

生物医药行业 行业报告

2012 年 12 月报

评级：中性

板块补跌释放部分溢价风险， 短期内超额收益仍然很难

重点推荐公司

评级

云南白药	增持
东阿阿胶	增持
力生制药	买入
东富龙	买入

医药板块相对表现



相关研究

《三季报业绩支撑板块表现，后续有回调趋势》，2012.11.6

《降价靴子落地，板块或将继续回调》，2012.9.28

《对医药板块存一份谨慎，个股分化将成为板块主旋律》，2012.9.3

《7月板块出现回调，8月板块有望持续强势》，2012.8.13

《利润增速回升，关注中报业绩和政策走向》，2012.7.4

《政策和行业经济双双回暖，医药体现防御性》，2012.6.8

《行业运营数据好转，继续看好商业和生物制品》，2012.5.7

《关注一季报行情，医药板块有望苏醒》，2012.4.9

《关注核心基本面，推荐稳健组合》，2012.3.5

生物医药研究小组

证书编号 S0120512050001

郑一宁

zhengyn@tebon.com.cn

联系人

杨莹

8621-68761616-8565

yangying@tebon.com.cn

傅涛

8621-68761616-8682

futao@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：

● **11月份板块补跌，释放估值溢价风险：**11月份，全部行业表现出系统性下跌，医药板块也出现了补跌行情，这与十月份的表现形成了较大的反差。上个月月报中，我们就提示，医药板块将会出现回调，原因在于医药板块对大盘的估值溢价一直处于高位，而前期市场下跌时，医药板块表现出来的抗跌性进一步推高了板块的估值溢价，这使得市场内积聚了很大能量的风险，亟需释放。11月份的补跌把今年累积的所有涨幅都消耗殆尽，对于基本面较好的白马股云南白药和东阿阿胶，也可作为抗风险的品种来选择。

● **12月仍然关注低估值和估值切换白马股：**我们认为十二月份医药板块仍难有出色表现，一方面处于业绩真空期，另一方面机构投资者超配的行业配置也压缩了板块上升的空间。因此我们认为医药板块将表现同步大盘，很难有超额收益，对行业保持谨慎态度。个股上来看，可以关注低估值有股权溢价的力生制药和受新版GMP认证到期催化的东富龙。

● **9月份收入增速回升，利润增速有所下滑：**从单月数据来看，9月份，收入增速继续回升，达到21.38%，而利润增速出现环比下滑，仅为9.09%。今年4月至7月，医药制造业利润增速大于收入增速，但是从6月份开始，利润增速在逐月下滑，直到8月份，收入和利润增速持平，9月份利润增速则下降到9.09%。收入增速从7月份开始上升，9月份更是达到21.38%。9月份毛利率水平略有上升，达到29.48%，环比上升了1.16个百分点。9月份利润同比增速下滑的主要原因是2011年9月毛利率提升较快，利润基数较高。2011年9月份，行业毛利率达到30.23%，环比去年8月份上涨了2.96个百分点。

● **维生素持续下跌，三七价格回落：**11月份，各种维生素产品的价格持续在低位徘徊，维生素C和维生素A价格继续下降至24和110元/kg，我们认为这一趋势或将延续到明年上半年。三七价格在产新期之后的一段时间内，由于经销商压货，曾经出现反弹，近期价格回落。

● **药品流通行业标准出台，药店分级管理：**11月28日，商务部办公厅发布了五个药品流通行业标准宣传贯彻工作的通知，将我国所有的药店分成了A、AA、AAA三个级别，并引入国际连锁药店的通用规范“药历”概念。这一标准出台将促进零售行业整合，淘汰规模小、服务差、质量不过关的小药房，利好大型连锁药房，对于上市公司而言，具有连锁药房的药品流通企业将会受益，包括华东医药、桐君阁、复星医药、第一医药、国药控股等。

● **风险提示：**1. 估值下行的风险；2. 行业政策不确定的风险；3. 药品降价的风险

月度重点推荐股票池

证券代码	公司名称	EPS（摊薄）			PE			收盘价（元）	投资评级
		12E	13E	14E	12E	13E	14E		
002393.SZ	力生制药	1.80	2.15	2.52	16	13	11	28.78	买入
000423.SZ	东阿阿胶	1.70	2.08	2.66	22	18	14	37.02	增持
300171.SZ	东富龙	1.30	1.73	2.12	20	15	12	25.48	买入
000538.SZ	云南白药	2.23	2.79	3.50	28	22	18	62.66	增持

收盘价截止日期：2012.12.04

正文目录

1. 十二月份市场策略——保持谨慎态度，低估值值得关注	4
2. 市场表现小结——补跌行情下本年涨幅消耗殆尽	5
3. 医药行业资讯概览	6
3.1. 行业经营环境不利，利润增速回升受阻	6
3.2. 行业动态及政策发布	8
4. 原料药行业相关数据	11
4.1. 主要维生素价格走势	11
4.2. 抗生素原料药价格走势	12
4.3. 中药材价格走势	14
5. 盈利预测与估值	16
6. 风险提示	17

图表目录

图表 1: 医药板块 PE (TTM 整体法)	5
图表 2: 医药板块 PE (预测整体法)	5
图表 3: 医药板块 PE (时间截止 2012/12/03, 剔除负值)	5
图表 4: 2012 年 11 月申万一级行业涨跌幅	6
图表 5: 2012 年 11 月申万医药子行业涨跌幅	6
图表 6: 医药制造业经济运行数据	7
图表 7: 医药制造业单月经济运行数据	7
图表 8: 医药行业子板块经济数据	8
图表 9: 维生素 A 价格走势	11
图表 10: 维生素 C 价格走势	11
图表 11: 维生素 D3 价格走势	12
图表 12: 维生素 E 价格走势	12
图表 13: 维生素 K3 价格走势	12
图表 14: 维生素 B1 价格走势	12
图表 15: 7-ADCA 价格走势	13
图表 16: 7-ACA 酶法价格走势	13
图表 17: 6-APA 价格走势	13
图表 18: 青霉素工业盐价格走势	13
图表 19: 4-AA 价格走势	14
图表 20: 头孢氨苄价格走势	14
图表 21: 中药材价格指数	14
图表 22: 太子参价格走势 (福建统)	15

图表 23: 三七价格走势 (120 头)	15
图表 24: 党参价格走势 (甘肃统)	15
图表 25: 丹参价格走势 (山东统)	15
图表 26: 红参价格走势 (小抄)	16
图表 27: 天麻价格走势	16
图表 28: 当归价格走势 (草把)	16
图表 29: 金银花价格走势 (河南)	16
图表 30: 重点跟踪上市公司盈利预测与估值	17

1. 十二月份市场策略——保持谨慎态度，低估值值得关注

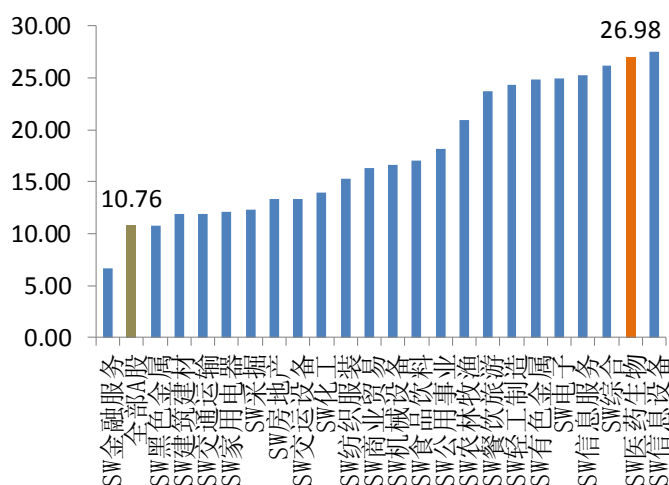
十一月份，全部行业表现出系统性下跌，医药板块也出现了补跌行情，这与十月份的表现形成了较大的反差。上个月月报中，我们就提示，医药板块将会出现回调，原因在于医药板块对大盘的估值溢价一直处于高位，而前期市场下跌时，医药板块表现出来的抗跌性进一步推高了板块的估值溢价，这使得市场内积聚了很大能量的风险，亟需释放。这种风险在三季报行情中被掩盖了，随着十月底三季报的全部公布，季报行情也告一段落，高溢价的风险逐步释放出来，市场的下跌也让投资者逐步向风险厌恶型转变，大量抛售高估值品种。临近年底，获利了结的机构投资者也不在少数。多方面因素共同作用下，形成了医药板块十一月份大跌的行情。从今年年初截止到 11 月 30 日，医药板块涨跌幅为-0.43%，仅仅一个月就把前十个月累计的涨幅全部抵消。全部 A 股涨跌幅为-8.47%，跌幅最大的是纺织服装行业，跌幅为-27.79%，涨幅最高的是房地产行业，涨幅为 8.43%。

十一月底医药板块的预测 PE 水平在 23 倍左右，与十月底的 26 倍相比，下降较快。板块估值溢价为 127%，相比之前的 150% 以上已经有了很大的下降，但是在弱市行情下，高估值溢价仍然是一个不可忽视的风险因素，因此我们对行业给予中性评级。个股上来看，可以关注低估值有股权溢价的**力生制药**和受新版 GMP 认证到期催化的**东富龙**。对于基本面较好的白马股如**云南白药**和**东阿阿胶**，也可作为抗风险的品种来选择。

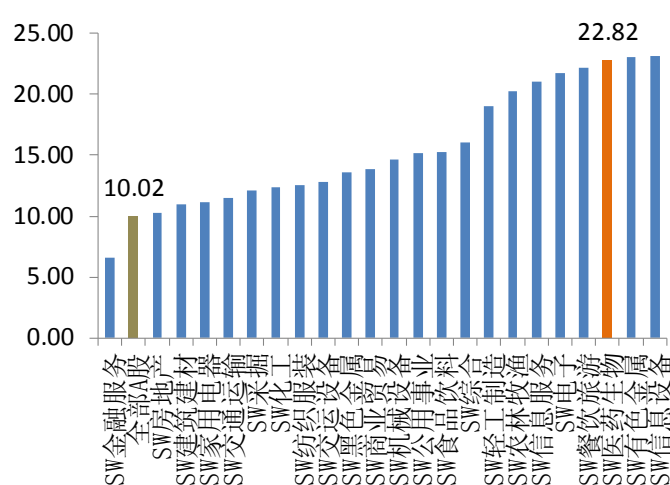
从行业的基本面上来看，9 月份的医药工业收入增速继续上扬，达到 21.38%，而利润增速则缓慢下滑，仅为 9.09%。收入和利润增速差距拉大，行业增收不增利的现象好像有卷土重来之势。但是，一个月的数据还不足以说明趋势，这一趋势是否形成，还有待后续的数据来验证。

十二月份是 2012 年的最后一个月，从长期来看，可以开始布局 2013 年，在下跌之后，可以选择低估值稳定增长个股。短期来看，大盘下跌趋势还未逆转，医药板块压力犹存，要想获得超额收益仍然很难。我们认为十二月份医药板块仍难有出色表现，一方面处于业绩真空期，另一方面机构投资者超配的行业配置也压缩了板块上升的空间，因此我们认为医药板块将表现同步大市，很难有超额收益，因此对行业保持谨慎态度。

图表 1: 医药板块 PE (TTM 整体法)



图表 2: 医药板块 PE (预测整体法)



截止日期: 2012.12.03

资料来源: wind, 德邦证券研究所

图表 3: 医药板块 PE (时间截止 2012/12/03, 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	26.98	25.97
SW 化学原料药	21.15	15.42
SW 化学制剂	28.55	24.82
SW 生物制品	30.03	24.83
SW 医疗器械	25.79	21.84
SW 医药商业	21.05	18.94
SW 中药	28.84	24.57
SW 医疗服务	35.80	31.62

资料来源: wind 资讯, 德邦证券研究

2. 市场表现小结——补跌行情下本年涨幅消耗殆尽

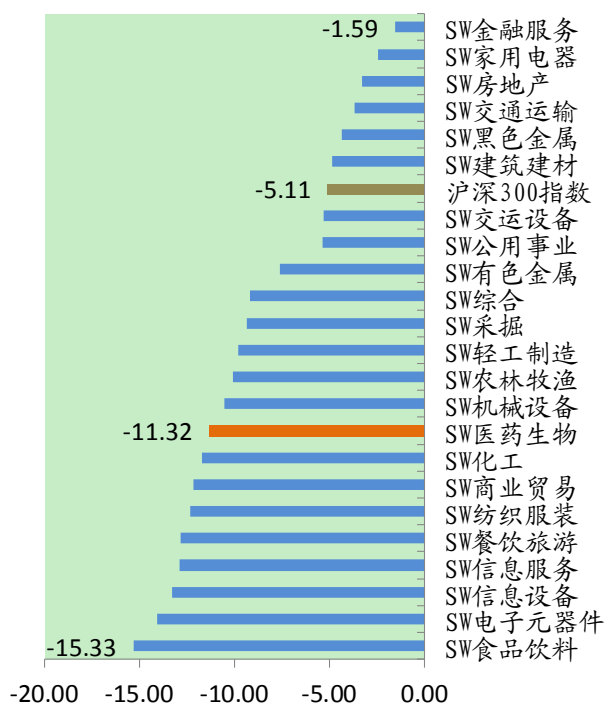
十一月整体出现了系统性大跌行情, 医药板块也表现了补跌行情, 跌幅达-11.23%, 沪深 300 指数跌幅为-5.11%, 医药行业跑输大盘 6.12 个百分点。所有行业均出现下跌, 跌幅较大的有前期涨幅过高的食品饮料行业、电子元器件、餐饮旅游等行业, 食品饮料跌幅达-15.33%, 跌幅较小的是金融服务、家用电器、房地产等周期性行业。

医药板块在上个月表现的抗跌性以及今年以来较好的超越市场表现都让该板块集聚

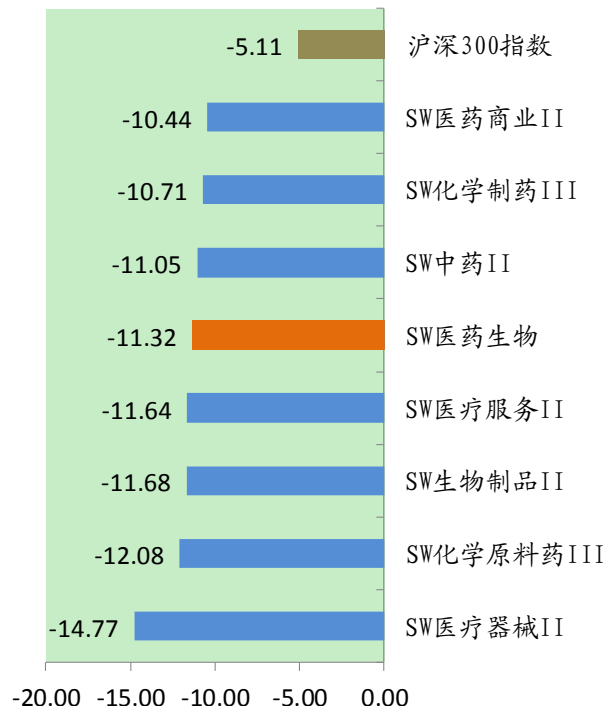
了较大的风险，上个月的表现还和医药板块相对不俗的三季报表现有关，而三季报行情已经在十月底结束，因此十一月的医药板块出现了较大幅度的下跌，属于前期的一次补跌。

从医药子板块来看，医疗器械跌幅最大，达到-14.77%，其次是化学原料药、生物制品和医疗服务，跌幅分别为-12.08%、-11.68%和-11.64%。

图表 4：2012 年 11 月申万一级行业涨跌幅



图表 5：2012 年 11 月申万医药子行业涨跌幅



截止日期：2012.11.30

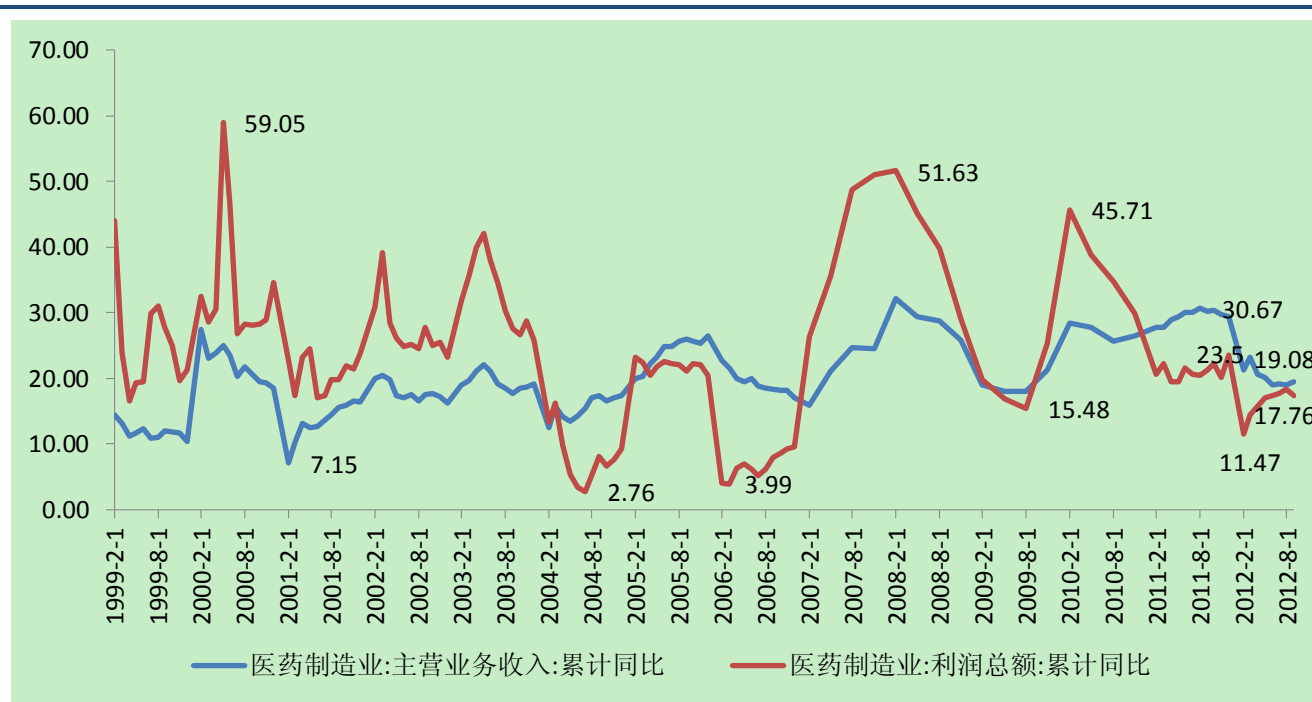
资料来源：wind，德邦证券研究所

3. 医药行业资讯概览

3.1. 行业经营环境不利，利润增速回升受阻

2012 年可以说是医药行业的不平坦之年，分别经历了抗生素限用、流通药品价格管制、化学药品终端降价、公立医院药品零差率等各种政策的影响和制约，行业经营环境恶化，又受到毒胶囊事件、中药注射剂不良反应等行业负面消息的曝光，行业的利润增速发生了较大幅度的下滑。尽管广东省新基药招标政策的出台，一改过去几年唯低价是取的安徽招标政策，重视质量，允许提高药品价格，给了市场一个招标政策转好的转向标，但是由于遇到十八大召开的时点，政策的落实和推广都远低于预期，对行业经营环境的实际改善效果甚微。医药行业收入和利润累计增速逐步逼近，行业经营状况逐渐好转。

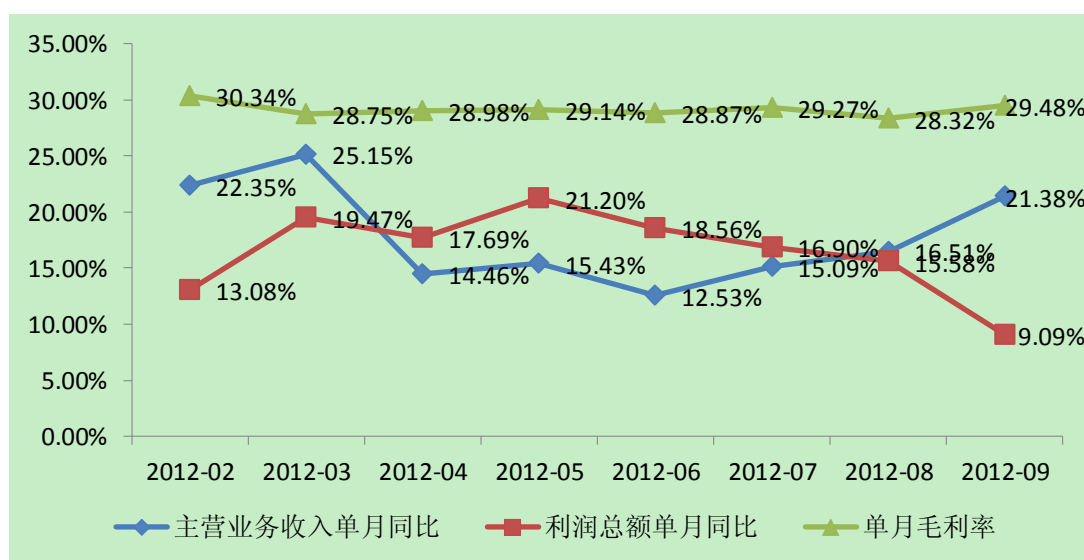
图表 6: 医药制造业经济运行数据



资料来源: wind 资讯, 德邦证券研究所

从单月数据来看, 9 月份, 收入增速继续回升, 达到 21.38%, 而利润增速出现环比下滑, 仅为 9.09%。今年 4 月至 7 月, 医药制造业利润增速大于收入增速, 但是从 6 月份开始, 利润增速在逐月下滑, 直到 8 月份, 收入和利润增速持平, 9 月份利润增速则下降到 9.09%。收入增速从 7 月份开始上升, 9 月份更是达到 21.38%。9 月份毛利率水平略有上升, 达到 29.48%, 环比上升了 1.16 个百分点。9 月份利润同比增速下滑的主要原因是 2011 年 9 月毛利率提升较快, 利润基数较高。2011 年 9 月份, 行业毛利率达到 30.23%, 环比去年 8 月份上涨了 2.96 个百分点。

图表 7: 医药制造业单月经济运行数据



资料来源: wind 资讯, 德邦证券研究所

从子行业来看，9 月份化学原料药收入和利润增速持续回升态势明显，收入增速累计同比达 13.38%，利润增速累计同比达 4.36%；化学制剂和中药饮片与 8 月份基本持平；中成药利润增速下滑得较为明显，9 月份利润增速累计同比为 14.87%，环比下降了 8.21 个百分点；生物制品收入增速有所上升，累计同比增长 16.09%，利润总额累计同比增长 14.24%。中成药利润增速下滑明显的原因是 2011 年利润基数较高，中药材的价格从 2009 年初开始到 2011 年 6 月，经历了较大幅度的涨幅，直到 2011 年 6 月，中药材价格指数开始下降。中药材的价格直接影响到中成药的生产成本，从而影响中成药的利润水平。

图表 8：医药行业子板块经济数据

	主营收入累计同比			利润总额累计同比		
	2012-07	2012-08	2012-09	2012-07	2012-08	2012-09
医药制造业	19.08	19.05	19.52	17.76	18.31	17.40
化学原料药	13.06	12.70	13.38	0.27	0.80	4.36
化学制剂	22.36	22.60	22.61	19.79	22.57	23.37
中药饮片	29.61	27.65	27.13	28.77	22.81	23.93
中成药	19.97	20.37	21.41	24.82	23.08	14.87
生物制品	15.09	14.99	16.09	13.52	14.75	14.24
卫生材料	18.37	18.71	18.81	26.42	27.37	28.63

资料来源：wind 资讯，德邦证券研究所

3.2. 行业动态及政策发布

- **商务部提出 5 项药品流通行业标准，药店将分三级管理：**2012 年 11 月 28 日，商务部办公厅发布了关于做好《药品批发企业物流服务能力评估指标》等五个药品流通行业标准宣传贯彻工作的通知。其中，此次颁布的《零售药店经营服务规范》中明确将我国所有的药店分成了 A、AA、AAA 三个级别。分级标准对 AAA 级药店的要求为：营业面积不得小于 100 平方米、经营药品品种数量不少于 3000 个、药品品种覆盖至少 80 种常见病、质量负责人为执业药师且应具有 5 年以上的药品经营工作经历、保证 24 小时的药品供应等。对于 AA 级和 A 级药店，要求依次降低。同时，提出了“药历”的概念，即执业药师记载的消费者用药状况档案，作为国际连锁药店的通用规范首次被引入，我国的标准三个等级的药店都要求建立有效的消费者药历。
- **简评：**我国目前有 46 万家零售药店，基本现状是散、小、差。药店服务人员的素质和水平也参差不齐，药师的从业资格不齐全，导致行业内的一些恶习盛行，包括商业贿赂、促销人员劝买高价药等现象。同时，一些小药店的不规范行为导致消费者对整个行业产生不好的印象，进而影响到规范大药房的声誉。近年来，零售药房的经营环境较差，竞争加剧，低价竞争等恶性竞争手段泛滥，药品毛利率水平下降，人工和租金成本增加，导致盈利能力下降。通过这次的分级管理，可以将国内如此众多的零售药房分类，淘汰一些经营管理不规范的小药房。而对于大型连锁型零售药房是一个利好，通过 AAA 级评定将会给药房带来一个正面的肯定，促进消费者分流到级别高的药房。对于上市公司而言，具有连锁药房的药品流通企业将会受益，包括华东医药、桐君阁、复星医药、第一医药、国药控股等。“药历”概念的提出，是与国际连锁药店的接轨，对于规范药店市场，建立消费者对药店的信任非常重要。

药店的发展是摆脱“以药养医”的坚强后盾，药店发展和规范起来之后，才能够承接医院的药房职能，为实现取消“以药养医”做出贡献。

- **药品定点生产方案出水在即：**11月14日，媒体消息称药品定点生产方案已基本拟定，卫生部近期将联合工信部、发改委、药监局等部门下发相关文件。依照卫生部药政司的说法，初期将选择5个-10个紧缺品种进行全国统一招标，定点生产。在具体品种选择上，将优先选择临床用量相对较小、产品利润相对较低的品种，并将优先考虑目前新农合基层重大疾病医疗保障的用药需求。预计到2015年，国家统一定价定点生产药物范围将进一步扩展至基本药物中独家品种、紧缺品种以及儿童适宜剂型。

简评：药品定点生产对于药品质量监控、生产监督确实是有利的，但同时也要注意，中标企业能取得一定的垄断权，对于药品行业的市场化是不利的。业内对于定点生产方案也是褒贬不一，反对的人认为这种计划生产是对市场经济体制改革的倒退，中标企业的垄断将会导致市场秩序的紊乱，对于用量小、利润低的品种，定点生产和统一定价对医疗费用的影响甚微，对患者使用范围影响也很小，为保障小受众群体的利益，定点生产或许可以保障药品的供应和安全性。而对于其他药品，则应该由市场来选择和淘汰生产企业，行政管制太多始终不利于行业的健康发展。

- **广东先行先试药品审评审批机制改革：**11月12日，广东省药监局对外发布消息，国家食品药品监督管理局已于近日作出关于广东省先行先试药品审评审批机制改革的批复，当地药监改革有望提速。

简评：药品审评审批机制的下放，将促进药品审批速度的加快，提高审批效率，过去几年国家药品审批的时间跨度都很长，这极大地影响了新药的推出和国内仿制药品的推广，优质仿制药的出现是解决药价过高的较好手段。同时，我们也要意识到将审批资格下放是对药监体制的重大改革，这种方式存在的潜在风险是各地政府可能会徇私舞弊，导致各地标准不一，产生新的寻租空间。如何来监督地方食药监局，以及如何统一各地标准是这一政策推广的关键因素。我们期待广东省在药监改革中能有所突破。

- **山东省确保试点县级公立医院药价降15%左右：**山东省物价局、卫生厅、人力资源和社会保障厅日前联合下发《关于推进我省县级公立医院医药价格改革工作的通知》，明确提出取消县级公立医院的医药加成，确保试点公立医院的药品价格降低15%左右。通知明确，到2015年，我省将实现县级公立医院阶段性改革目标。为此，省物价局、卫生厅等部门将取消县级医院的药品加成，并通过增加政府投入、调整医疗服务价格等途径予以补偿，以确保试点公立医院的药品价格降低15%左右。

青海省70所县级公立医院取消药品加成：从12月1日起，青海省70所县级公立医院全部取消药品加成，实行药品零差率销售，包括基本药物、非基本药物和一般医用耗材在内的药品将全部实行零差率销售。将县级公立医院的补偿由服务收费、药品加成收入和政府补助三个渠道改为服务收费和政府补助两个渠道。医院由此减少的合理收入，将通过调整医疗技术服务价格和增加政府补助等途径予以补偿。

简评：县级医院取消药品加价看来已经是大势所趋，今年7月1日起，北京市两家医院和深圳市全部公立医院开始执行药品零差率，提高医事服务费以补偿药品利润。这是取消“以药养医”的第一步，也是斩断药品和医生之间利益链条的一个手段，

只有将医院和医生的利益与药品销售隔断开来，并且找到合适的方法来弥补这一部分利益，才能将药品乱开、药价虚高的现象遏制。取消药品加成率容易，这部分利益的补偿是关键，也是这一改革措施能否成功执行的关键环节。从目前来看，全国范围内的推广还有一段时间，各省根据自己的财政实力和实际情况来逐步试点是有效可行的方式。同时，取消药品加成也需要医生自由执业、按病种支付等付费方式改革、对医院和医生的合理考核方式等改革措施的配合，才有可能彻底取消“以药养医”。

- **北京 9 家医院公开“选秀”：**11 月 15 日，北京市医管局宣布启动新一批公立医院院长竞争性选拔工作。与上一轮公开选拔的 6 名公立医院院长相比，此次北京市属公立医院院长竞争性选拔的范围更加广泛，涵盖的医院数量和提供的岗位都更多，涉及 9 家市属公立医院的 12 个职位。今年是北京市市属公立医院改革全面启动之年。改革本身不仅直接涉及到医院领导机构，公立医院新的体制机制的建立也对医院的领导层提出了更高的要求。目前，北京市正在友谊和朝阳两家医院试点公立医院法人治理结构。法人治理结构将公立医院的决策层重新划分为理事会、执行院长和监事会三个部分，医院的决策权和执行权分属理事会和执行院长。

简评：北京市在医改方面一直是个先行者，特别是在公立医院改革上，包括之前的 5 家公立医院实行药品零差率，再有之后的医院试点法人治理结构改革，以及首次拍卖医院等。这些政策的实施对全国的医改起到一个表率作用，而执行的效率和成效也是全面推广的关键。医院管理人员公开招聘，改变了过去院长任命制，削弱了卫生管理部门对医院的管制，使得公立医院更加市场化，有利于医院服务和医疗水平的提升。

- **北京 300 起价首次拍卖医院：**位于北京天通苑社区的“北京环球中医医院”决定走上拍台，起拍价 300 万元，这是北京首次拍卖医院，也是向社会资本全面开放医疗服务市场后，**国内首场**医院拍卖会。北京已确定向社会资本全面开放医疗服务市场，且在需要新建医疗机构时优先安排社会资本进入。今年 2 月 9 日，北京公布了《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的若干政策(征求意见稿)》，意见稿中包含了上述内容。

简评：北京市的拍卖医院行为是对引入社会资本办医的很大鼓励，北京市首次拍卖医院给全国的医院体制改革做了先行表率。社会资本进入医疗服务市场，为僵化的国有医疗体系带来一线光明，为解决医疗资源不足，引入市场化竞争体制，促进医疗服务市场健康有序发展做出了贡献。

- **北京新增 3 家医院执行药品零差率：**继友谊医院、朝阳医院试点“医药分开”后，从 12 月 1 日起，同仁医院、积水潭医院、天坛医院将成为第三批试点单位。据医改办相关负责人介绍，三家医院的试点方案与前两批一样，即取消 15% 的药品加成、诊疗费、挂号费，增设 42 至 100 元的医事服务费，其中医保定额报销 40 元。

简评：北京友谊医院和朝阳医院于 2012 年 7 月 1 日起，执行药品零差率，通过医事服务费来弥补药品差价带来的医院利益损失。从总费用来看，病人的医疗总费用并没有得到降低，只是从一种形式转化成另一种形式。但同时，医保定额报销范围扩大，医事服务费中，医保定额报销 40 元。因此，病人自付费用得到了降低，医保支

付的压力加大。目前来看，只在少数医院执行试点，医保的支付能力还能够承受，如果这一政策全面得到推广，医保的支付压力将大大增加，北京市又是药品使用的大区域，推广难度会很大。我们期待后续配套的措施包括支付改革、补偿机制、执业自由化等，能够推进新一轮医疗体制改革。

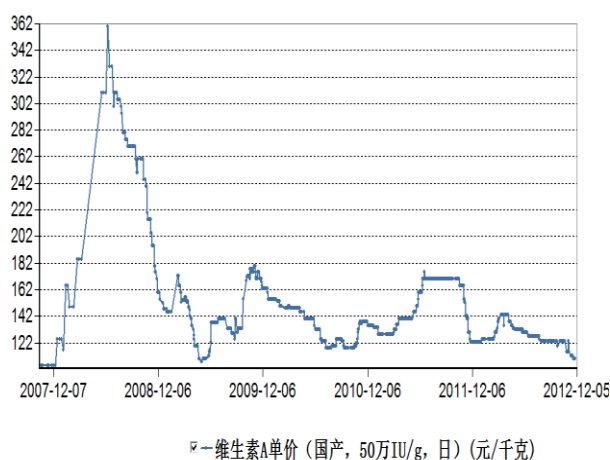
4. 原料药行业相关数据

4.1. 主要维生素价格走势

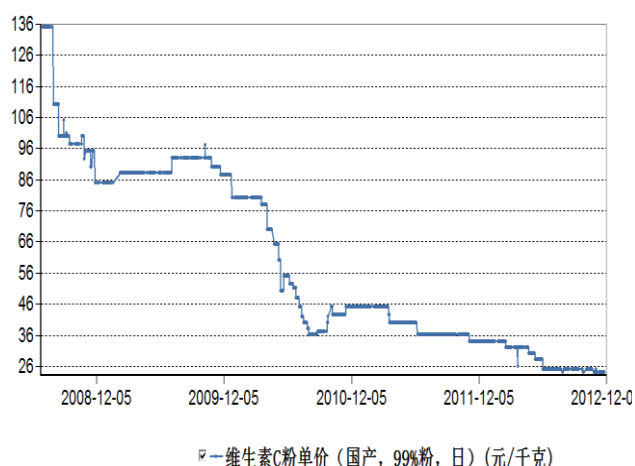
11 月份，各种维生素产品的价格持续在低位徘徊，维生素 C 价格稳定在 24 元/kg，维生素 A 价格下降至 110 元/kg，维生素 D3 价格继续下跌至 73 元/kg，维生素 B1 价格月初下跌到 100 元/kg，月底又反弹至 108 元/kg，维生素 E 价格下跌至 98 元/kg。

维生素的价格今年以来长期处于低位徘徊，我们认为这一趋势将延续到明年上半年，从大部分产品的保存周期来看，一般在 2 年以内。除了维生素 C 的价格自从 2009 年以来一路走低，其他的维生素品种在 2011 年中期出现了反弹，达到新的高位，之后便开始下降，2012 年以来价格持续下跌，出口量也随之下降，行业去库存趋势明显。明年上半年随着美国大选结束，欧债危机的缓和，国际经济形势迎来好转，行业库存将增加，带动维生素价格的上涨。

图表 9：维生素 A 价格走势



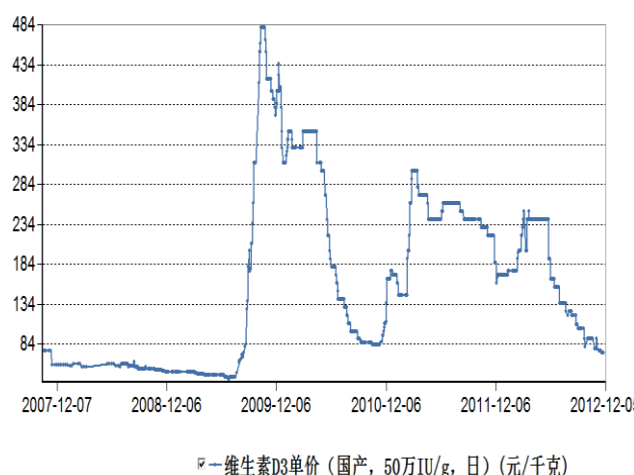
图表 10：维生素 C 价格走势



截止日期：2012.12.03

资料来源：恒生聚源，德邦证券研究所

图表 11: 维生素 D3 价格走势



截止日期：2012.12.03

图表 12: 维生素 E 价格走势



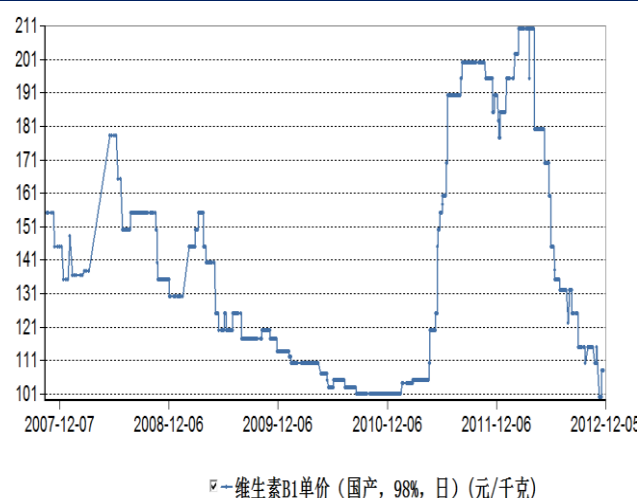
资料来源：恒生聚源，德邦证券研究所

图表 13: 维生素 K3 价格走势



截止日期：2012.12.03

图表 14: 维生素 B1 价格走势



资料来源：恒生聚源，德邦证券研究所

4.2. 抗生素原料药价格走势

11 月份，大部分抗生素原料药价格基本维持平稳，7-ADCA 报价为 340 元/kg，6-APA 最新报价为 190 元/kg，青霉素工业盐最新报价为 58 元/BOU，7-ACA 酶法最新报价为 525 元/kg。4-AA 价格从去年 10 月份开始回落，近期价格持续下跌，最新报价为 820 元/kg。

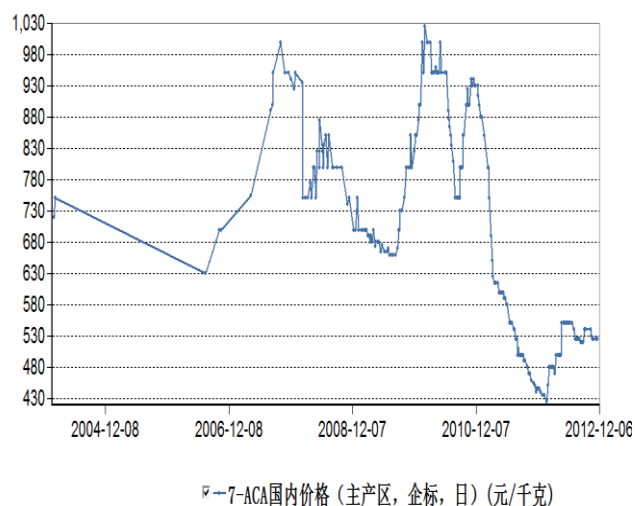
4-AA 下游需求的下降以及产能的迅速扩张，预计未来维持较低的价格仍将是个趋势。

抗生素原料药的价格受到去年开始的限抗政策影响一路下滑，自今年年初开始了小幅的反弹，与厂家限产保价有一定的关系，同时终端的需求也在逐步恢复，从抗生素终端的使用情况来看，略有增长，部分生产企业的这部分业务也出现了触底回升。

图表 15: 7-ADCA 价格走势



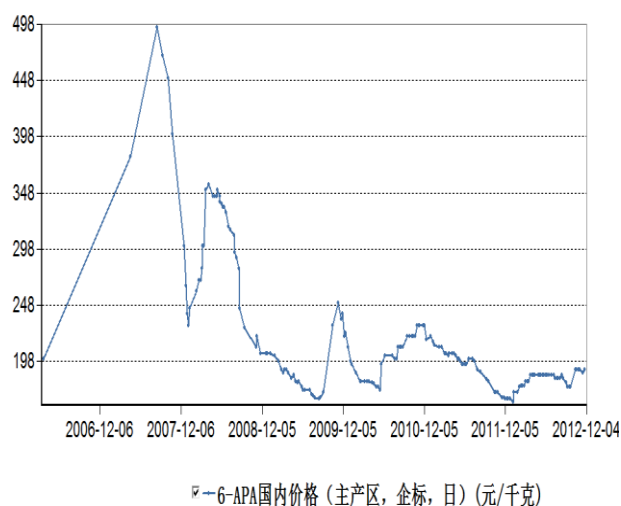
图表 16: 7-ACA 酶法价格走势



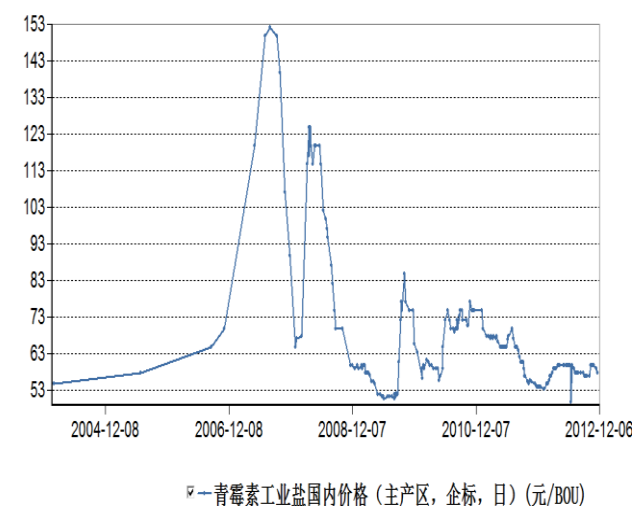
截止日期: 2012.12.03

资料来源: 恒生聚源, 德邦证券研究所

图表 17: 6-APA 价格走势



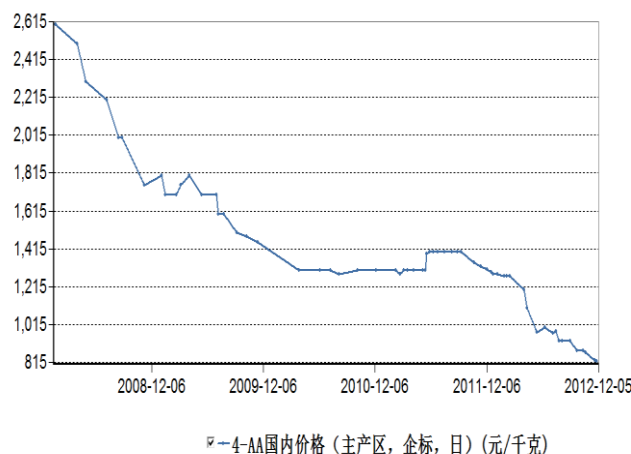
图表 18: 青霉素工业盐价格走势



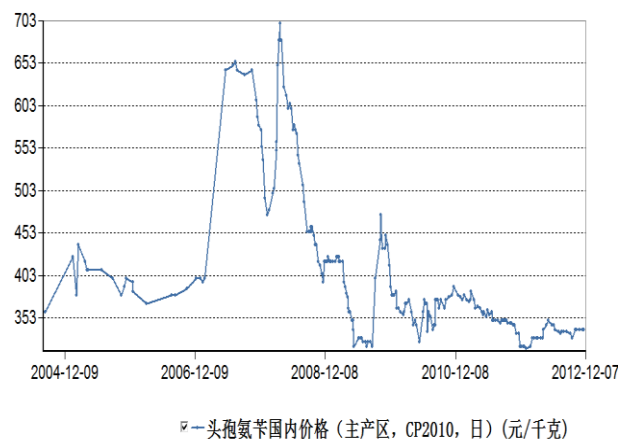
截止日期: 2012.12.03

资料来源: 恒生聚源, 德邦证券研究所

图表 19: 4-AA 价格走势



图表 20: 头孢氨苄价格走势



截止日期: 2012.12.03

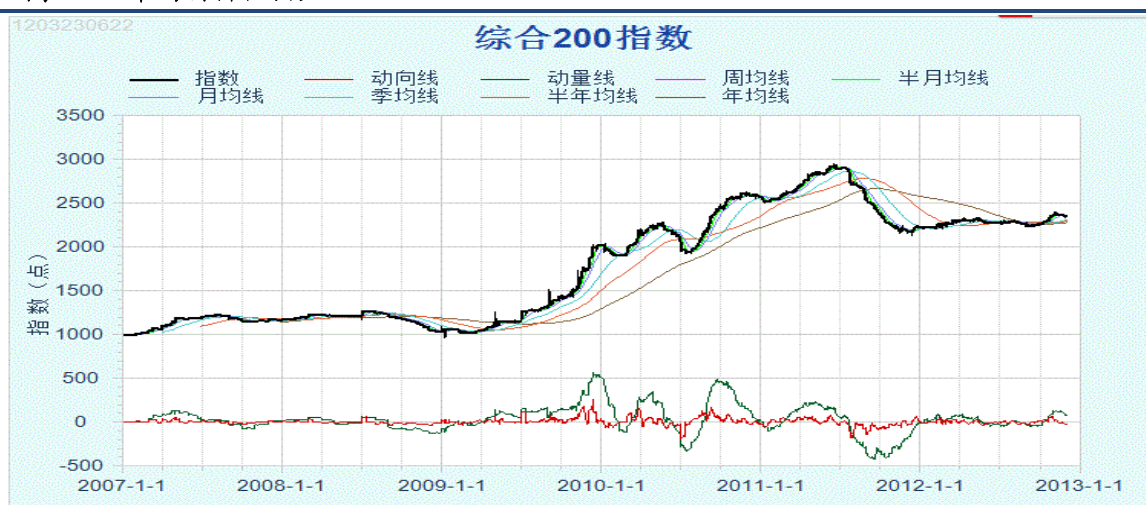
资料来源: 恒生聚源, 德邦证券研究所

4.3. 中药材价格走势

从中药材价格指数的走势来看，今年以来中药材价格保持相对稳定，直至 10 月份开始上扬，11 月份略有下降。中药材价格近期也略有下降，120 头春三七最新价格为 685 元/kg，前期三七价格小幅反弹，近期又出现了下跌，上轮的反弹只是经销商压货抬高价格而已，这种上涨不可持续，近期的表现也证实了这一点。

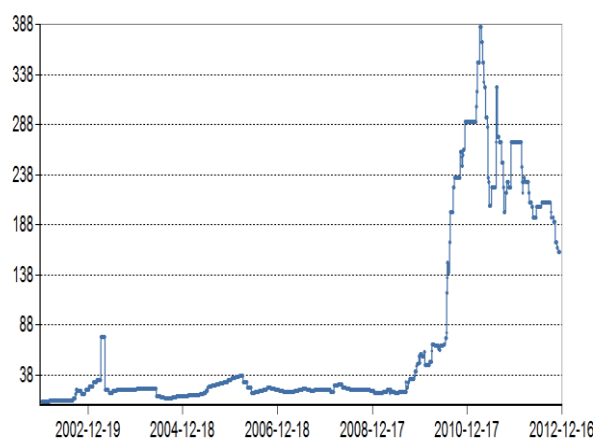
从长期三七的产量和需求量来看，未来的产量可能大于需求量，所以未来三七的价格高位很难维持，对于以三七为原料生产的公司，价格的下降将缓解成本压力，提升毛利率。太子参价格持续下降，最新报价为 160 元/kg，江中药业或将是最大受益者。党参近期价格继续下滑，达到 80/kg，比 10 月底的 91 元/kg 下跌了 11 元/kg。丹参价格反复，最新价格为 13.50 元/kg。金银花价格维持稳定，最新报价为 92 元/kg。

图表 21: 中药材价格指数



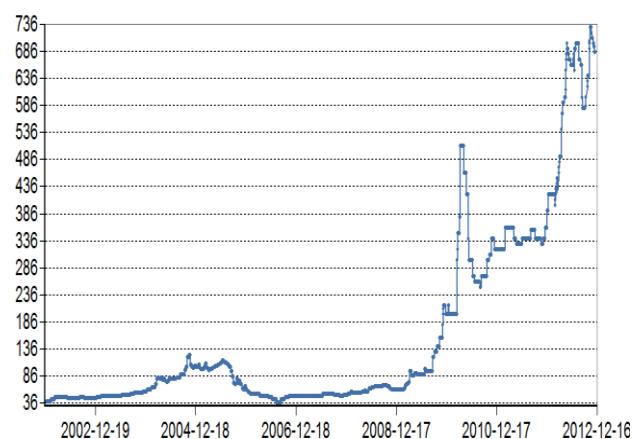
资料来源: 中药材天地网, 德邦证券研究所

图表 22: 太子参价格走势 (福建统)



—太子参亳州市场价格 (统 福建, 日) (元/公斤)

图表 23: 三七价格走势 (120 头)

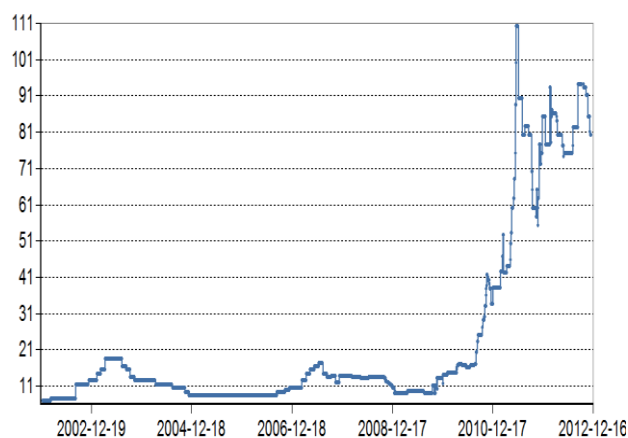


—三七亳州市场价格 (120头春七 云南, 日) (元/公斤)

截止日期: 2012. 12. 03

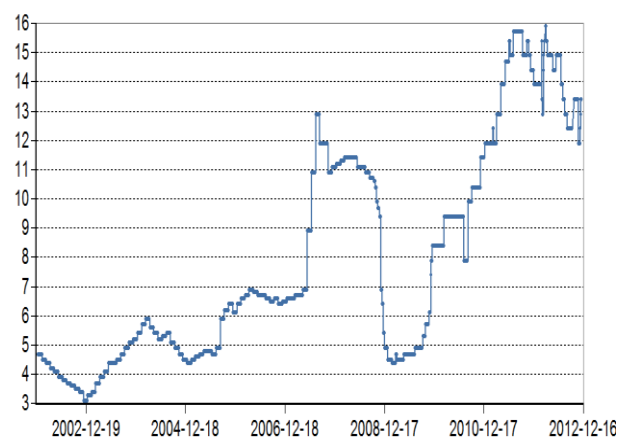
资料来源: 恒生聚源, 德邦证券研究所

图表 24: 党参价格走势 (甘肃统)



—党参亳州市场价格 (中条 甘肃, 日) (元/公斤)

图表 25: 丹参价格走势 (山东统)

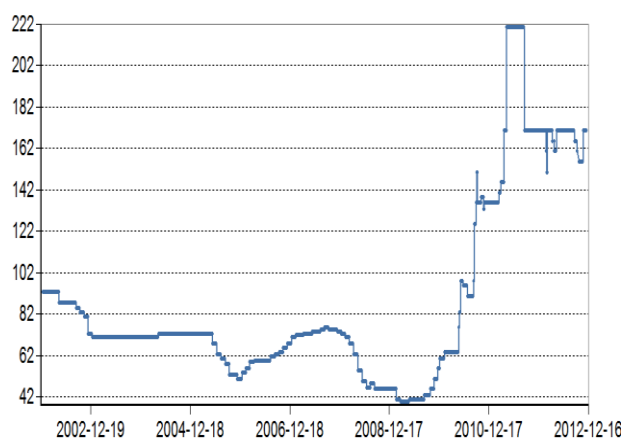


—丹参亳州市场价格 (统个 山东, 日) (元/公斤)

截止日期: 2012. 12. 03

资料来源: 恒生聚源, 德邦证券研究所

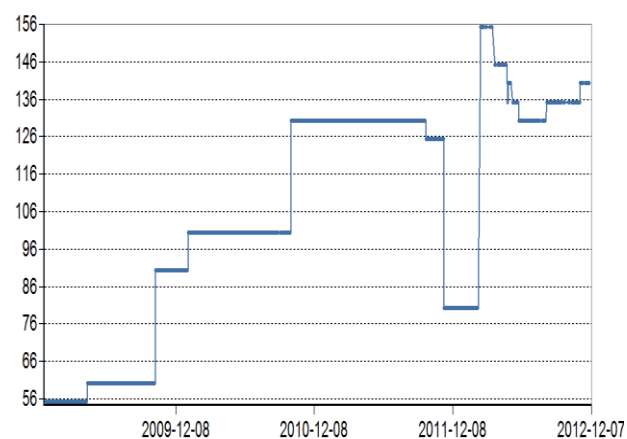
图表 26: 红参价格走势 (小抄)



☐—红参亳州市场价格 (小抄 东北, 日) (元/公斤)

截止日期: 2012.12.03

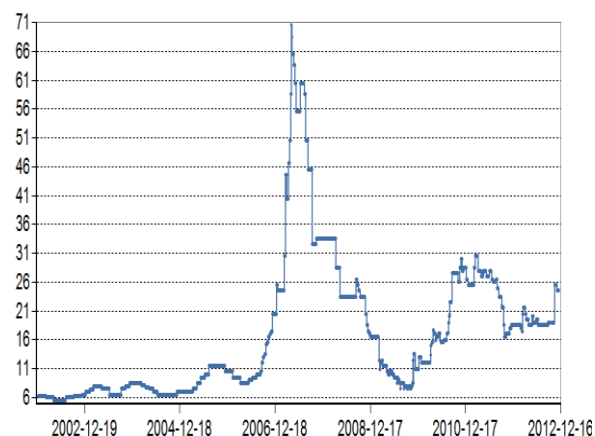
图表 27: 天麻价格走势



☐—天麻成都市场价格 (家混等 较广, 日) (元/公斤)

资料来源: 恒生聚源, 德邦证券研究所

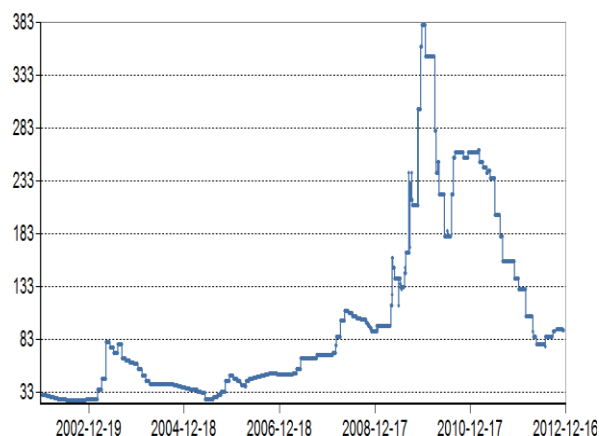
图表 28: 当归价格走势 (草把)



☐—当归亳州市场价格 (草把 甘肃, 日) (元/公斤)

截止日期: 2012.12.03

图表 29: 金银花价格走势 (河南)



☐—金银花亳州市场价格 (统花 河南, 日) (元/公斤)

资料来源: 恒生聚源, 德邦证券研究所

5. 盈利预测与估值

图表 30：重点跟踪上市公司盈利预测与估值

证券代码	公司名称	EPS（摊薄）			PE			收盘价 （元）	投资评级
		12E	13E	14E	12E	13E	14E		
002393.SZ	力生制药	1.80	2.15	2.52	16	13	11	28.78	买入
000423.SZ	东阿阿胶	1.70	2.08	2.66	22	18	14	37.02	增持
300171.SZ	东富龙	1.30	1.73	2.12	20	15	12	25.48	买入
000538.SZ	云南白药	2.23	2.79	3.50	28	22	18	62.66	增持

截止日期：2012.12.04

资料来源：wind 资讯，德邦证券研究所

6. 风险提示

➤ **估值下行的风险：**尽管医药板块的估值已经接近历史底部，但是相对于沪深 300 的溢价率仍然有 100%以上，2012 年预测 PE 排名仍然靠前，当市场表现不佳时，估值较高的板块往往是最先被市场抛弃的。

➤ **行业政策不确定的风险：**2013 年，公立医院改革的政策将是影响行业最大的一个不确定因素，医保付费机制的改革对行业的影响是深远的。总额预付、按病种付费和门诊按人次付费是未来付费方式的趋势，将会影响用药结构和用药量，对医药行业产生重大影响。

➤ **药品降价的风险：**尽管今年三大类药品降价政策已经出台，政策风险释放，但药价虚高仍然是市场关注的热点，是医改的重要环节，药品零差率、支付制度改革以及流通价格管制等政策都是为了改变以药养医的现状，降低药品价格。而这些政策的执行和成效可能是长期体现的，短期来看，降低药品终端价格是最直接有效的方式。未来的药品降价风险主要集中在中药品种，因此中药企业，特别是以竞争激烈的多厂家生产品种为主的企业将面临较大的压力。

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

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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。