菌药物管理办法以及医药工业十二五规划。

8月3日，国务院法制办公室网站上挂出“抗菌药物临床应用管理办法（征求意见稿）”。

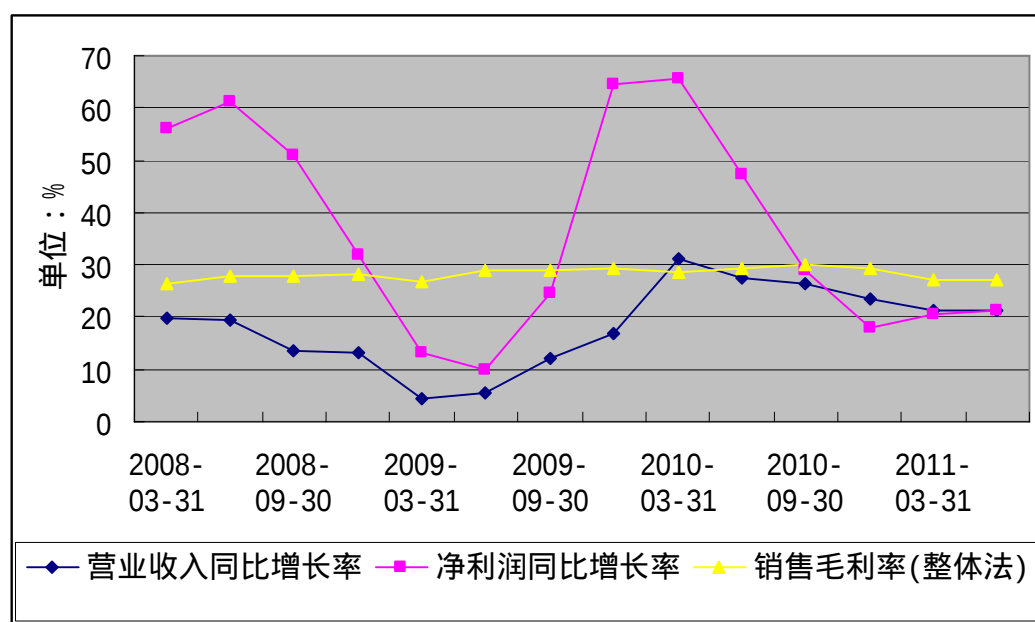
与之前的颁布不同，该“征求意见稿”有三大变化：1）提出抗菌药物分级管理目录由各省卫生行政部门制定，这就有效减弱了全国一刀切所带来的巨大冲击。2）虽然也将抗菌药物划分为非限制使用级、限制使用级和特殊使用级三类，但没有直接规定各级医疗机构应当使用的抗菌药物的品种数量，只是提出同一通用名称抗菌药物品种，注射剂型和口服剂型各不得超过2种，处方组成类同的复方制剂1-2种。这就为各地的政策制定留下了空间。3）去除了住院使用抗菌药物比率和门诊处方比比率的硬性规定，只是提出应当制定并严格控制门诊患者静脉输注使用抗菌药物比例。总体来看，新版本的征求意见稿对于抗生素产业的冲击要小于之前版本，给相关公司留下了一定的回旋余地。

由工信部牵头制定的“医药工业十二五规划”，已多次流传即将发布，但一直未正式公布，我们预计最晚在第四季度初会公布。该规划的公布，有利于新药研发型企业、仿制药出口型企业以及生物制药和医疗器械龙头企业的发展。短期内或能刺激医药板块形成一波小行情，但由于预期已较为充分，行情高度不应有太大期望。

5.短期难现成长性拐点

从成长性看，医药板块已经连续三个季度营收增速低于30%，净利润增速在20%左右。今年上半年，申万医药生物板块的营业收入同比增长率为21.13%，归属于上市公司股东净利润的同比增长率为21.17%，销售毛利率为27.21%。与第一季度相比，变化均不明显。由图可以看出，医药生物板块的营业收入和净利润的同比增速在去年第一季度达到顶峰，分别达到31.11%和65.77%，随后快速回落。由于基数原因，我们预计下半年的营收和净利增速或将略有回升，但可能仍在低位徘徊，短期内还看不到加速上涨趋势的形成。销售毛利率在连降三个季度后，终于在今年第二季度企稳，我们预计下半年毛利率可能继续略微走高，但波动幅度不会大。在政策没有松动的情况下，我们难以看到第四季度的业绩增速出现明显好转的迹象。

图10：申万医药生物板块营收、净利润和毛利率比较

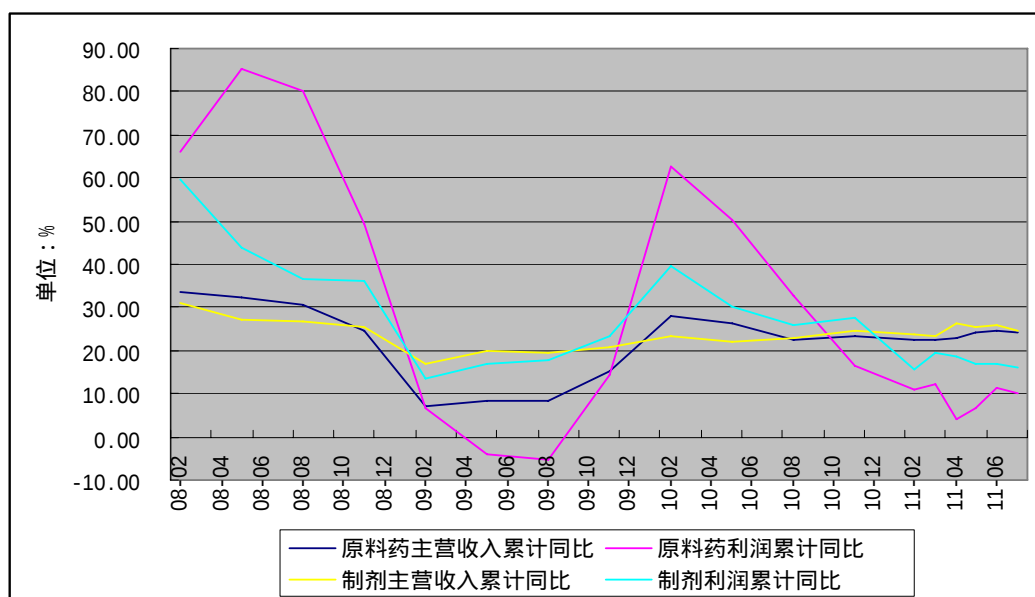


资料来源：WIND，东北证券

6.化学原料药可关注部分维生素品种

化学药的主营业务收入同比增速和利润总额同比增速在去年年初见顶，之后逐渐回落。根据国家统计局的数据，今年前 7 个月化学原料药的主营业务收入累计同比增长 24.23%，利润总额累计同比仅增长 9.9%；化学制剂药主营业务收入累计同比增长 24.48%，利润总额累计同比增长 16.09%。由于维生素原料药价格总体稳中有升，抗生素原料药价格降幅趋缓，下游需求稳定增长，我们预计第四季度化学原料药收入增速仍可能维持在 24% 左右，利润增速可能会有所回升。由于基数原因，化学制剂药的利润增速在逐月下滑，随着药价调控政策因素的逐渐显现，第四季度的利润情况仍不乐观。

图 11：化学药月度主营收入和利润累计同比增速



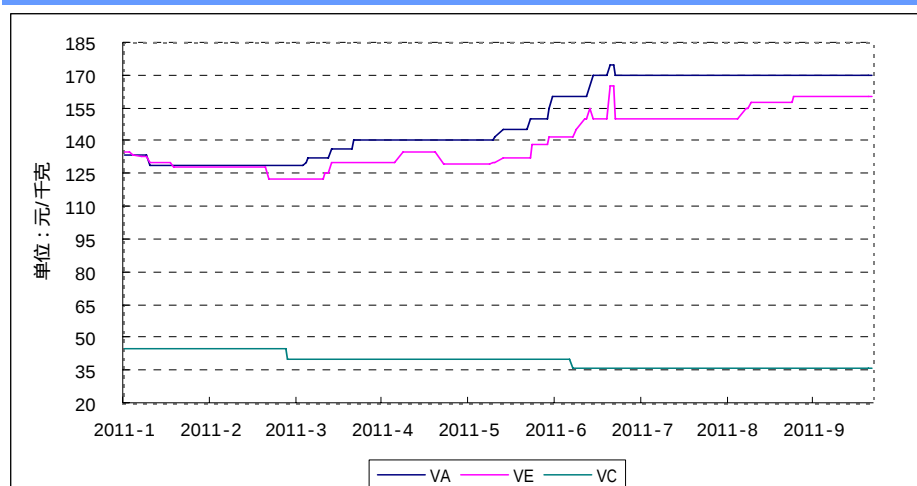
资料来源：WIND，东北证券

6.1.维生素领域：重点关注 VK3

今年截至目前，大部分维生素价格走势基本平稳，少数品种出现较大上涨。VC 在产能过剩严重的情况下，价格一路走低，从 6 月初起，就一直维持在 36 元/千克的历史最低价。由于工信部可能出台配额限产政策，东北制药定向增发失败，我们预计 VC 价格继续走低的几率不大，但在产能严重过剩的情况下，工信部政策若得不到严格执行，大幅反弹的几率也很小。VA 的价格从六月中旬起稳定在 170 元/千克的高位，VE 的价格在第三季度再次上涨，目前稳定在 160 元/千克的较高价位。

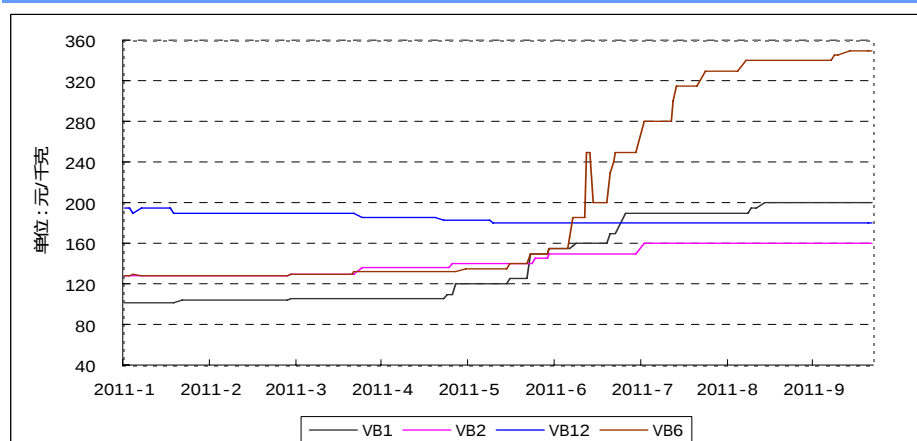
维生素 B 系列价格大都稳中有升，其中，VB6 的价格从 5 月下旬起快速上涨，9 月份起一直稳定在 350 元/千克的历史高位。生物素价格从 5 月初起快速上涨一倍有余，目前已经连续 3 月稳定在 170 元/千克的高位。8 月份曲靖铬污染事件被曝光，全球第二大 VK3 生产厂商陆良和平化工停产，从而造成供应紧张，VK3 价格开始大幅上涨，截至目前 VK3 价格已经上涨 150 元/千克，较 8 月初上涨了 50% 以上。VK3 价格的持续上涨，有利于兄弟科技等上市公司。

图 12：VA/VC/VE 价格走势



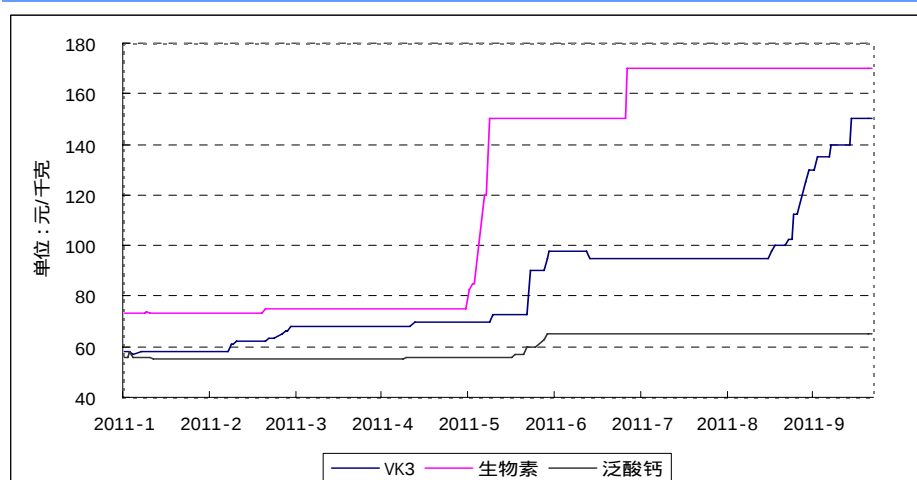
资料来源：WIND，东北证券

图 13：维生素 B 族价格走势



资料来源：WIND，东北证券

图 14：VK3、生物素和泛酸钙价格走势

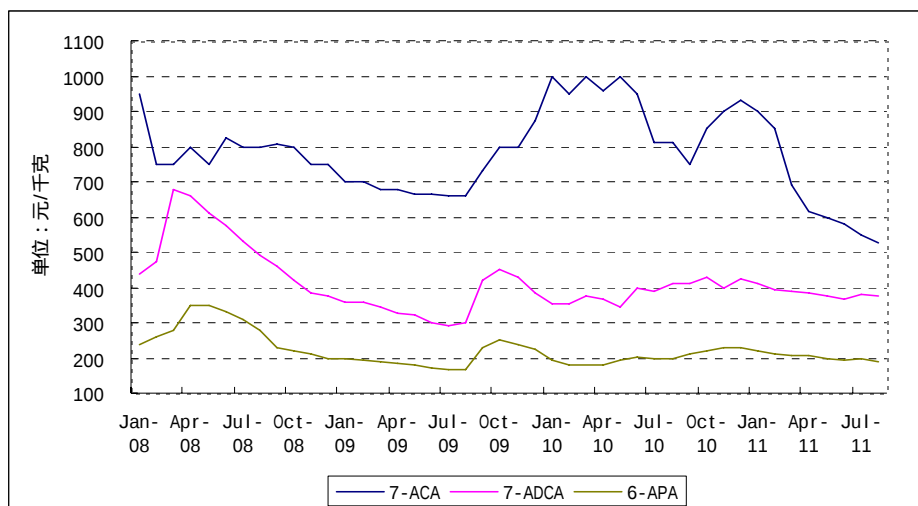


资料来源：WIND，东北证券

6.2. 抗生素原料药：建议继续回避

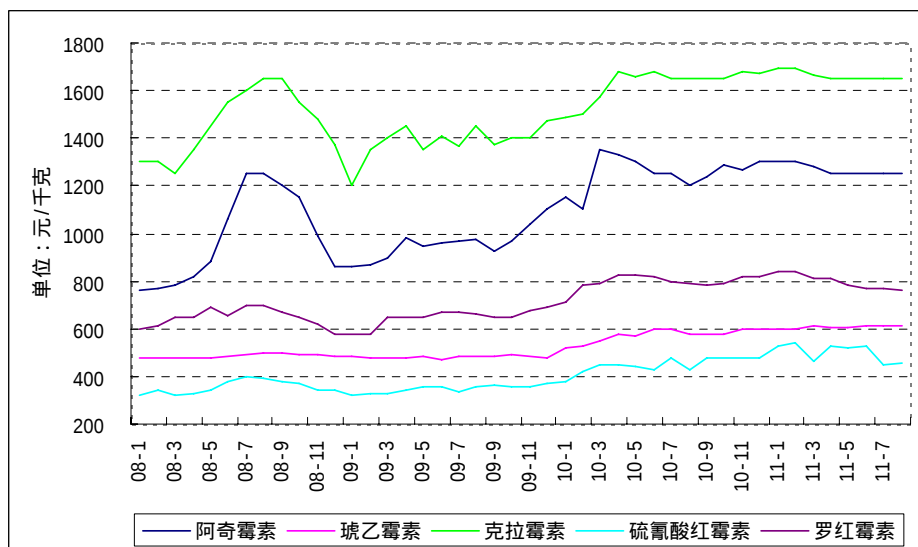
抗生素原料药产能过剩严重，预期中的抗菌药物管理办法压抑了需求的扩张，出于供需不平衡加剧的担忧，大部分抗生素原料药以及相关中间体的价格大都有所下降。其中，7-ACA 降幅最大，从年初的 930 元/千克下降到 525 元/千克。即便需求端受到的实际影响弱于预期，但供应端的大幅扩容，该类产品的价格仍难言乐观。

图 15：7-ACA 等抗生素中间体价格走势



资料来源：WIND，东北证券

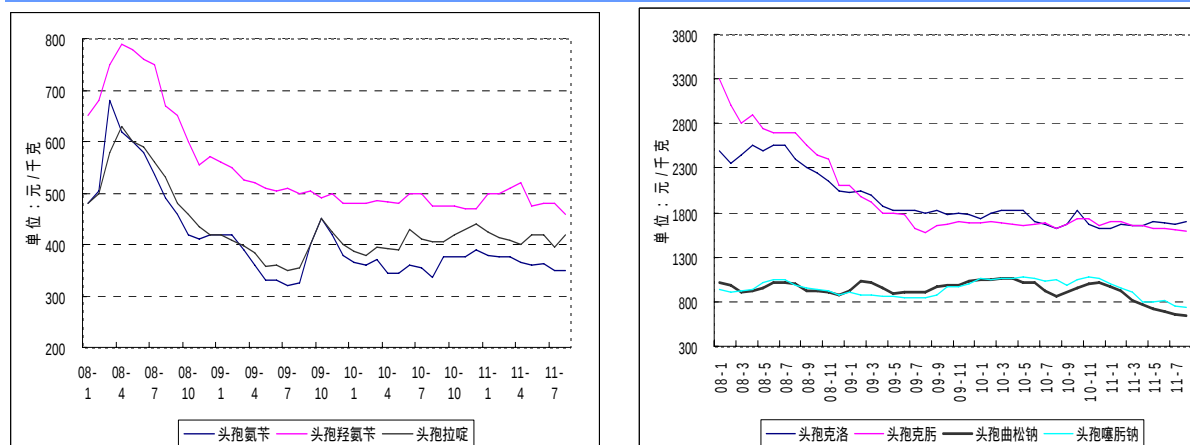
图 16：阿奇霉素、罗红霉素等价格走势



资料来源：WIND，东北证券

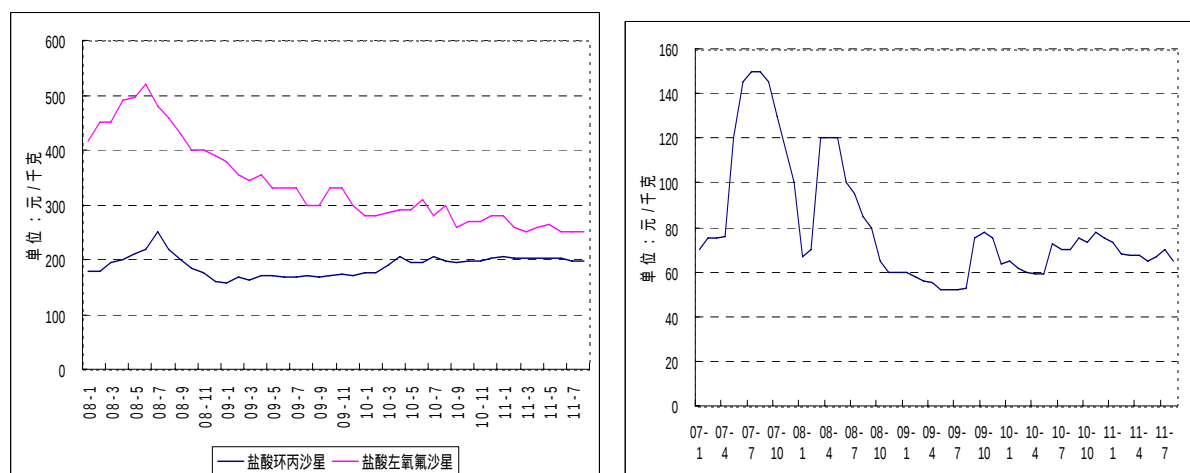
第三季度本应是抗生素原料药的旺季，但除了少数品种外，大多数头孢类原料药、喹诺酮类原料药以及青霉素工业盐等价格均出现了不同幅度的下降。在第三季度，上游基础化工材料、人工费用等成本有所上升，成本的上升未能传递到价格端，终端价格的下降反映了供需不平衡加剧的现状。

图 17：头孢类原料药价格稳中有降



资料来源：WIND，东北证券

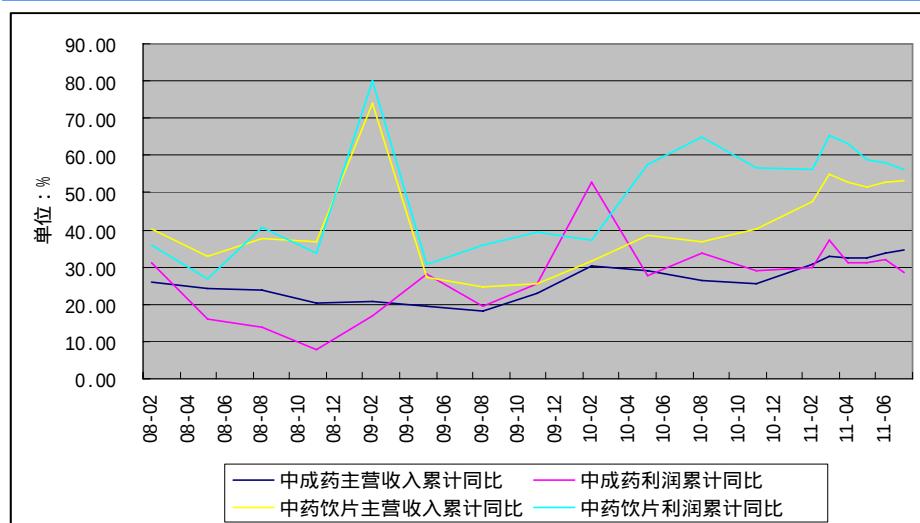
图 18：青霉素工业盐和喹诺酮类原料药价格走势平缓



资料来源：WIND，东北证券

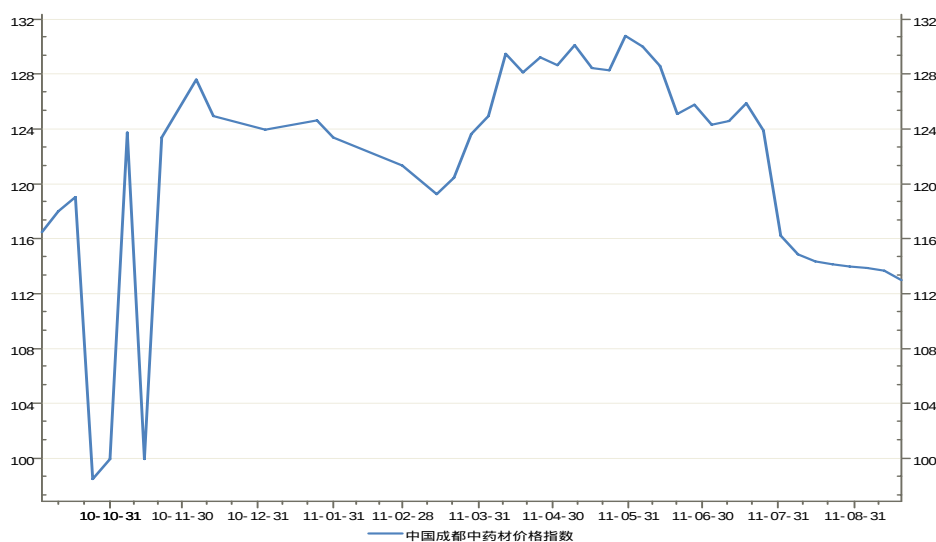
7. 中药材价格有望进一步回落

今年前 7 个月，中成药和中药饮片的主营收入累计同比增速仍然稳步上扬，利润总额未能实现同步增长。根据国家统计局的数据，7 月份，中成药制造业主营收入累计同比增长 34.62%，受限于上游中药材价格的上涨，利润总额累计同比仅增长 28.43%，大大低于收入增速；中药饮片则继续快速增长，营收和利润分别累计增长 53.15%和 56.45%，利润增速高于收入增速，可以看出中药饮片行业良好的提价能力，但我们也应该看出，中药饮片行业的利润和收入的增速差距已由年初的近 11%下降到 7 月份的 3%，企业对于提价更加慎重。

图 19：中药收入和利润月度累计同比增速

资料来源：WIND，东北证券

根据中国成都中药材价格指数，中药材价格在在第一季度未见顶，在第二季度稍作休整后，在第三季度出现一波较快的下跌。根据中药材天地网的数据，也可得出中药材价格在下降的结论。中药材价格若能进一步回落，有利于中药饮片和中成药企业利润率的提升。中药材品种繁杂，各个品种之间差异较大。由于中药材的应用面在扩大，很多日化消费品领域也在加大中药材的使用，而人力费用、化肥种籽费用等种植成本在上升，我们认为中药材资源长期来看价格会上升，但中短期内回调几率较大。

图 20：中国成都中药材价格指数

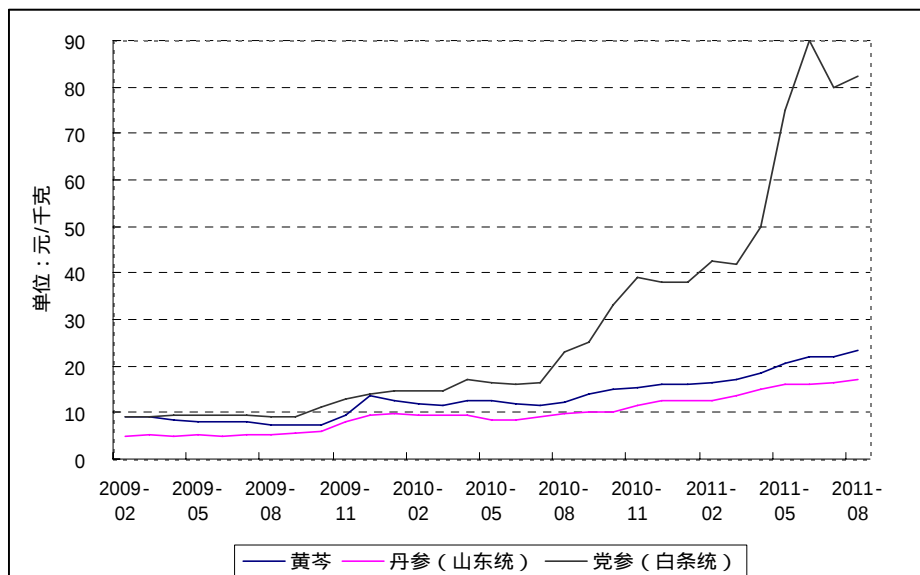
数据来源：Wind资讯

资料来源：WIND，东北证券

今年以来，丹参、党参和黄芩价格均有较大上涨。其中，党参在去年大涨两倍的基础上，今年再次大涨一倍以上，虽然 7 月份后价格有所回落，但目前仍处在历史高位。今年以来，主产地甘肃又出现干旱等恶劣气候，减产已定，由于党参为两至三年生药材，所以明年的供应估计仍将偏紧，高价有望维持。丹参和黄芩近年来价格稳步上扬，但仍

处于较合理范围，丹参和黄芩均为两至三年生品种，容易受气候影响造成减产，但由于产地范围较广，因此我们预计未来这两个品种的价格仍将稳步提高，但爆发式上涨的可能性不大。

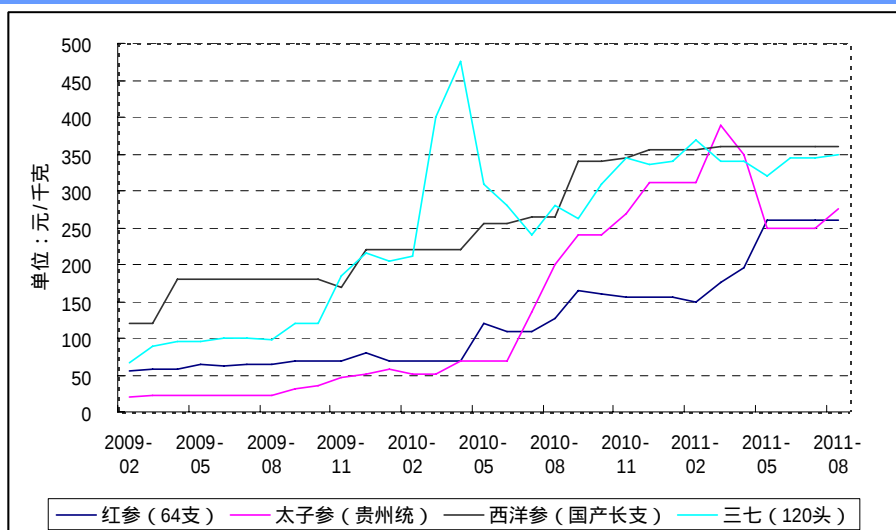
图 21：党参价格快速上涨



资料来源：WIND，东北证券

三七的价格在去年和前年曾大幅上涨，目前三七（120头）的价格基本稳定在350元/千克附近。由于三七为三年生品种，预计在2012年产量将有较大增加，价格或能出现松动，今年可能仍将在高位震荡。太子参在去年出现了一波凌厉的上涨，到今年4月份价格见顶，最高涨幅在8倍以上。今年6、7月份太子参价格出现较大回落，但随后由于新参产量降低，价格又有所回升，但太子参为一年生品种，且种植范围较广，预计再次大幅上涨的几率较小，明年有望出现较大回落。

图 22：太子参和三七价格仍在高位



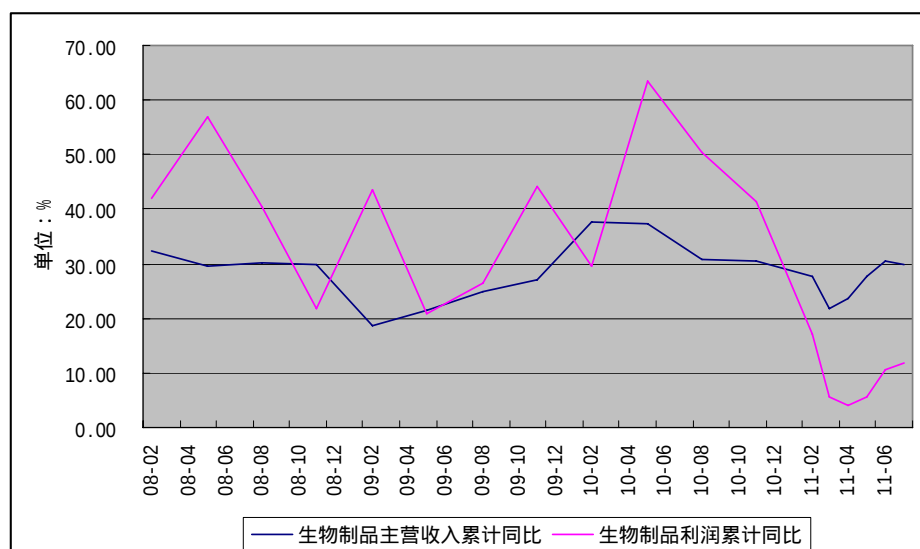
资料来源：WIND，东北证券

8.生物制品板块或有结构性投资机会

受累于海普瑞、华兰生物等高权重公司的大幅下跌，生物制品板块是医药板块中跌幅最大的一个子行业。贵州省在 8 月份宣布大规模关闭单采血浆站，关停后，全省采浆量将减少 600 吨以上，大幅下降近 80%，相当于全国血浆量地 15%以上。华兰生物受到的影响最大，华兰在贵州的采浆量占到公司的近六成，由于血液制品收入占到华兰生物上半年营收的 88.72%，采浆站的关停给公司带来重大打击。国内血液制品一直较为短缺，此处血浆供应的减少，将进一步加剧血液制品的短缺，血液制品的提价预期又被重新激发出来。血液制品若能提价，上海莱士、天坛生物等不受贵州浆站关停影响的企业将有所受益，结构性投资机会显现。

从行业成长性看，今年前 7 个月，生物制品收入累计增长 29.9%，利润总额累计增长 11.95%。利润增长低于收入增长的主要原因是，去年有高毛利的甲流疫苗的收入，而今年无此项。由于贵州单采血浆站数量的大幅削减，预计明年国内部分血液制品企业的收入或将出现下降，但对于今年的营收和利润影响不大。

图 23：生物制品月度主营收入和利润累计同比



资料来源：WIND，东北证券

9.投资建议

从成长性看，已经连续三个季度营收增速低于 30%，净利润增速在 20%左右。从政策面看，第四季度难有重大的利好性政策出台。在没有利好政策刺激的情况下，我们预计第四季度的利润增速仍可能维持在前三季度的水平，暂时还看不到拐点性向上的机会。

从估值上看，医药板块估值水平比年初已经大幅下降，但和 2008 年的 22.25 倍的历史底部相比，仍旧高出近 50%；和沪深 300 相比，估值溢价为 199.83%，在第三季度又有所扩大。由于沪深 300 的估值水平已经位于历史低位，再次大幅下降的几率较小，因此医药板块的估值进一步降低的可能性较大。

由于 2008 年年底至 2009 年初，医药板块的利润增速下降到 10%左右的较低水平，

而当前医药板块的利润增速可能将稳中有升，预计医药板块再次大幅下跌的几率也不大，但由于其依旧偏高的估值以及业绩增长的放缓，短期内也很难战胜大盘，因此我们给予医药行业第四季度“同步大势”的投资评级。

从板块上看，化学原料药板块可以继续关注 VK3、VE、VB 等维生素企业的交易性机遇，抗生素原料药建议继续回避；中药材的价格有望在第四季度继续回落，这就利好部分成本压力较大的中成药企业；贵州浆站的关停，给血液制品企业带来了结构性机会。

我们认为可以从两方面把握医药股的投资机会，第一类是由于新品开发、产能扩张和产品提价等导致业绩向好，且估值较低、调整较为充分的成长股；第二类是有定向增发计划的部分个股。第四季度建议重点关注科华生物、通策医疗、鱼跃医疗、马应龙、华润三九、益佰制药、仁和药业、海翔药业等个股。

10.风险提示

药价调控政策高出预期的风险；中药材等成本继续上升的风险；大盘系统性风险。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。