

生物医药行业 行业报告

2012年1月报

评级：推荐

稳健至上，寻找稳定增长预期

重点推荐公司 评级

智飞生物	买入
东阿阿胶	买入
千金药业	买入
康美药业	买入
恒瑞医药	增持
片仔癀	增持

医药板块相对表现



相关研究

《医药投资关键词：资源，营销，创新》，2011.10.12
《不悲观，不放弃，精选个股》，2011.6.24
《惨淡中寻找生机》，2011.12.20

生物医药研究小组

李项峰
证书编号 S0120511030002

联系人
郑一宁
8621-68761616-8519
zhengyn@tebon.com.cn
杨莹
8621-68761616-8565
yangying@tebon.com.cn
德邦证券有限责任公司
上海市福山路500号城建国际
中心26楼

<http://www.tebon.com.cn>

观点概览：

- **1月份市场策略——稳健为上：**1月作为2012的开头月，具有承上启下的意义。回首2011，实在让人不忍。号称进可攻退可守的医药板块，在2011年攻守均失。我们一直认为我国的医药是一个相对封闭的体系。除了原料药具有出口能力以外，其余的药品和医疗服务对象均在国内，因此内需是我国医药板块成长的源动力。在动荡的市场里，我们认为能够抵抗动荡的就是能够预测的稳定增长。
- **投资组合推荐：**在稳健为上的指导思想下，我们精选了具有稳定增长预期的个股。我们将A股市场的医药企业划为三类：**资源型**、**营销型**和**创新型企业**。其中资源型企业的确确定性最强，因为资源为王。这类企业有药中三宝：**云南白药**、**东阿阿胶**、**片仔癀**，再加一个新贵就是**康美药业**，营销型的公司我们一直十分欣赏**智飞生物**和**千金药业**，创新型的公司我们看好**恒瑞医药**和**天士力**。
- **上月组合表现：**12月份沪深300跌幅为-6.97%，SW医药生物指数跌幅为-13.98%，德邦医药股票池跑赢行业指数4.93个百分点。
- **政策频发促进行业发展：**财政部长提高**新农合人均医保补助至240元**，新农合人均医保标准从原来的200元提高到240元，提高幅度达到20%，虽然与之前大家普遍的预期300元有一定的差距，但是政府提高补助的趋势不会改变，对于提高农村人口医疗需求，完善国民医疗保险体系起着重要的作用。

卫生部长陈竺提出**血液制品倍增计划**，“十二五”期间血液制品供应量比“十一五”末增加一倍，利好国内血液制品的龙头企业，如华兰生物、上海莱士和天坛生物等。

发改委等7部委联合发布**疫苗供应体系建设规划**，重点支持一类疫苗，着力解决一类疫苗产能不足、生产线单一等问题，提高一类疫苗接种率，合理调整价格。新品研发方面，重点提出**手足口病疫苗**等6种新疫苗研发，加快研制和开发新疫苗品种。

发改委发布**药品差比价规则**，主要为了规避药价我们认为该文件的出台主要是针对创新性不强的药品却披批着“新产品”和“创新”标签来要取高溢价的现象推出的。从文件内容上看，我们判断对于一些创新性不强的药企会有较大冲击，同时对于注射液生产企业包括中药注射液企业和大输液生产企业也冲击较大。但真正的冲击结果要看文件执行情况。

- **风险提示：**1、国内外经济环境的恶化带来的系统性风险；2、医药行业政策压力的风险，新的更加严厉的政策出台将严重影响医药实体经济的运行。

月度重点推荐股票池

所属行业	证券代码	公司名称	EPS (摊薄)			PE			收盘价 (元)	投资评级
			11E	12E	13E	11E	12E	13E		
化学制药	600276.SH	恒瑞医药	0.82	1.08	1.31	32	25	20	26.55	增持
生物制品II	300122.SZ	智飞生物	0.73	0.94	1.24	36	28	21	26.00	买入
中药II	000423.SZ	东阿阿胶	1.32	1.76	2.42	30	23	16	39.90	买入
中药II	600479.SH	千金药业	0.31	0.48	0.71	32	21	14	10.07	买入
中药II	600518.SH	康美药业	0.55	0.61	0.83	20	18	14	11.22	买入
中药II	600436.SH	片仔癀	1.82	2.34	2.96	39	30	24	70.08	增持

收盘价截止日期：2012.1.6

正文目录

1. 1 月市场策略：稳健为上	3
2. 德邦医药 1 月投资组合	4
3. 医药行业资讯概览.....	5
3.1. 行业政策动向及简评	5
3.2. 主要关注的上市公司 12 月份公告.....	6
4. 市场表现小结——总体惨淡，医药跑输大盘	7
5. 本月完成报告简述.....	8
6. 风险提示	9

图表目录

图表 1: 医药板块 PE (时间截止 2012/01/06。剔除负值)	3
图表 2: 2007-2012 医药板块 PE (TTM 整体法)	3
图表 3: 2007-2012 医药板块 PE (预测整体法)	3
图表 4: 德邦医药 1 月投资组合推荐	4
图表 5: 德邦医药股票池 12 月市场表现	5
图表 6: 2011 年 12 月申万一级行业涨跌幅	8
图表 7: 2011 年 12 月申万医药二级行业涨跌幅	8
图表 8: 12 月份完成报告概览	8

1. 1 月市场策略：稳健为上

1 月作为 2012 的开头月，具有承上启下的意义。回首 2011，实在让人不忍。医药板块一扫 2010 的雄风，熊风弥漫，原来号称既可进攻也可防守的医药，在 2011，攻守均失。我们不仅要问医药怎么了？

从医药板块的估值来看，医药板块的估值根据 2012 年的 wind 盈利预测已经有了大幅度的下降，整体板块采用预测市盈率法已经达到 18X 左右，市盈率最高的是医药服务板块，为 34X 左右。

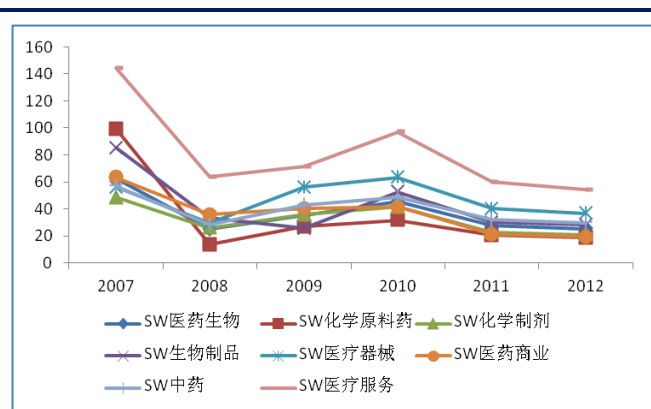
图表 1：医药板块 PE（时间截止 2012/01/06。剔除负值）

板块名称	市盈率 (TTM, 整体法)	预测市盈率 (整体法)
SW 医药生物	25.44	17.79
SW 化学原料药	18.65	12.31
SW 化学制剂	20.98	15.50
SW 生物制品	28.34	22.53
SW 医疗器械	36.84	17.81
SW 医药商业	19.26	15.84
SW 中药	29.80	19.92
SW 医疗服务	54.35	34.11

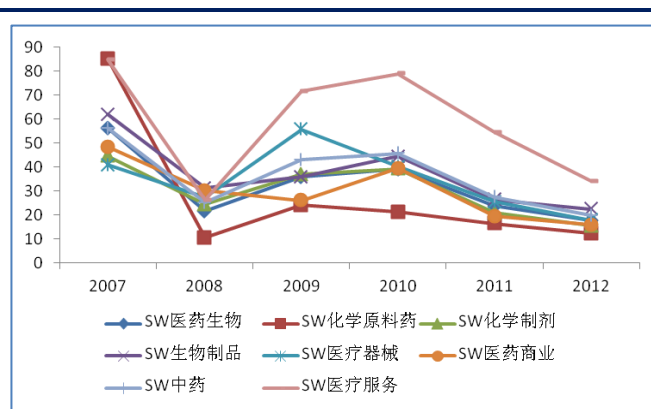
资料来源：wind 资讯，德邦证券研究所

从历史数据来看，不管是 TTM 整体法和预测市盈率法，目前医药板块除了医疗服务板块以外，其余都和 2008 年的最低估值相近。如果从估值角度和总结历史规律角度上来说，2012 年医药板块具有投资价值，这个结论我们认为的有点草率。因为毕竟 2012 年的环境和 2009 年的环境发生了变化，不管是宏观经济环境还是医药行业环境，目前已经是世易时移。

图表 2：2007-2012 医药板块 PE（TTM 整体法）



图表 3：2007-2012 医药板块 PE（预测整体法）



截止日期：2011.12.31

资料来源：wind，德邦证券研究所

首先从宏观环境来讲，08 年的金融危机国家拿出 4 万亿来刺激经济，整个宏观环境被扭曲“向好”。同时 2009 年是医改启动年，国家 8500 万亿的医改投入刺激了整个行业，因此不管是从宏观环境和行业环境来说，医药板块无疑具备了天时地利和人和。将目光从过往历史上收回，站在 2012 年年头展望一年的未来，我们估计看不到国家再次投入 4 万亿来救经济同时也不知道要进入深水区的医改将何去何从，但有一点我们很肯定，就是药价的下降将是一个常态。因此对于 2012 年的医药板块我们保持谨慎，至少是目前，虽然用望远镜看我国的医药行业充满阳光。

我们一直认为我国的医药是一个相对封闭的体系。除了原料药具有出口能力以外，其余的药品和医疗服务对象均在国内，因此内需是我国医药板块成长的源动力，而国内内需消费的引导需要国家投入的配套，即国家医保和新农合覆盖的深度和广度。如果国家医保投入的不够直接影响医药行业的增长。目前国家正在努力地通过控药价来使有限的投入有更广的覆盖率，控药价的政策一个是促进行业集中度的提高，另一方面在一定时间必然是削减了医药企业的效益，除非企业能用量来补价。

上面的论述或许有些悲观，当然在 A 股市场还存在能够有持续增长的企业。在动荡的市场里，我们认为能够抵抗动荡的就是能够预测的稳定增长。我们将 A 股市场的医药企业划为三类：资源型，营销型和创新型企业。其中资源型企业的确定性最强，因为资源为王。这类企业有药中三宝：云南白药，东阿阿胶，片仔癀，再加一个新贵就是康美药业，营销型的公司我们一直十分欣赏智飞生物和千金药业，创新型的公司我们看好恒瑞和天士力。

除此之外，选择远离有降价风险的板块也属明智。医疗器械和医药服务板块值得关注，因为处于幼稚期往成长期转变的行业最容易出现黑马。

2. 德邦医药 1 月投资组合

图表 4：德邦医药 1 月投资组合推荐

所属行业	证券代码	公司名称	EPS（摊薄）			PE			收盘价 （元）	投资评级
			11E	12E	13E	11E	12E	13E		
化学制药	600276.SH	恒瑞医药	0.82	1.08	1.31	32	25	20	26.55	增持
生物制品 II	300122.SZ	智飞生物	0.73	0.94	1.24	36	28	21	26.00	买入
中药 II	000423.SZ	东阿阿胶	1.32	1.76	2.42	30	23	16	39.90	买入
中药 II	600479.SH	千金药业	0.31	0.48	0.71	32	21	14	10.07	买入
中药 II	600518.SH	康美药业	0.55	0.61	0.83	20	18	14	11.22	买入
中药 II	600436.SH	片仔癀	1.82	2.34	2.96	39	30	24	70.08	增持

资料来源：wind 资讯，德邦证券研究所

图表 5：德邦医药股票池 12 月市场表现

股票代码	股票名称	区间涨跌幅	沪深 300 区间涨跌幅	跑赢沪深 300 指数	行业指数区间涨跌幅	跑赢行业指数
000423.SZ	东阿阿胶	-12.33%	-6.97%	-5.36%	-13.98%	1.66%
000538.SZ	云南白药	-13.23%		-6.26%		0.76%
002589.SZ	瑞康医药	-9.76%		-2.79%		4.23%
300122.SZ	智飞生物	-7.16%		-0.19%		6.82%
300216.SZ	千山药机	-7.17%		-0.20%		6.81%
600276.SH	恒瑞医药	-4.91%		2.06%		9.07%
600479.SH	千金药业	-9.60%		-2.63%		4.39%
600518.SH	康美药业	-18.64%		-11.67%		-4.65%
600587.SH	新华医疗	1.33%		8.30%		15.31%
	股票池综合	-9.05%	-6.97%	-2.08%	-13.98%	4.93%

资料来源：wind 资讯，德邦证券研究所

3. 医药行业资讯概览

3.1. 行业政策动向及简评

- **发改委发布药品差比价规则：**2011 年 12 月 1 日，国家发改委发布了《药品差比价规则》，规定了药品因剂型、规格或包装等不同而形成的价格之间的差额或比值，具体包括剂型差比价、规格差比价和包装差比价等。

简评：我们判断此次文件的出台主要是规避“创新价值不高但药价颇高”的情况在现实招标过程中的出现，如同种药品认定范围的扩大，这对于只是简单改变药品化学结构的生产企业不利。同时对于注射液企业可能会产生影响。如粉针类注射液的加价幅度减小，普通粉针不加价，冻干粉针，溶媒结晶粉针加价幅度从原来的 3 元降为 2.5 元。中药注射液企业可能受到的影响会更大，因为按我们理解此次版本中药注射液企业已经不属于“例外”。

我们认为该文件的出台主要是针对创新性不强的药品却披批着“新产品”和“创新”标签来要取高溢价的现象推出的。从文件内容上看，我们判断对于一些创新性不强的药企会有较大冲击，同时对于注射液生产企业包括中药注射液企业和大输液生产企业也冲击较大。但真正的冲击结果要看文件执行情况。

- **提高新农合人均医保补助至 240 元：**2011 年 12 月 25 日，财部长谢旭人在全国财政工作会议上表示，明年“新农合”和城镇居民基本医疗保险的财政补助标准将提高到年人均 240 元。

简评：新农合人均医保标准从原来的 200 元提高到 240 元，提高幅度达到 20%，虽然与之前大家普遍的预期 300 元有一定的差距，但是政府提高补助的趋势不会改变。

根据卫生部统计数据，2009 年全国人均卫生总费用为 1314.3 元，农村人均费用 562 元，240 的医保费用只占 09 年农村人均卫生费用的 50%左右，同年的出院病人人均医药费用达到 5856 元，医药费用还在以每年 9%-10%的增长率在增加。新医改三年，全国参保人数已达到 12.95 亿，人口覆盖率达 95%，尽管从覆盖率上看，取得了很大的成果，但是从新农合医保费用来看，还远远不足。医保支付一直是大家关注的焦点问题之一，现在主要执行的按项目付费方式存在很多问题，医疗服务提供过度、成本控制意识差，导致医患关系紧张、老百姓看病贵等问题。国际上支付方式还包括总额预付制、按病种付费、按人头付费和工资制等，国内一些医院已经试行按病种付费和临床路径的推广，具体的改革成效也许还有待时间的检验，但是我们认为这至少是对改革的一种尝试，考虑中国的特殊国情，城镇职工、城镇居民和新农合这三种不同人群的特征，未来将几种付费方式结合起来可能是不错的选择。

- **提出血液制品倍增计划：**卫生部部长陈竺在 2011 年 12 月 25 日出席北京某论坛时提出“血液制品倍增计划”，即是要“十二五”期间血液制品供应量比“十一五”末增加一倍。

简评：国内的血液制品一直处于供不应求的短缺状态，2011 年 7 月份贵州关停 16 家单采血浆站，更是造成了市场上血液制品的缺乏。贵州省是国内的血源大省，原来有 20 家单采血浆站，是全国各省市中最多的。据有关报道，治疗乙型血友病的必需药凝血酶原复合物近日在全国范围内断货，后来经卫生部紧急调拨后该药断货局面得以缓解。此前治疗白血病的药物白舒非也全国断货。这也只是我国目前血液制品生产存在问题的冰山一角而已。陈竺部长此时提出血液制品倍增计划，也是形势所趋。而之前的一些采血不规范现象也让很多献血者产生迟疑，甚至望而却步。因此，采血规范化、透明化以及人们观念的转变将有利于改善血液制品市场的供需状况。我们认为，这种供不应求的现状将会持续一定的时间，建议长期关注国内生产血液制品的龙头企业，如华兰生物、上海莱士和天坛生物。

- **疫苗供应体系建设规划出台：**2011 年 12 月 22 日，发改委等 7 个国家部委联合发布了《疫苗供应体系建设规划》。

简评：本次发布的疫苗供应体系建设规划对一类疫苗提出了重点支持，规划提出要着力解决第一类疫苗产能不足、生产线单一及产品更新换代问题，以乡（镇）为单位的国家免疫规划疫苗接种率达到并维持在 90%以上，合理调整国家免疫规划疫苗价格，完善疫苗储备体系，增列疫苗实物储备品种，将利好以生产一类疫苗为主的生产企业。

在新品研发方面，规划重点提出了要尽快完成手足口病疫苗等 6 种新疫苗的研制及产业化，加快研制和研发一批新的疫苗品种。这将促进手足口病疫苗等一系列新疫苗的市场推广，利好研制这些新疫苗的企业。

3.2. 主要关注的上市公司 12 月份公告

- **昆明制药：**

2011 年 12 月 23 日，公司发布年度业绩预增公告，净利润预计增长 40-60%。公司新建冻干粉针剂车间已经通过国家食品药品监督管理局的 GMP 认证。

- **智飞生物:**
2011 年 12 月 20 日,智飞生物 23 价肺炎疫苗和手足口病疫苗临床实验申请获得批准。
- **恒瑞医药:**
2011 年 12 月 20 日,公司产品伊立替康注射液通过美国 FDA 认证,获准在美国上市销售。成为国内第一家注射液通过美国 FDA 认证的制药企业。
- **新华医疗:**
2011 年 12 月 17 日,公司通过产权交易和协议方式共出资 328.37 万元取得山东中德牙科技术有限公司 45%的股权。
- **太安堂:**
2011 年 12 月 5 日,公司公告投资 1.36 亿元收购杉源投资 100%股权,间接控股宏生集团 52.396%的股权。
- **和佳股份:**
2011 年 12 月 8 日,公司发布 11 年度业绩预增公告,归属于母公司的净利润预计增长 70-90%。
2011 年 12 月 9 日,公司自主研发的毫米波治疗仪取得了广东省食品药品监督管理局颁发的《医疗器械注册证》。有效期至 2015 年 11 月 30 日,毫米波治疗仪用于癌症疼痛及其伴随症状的辅助治疗。
- **东北制药:**
2011 年 12 月 12 日,公司非公开发行股票申请或证监会发审委审核通过。
- **华北制药:**
2011 年 12 月 9 日,公司与九州通签订合同意向书,成立合资公司,华北制药占新公司 51%股权,。双方共同建立以国际医药进出口业务、国内医院配送、医院药品配送托管、基药配送、省内医药分销、终端配送、物流服务等为核心业务的综合公司。

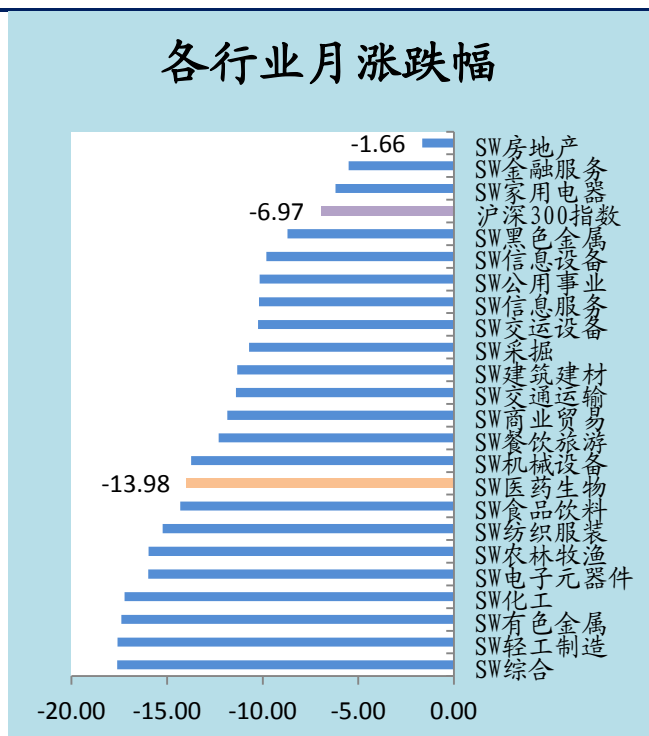
4. 市场表现小结——总体惨淡，医药跑输大盘

12 月份,全部行业表现惨淡,A 股市场没有一个行业取得正收益,跌幅较小的是房地产行业 and 金融服务。12 月份的表现延续了 2011 年全年的惨淡行情,沪指更是创下了 2011 年的最低,达到 2134.02 点。SW 医药生物 12 月跌幅达到-13.98%,跑输大盘 7.01 个百分点。从子版块来看,受到低价招标政策和抗生素限用政策的影响,化学制剂延续着全年的走势,跌幅较大,而受政策影响较小的中药、生物制品以及政策扶持的医疗服务板块则跌幅较小。

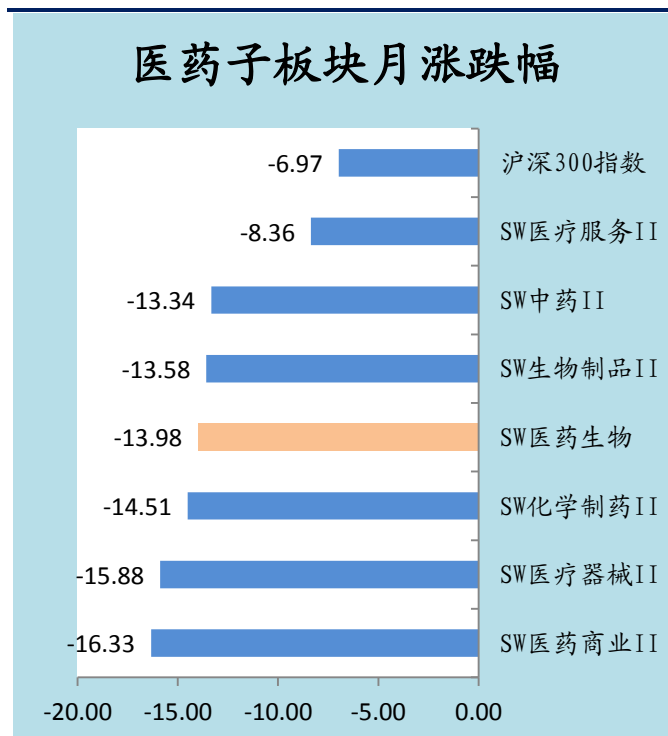
从全年来看,沪深 300 指数跌幅为-17.36%,SW 医药生物跌幅达-29.27%。2010 年下半年表现出具有进攻特性的医药股,在 2011 年甚至没有表现出其应有的防御性,这不禁让人对医药股产生一片质疑,2010 年的高估值不仅透支了未来几年的盈利水平,还透支

了投资者的预期。同时，2011 年医药板块的“地雷股”频发也让投资者们望而却步，慎之又慎。因此，估值和盈利的戴维斯双杀令医药板块呈现如此景象。2012 年也许是回归理性的一年，我们相信具有高成长性的伟大公司会在理性环境下将有超越市场的表现。

图表 6：2011 年 12 月申万一级行业涨跌幅



图表 7：2011 年 12 月申万医药二级行业涨跌幅



截止日期：2011.12.31

资料来源：wind，德邦证券研究所

5. 本月完成报告简述

图表 8：12 月份完成报告概览

报告类型	报告名称	时间
公司简报	华北制药（600812）：12.28 华北制药管理层交流电话会议纪要	2011.12.28
公司深度	华北制药（600812）：剩者，胜者？！	2011.12.23
行业深度	2012 年度策略报告：惨淡中寻找生机	2011.12.20
公司简报	佛慈制药（002644）：盼老树发新芽	2011.12.09
公司点评	太安堂（002433）：收购宏生集团优质资源，盈利贡献有待观察	2011.12.05
行业点评	发改委再发药品差价比规则，剑指药价	2011.12.02
公司深度	太安堂（002433）：百年太安堂，新品助增长	2011.12.01

资料来源：wind 资讯，德邦证券研究所

6. 风险提示

➤ 国内外经济环境的恶化带来的系统性风险：国内外经济的大环境恶化，将导致实体经济的下滑，从而影响上市公司的盈利水平。

➤ 医药行业政策压力的风险：新的更加严厉的政策出台将严重影响医药实体经济的运行，2011 年的抗生素限用政策对化学制剂行业产生了重大的影响，可以看到任何影响实体经济严厉政策都将导致行业的盈利水平下滑。

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。