

医药行业 2011 年周报第四十七期：低，低，低！大盘艰难寻底，医药板块挣扎

生物医药研究小组

李项峰 证书编号：S0120511030002

联系人：郑一宁 zhengyn@tebon.com.cn 8621-68761616-8519

杨莹 yangying@tebon.com.cn 8621-68761616-8565

一周市场回顾:大盘艰难寻底，A股沦陷

大盘在上周周四（12月22日）又探得新低，2149.43点，这个新低是近32个月以来的新低。一晃间，A股已经走三年之久的熊途。整个市场悲观氛围浓厚，在大盘一次次击穿投资者的心理底线，谁也不敢说底部到了。过去几年我们国家经历了“发展不繁荣”的怪异局面，在对2012年经济增速下降的悲观预测下，明年的A股将何去何从，确实费思量。

上周A股又现整体沦陷。整个沪深300录得-2.03%的收益。SW医药生物跌幅超过大盘，涨跌幅为-3.19%。跌幅较深的有SW机械设备（-4.39%），SW有色金属（-4.21%），SW综合（-4.14%）；跌幅较浅的有SW公用事业（-1.82%），SW信息服务（-1.86%）。

表1 板块涨跌幅排行榜

板块	成份区间涨跌幅(算术平均)%	板块	成份区间涨跌幅(算术平均)%
SW 机械设备	-4.39	SW 农林牧渔	-3.29
SW 有色金属	-4.21	SW 金融服务	-3.20
SW 综合	-4.14	SW 医药生物	-3.19
SW 化工	-4.12	SW 食品饮料	-3.15
SW 纺织服装	-4.12	SW 黑色金属	-2.90
SW 家用电器	-3.64	SW 交通运输	-2.72
SW 采掘	-3.60	SW 轻工制造	-2.66
SW 房地产	-3.58	SW 餐饮旅游	-2.42
SW 信息设备	-3.43	SW 建筑建材	-2.31
SW 电子	-3.42	沪深300	-2.03
SW 交运设备	-3.36	SW 信息服务	-1.86
SW 商业贸易	-3.35	SW 公用事业	-1.82

资料来源：Wind，德邦研究

从医药子板块来看,跌幅较深的是 SW 化学原料药(-4.87%),SW 医疗器械(-4.30%),SW 中药(-3.08%)。跌幅较少的是 SW 生物制品(-2.02%), SW 医疗服务 (-2.44%), SW 化学制剂 (-2.93%)。和上上周的医药个子板块的涨跌幅相比,市场上还未形成明显的热点,还处于此涨彼跌的态势。

表 2 医药子板块涨跌幅排行榜

子板块	成份区间涨跌幅(算术平均) %
SW 生物制品	-2.02
SW 医疗服务	-2.44
SW 化学制剂	-2.93
SW 医药商业	-2.98
SW 中药	-3.08
SW 医疗器械	-4.30
SW 化学原料药	-4.87

资料来源: Wind, 德邦研究

在个股方面,表现较好的是鲁抗医药(9.94%),英特集团(9.34%),联环药业(8.90%),海王生物(6.62%),佐力药业(6.32%)等,跌幅较大的有华神集团(-21.88%),汉森制药(-17.00%),*ST 吉药(-13.71%),信立泰(-12.23%),桂林三金(-11.99%)等。

表 3 医药板块个股涨跌幅排行榜

证券代码	证券简称	区间涨跌幅%	证券代码	证券简称	区间涨跌幅%
000790.SZ	华神集团	-21.8750	600789.SH	鲁抗医药	9.9415
002412.SZ	汉森制药	-17.0008	000411.SZ	英特集团	9.3377
000545.SZ	*ST 吉药	-13.7134	600513.SH	联环药业	8.8962
002294.SZ	信立泰	-12.2348	000078.SZ	海王生物	6.6165
002275.SZ	桂林三金	-11.9887	300181.SZ	佐力药业	6.3230
002432.SZ	九安医疗	-11.4027	002166.SZ	莱茵生物	5.2229
600812.SH	华北制药	-11.2782	600222.SH	太龙药业	4.8780
600530.SH	交大昂立	-11.2418	600750.SH	江中药业	3.9700
600771.SH	ST 东盛	-10.2394	600976.SH	武汉健民	3.6398
300261.SZ	雅本化学	-10.1847	600535.SH	天士力	3.0217

资料来源: Wind, 德邦研究

点评:

越到年关，悲观气氛越来越浓，大盘丝毫未见起色，简直窒息的让人直想逃，于是想起了杨白劳。大家对明年经济下滑的预期，让整个股市难以找到上涨的动力，正如我们前几周周报上写的，任何利好市场都已经麻木，如果没有实质性利好，市场将选择“一日游”。

医药板块的走势也让人纠结。整个板块走势也一直萎靡。萎靡的现在或许正是我们为辉煌的将来进行寻找的时刻，因此我们在寻找处在经营拐点的公司。

从个股涨跌幅榜来看，上周受到香港禽流感的影响，一些抗生素企业如鲁抗医药，联环药业，海王生物，莱茵生物等和流感相关的概念股又一定的涨幅。佐力药业的药品价格上调，引发了个股的上涨。江中药业上周取得了较好的涨幅，据公司高官介绍，公司的参灵草的销售好于市场预期，但是去年机构认购个增发股，将于下周解禁，存在一定的抛售压力。

在跌幅榜上的个股都是上上周涨幅靠前的个股，这说明整个板块没有形成持续的热点，资金长线持有的意愿也不强，整个板块的弱势格局难改。在跌幅榜中的华北制药，我们在上周出了一篇深度报告，不作为买入推荐，但我们认为华北制药正处于转型，公司的经营业绩具有较大的弹性，在弱势市场，大家可以开始关注起来。

下周市场展望：大盘继续纠结，稳健将是医药板块很长一段时间基调

现在整个大盘确实让人找不到方向。虽然各大券商都出了明年的宏观策略报告，主流认为大盘的震荡空间在 2200-3000 之间，我们宏观策略组更为悲观一些，看在 1900-2700。不管怎样，不太乐观的预期是整个市场预测的主基调。当然也不排除，市场给我们带来的惊喜。

医药板块同样让我们纠结，一个是长期的刚需支持了医药行业的长期利好，另一方面，医药的增长需要靠政府的投入来拉动，明年政府对医药的投入力度和医药政策直接影响整个行业的增长和繁荣。

因此对于整个板块的投资策略，我们还是保持以前的观点，稳健是第一位的，任何大白马下跌都是买入的机会。

我们维持以前的判断，尽量避免有可能受到价格管制的板块，即医疗服务和医疗器械板块。这两个板块可以独立于其它子板块，可以保证较高的毛利率。通策医疗，爱尔眼科作为医疗服务的先行者一方面可以享受政策的扶持，一方面具有先入者优势，值得长期关注。

从稳健的角度来讲，云南白药，片仔癀和东阿阿胶这种具有市场强势地位的个股。

从产业政策来讲，生物疫苗行业值得关注。国家疫苗规划的通过可能会为疫苗生产企业打开更为广阔的生存空间。另外，今年上半年疫苗行业整体批签发不正常影响了疫苗行业的发展，或许今年的低增长为明年

的高增长埋下了伏笔。

华北制药调研报告：

投资要点：

日前，调研华北制药，感受到了公司的“变”，既有管理层的“图变”和“谋变”，也有员工的“改变”，华药厚重的历史，获许“变”将带来一段时间的阵痛，但不经历风雨怎见彩虹。对于华药“变”的结果，我们拭目以待，我们把我们的观察整理成文，让关注者一同期待！以此为引。公司的业绩目前受制于维生素的价格和抗生素的使用，我们在文中具体分析了他们的价格拐点和走势，对于白蛋白项目的盈利状况也进行了详细分析。由于不确定性因素较多，供参考。

- 公司目前经营状况已达冰点。华北制药目前是以维生素和原料药为主的生产企业。公司由于受到维生素 C 价格低迷和国内抗感染药物限用政策的影响，业绩出现较大的下滑。
- 公司经营可能会出现拐点。我们判断维生素C的价格在2012年下半年有可能出现拐点。维生素C价格的提高直接会增厚公司收益。抗感染药物的限用冲击市场但同时也提高了行业的集中度。公司积极参与招标，依据强大的实力，先圈地再耕地，保住市场份额，挺过寒冬，极有可能成为“剩者”和“胜者”，享受行业集中度提高带来的收益。
- 公司估值存在提升空间。公司的战略目标是从原料药往制剂，生物制药转型。公司原来原料药和制剂的销售比例为7：3，今后要成为3：7。公司具有大量的优势品种，今后将在心血管，抗肿瘤，精神抑郁，免疫制剂，生物制剂五大领域发力。同时公司优异的产品质量和硬件设施为公司承接国际药品生产转移提供了强大的支撑。如果转型成功公司的估值将从原料药转变为制剂甚至生物制药的估值。
- 公司明年主要亮点是基因重组人血白蛋白。公司药用辅料级基因重组人血白蛋白已经拿到临床批件，正在做临床，估计明年即将投产。我们估算如果公司先试产6吨，将增厚公司EPS约0.10元，满产增厚EPS约0.27元。公司明年抗老年痴呆类产品参乌胶囊也可能面世，中药领域新产品，可以自主定价。
- 大股东支持和整体上市预期。公司提交非公开增发预案向大股东募集资金约30个亿，其中22个亿用来偿还公司的债务。如果公司的非公开增发获批，公司的资产负债率将从88%左右降至62.38%（截至6月末数据），这一方面提高了大股东的控股比例，另一方面为公司的市场融资扫除障碍。同时也有利于减少财务费用，实现集团医药资产的整体上市，消除同业竞争问题。
- 目前公司股价已经低于拟向大股东的增发价格8.53元，有安全边际。（截至2011/11/22收盘价）。
- 风险提示：1、公司的战略转变慢于我们预期；2、公司的白蛋白产品临床如数据不佳，不能及时投产的风险；3、明年维生素C价格继续低位和抗生素价格持续低位的风险；4、公司产品的研发和临床试验存在失败的风险。5、公司的管理和营销战略能否顺利实施，有待市场检验。

- 盈利预测及估值分析：公司 2011-2013 年营业收入分别为 134.89，165.61 和 201.07 亿元；公司净利润分别为 3.00（计土地收入），2.52 和 3.58 亿元；摊薄后每股收益分别为 0.292，0.245 和 0.348 元。考虑公司白蛋白项目明年能顺利投产，提升公司估值。

风险提示：医药大幅降价风险，国外经济环境波动的影响，人民币大幅升值对原料药企业的影响

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive：预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line：预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious：预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy：预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform：预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性 – Neutral：预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%
减持 – Sell：预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作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作出任何形式的担保。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前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。