

限抗令影响触底

# 医药行业利润有望复苏

□上海证券 赵冰

近期，医药行业一改持续近1年半的萎靡态势，走出了一波反弹行情。医药板块涨幅在4月和5月均居两市前列。从区间统计来看，5月以来，沪深300指数的区间涨跌幅为-4.08%，相同时间段的医药板块的涨跌幅强于大盘，涨幅为1.89%；二季度以来（即4月5日至5月21日）区间涨幅为2.43%，同期医药板块的涨幅为4.80%。我们认为，随着限抗政策对行业的影响趋弱，以化学制剂为代表的部分医药企业利润增速2季度有望复苏。

## 限抗政策拖累 药品市场增长放缓

2011年以前，抗菌药物滥用现象严重，是中国医疗市场上用药金额最高的一类，五年的年平均增长率为24.5%，占到全行业总药额的23%—25%。

抗菌药物的滥用，一部分是源于“以药养医”体制的弊端，当药品的利润和医院的经济效益挂钩时，就会导致医院大量地滥开抗菌药物以赚取其中可观的差价；同时，患者缺乏相应用药知识，一味追求快速功效也是抗菌药物被滥用的助力之一。为此，2011年，国家卫生部出台《抗菌药物临床应用管理办法》，要求医院以量化方式在终端加强管理，减少抗菌药物处方量和处方金额，造成当年国内抗菌药物（主要为抗生素）销售急剧下降，从而导致医药指数大幅调整。

样本医院数据显示，2011年全身用抗感染药物以19.33%的占比仍居医院药品销售榜首，但同

比下降-4.34%。这是其第一次出现同比负增长，走势与药品整体市场（2011年同比增长14%）及其它各大类药品（同比增长均在15%以上）相背离。而2005—2010年，全身抗感染药物增速接近于样本医院整体药物增长速度。细化到季度分析，全身用抗感染药物2011年第1季度同比增长率达13%，第2季度同比下降2%，第3、4季度分别下降13%和14%，其销量下跌拐点出现的时间点与政策出台时间相吻合。

## 抗菌药使用趋于合理

根据中国药学会的数据，全身抗感染药物分为6个亚类，其中2011年免疫血清免疫球蛋白增长率达到35.78%，全身用抗病毒药增长率为25.21%，全身用抗真菌药增长率为14.35%，抗分支杆菌增长率为11.65%，疫苗增长率为5.12%，只有全身用抗细菌药物（传统上称为抗生素）为负增长，为-7.48%，降幅较大。本亚类药物正是抗菌药物临床应用专项整治活动针对的主要目标。同时，由于全身用抗菌药物亚类在该大类药物中的占比2010、2011年分别为88.49%、85.59%，该亚类的负增长拖累了整个全身用抗感染药物的增速。

根据计算，2011年全身抗感染药物中抗菌药物亚类占样本医院药品总销售额的比例为16.54%，这一比率已基本和国际水平接近（抗菌药物占比平均为15%左右）。

我们认为，这个比例已基本反映了合理的抗菌药物使用水平。今年5月8日，《抗菌药物临床应用管理办法》正式出台，本轮抗菌药物专项整治活动将持续至2013年。在合理应用抗菌药物的

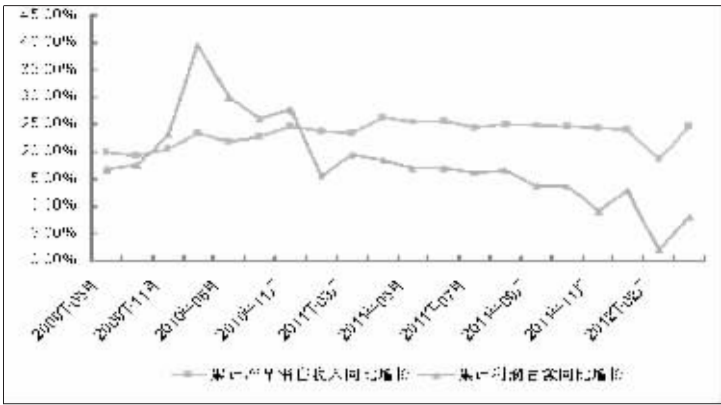
情况下，由于诊疗人次持续增长是个常态，因此抗菌药物使用也应出现正常增长。

近年来，全球抗菌药物的平均年增长率保持在8%左右。考虑到我国作为新兴市场，国内抗菌药物每年正常增速应在10%左右。分产品看，2011年全年用抗细菌药物下属9个子类中，除了氯霉素、四环素为正增长外，其他子类均为负增长，其中磺胺药和三甲氧苄氨嘧啶（TMP）降速最快达到-64.89%，而目前使用最广泛的青霉素类和其他β-内酰胺类抗菌药2011年同比降幅分别为-4.22%和-7.62%。如果按照分级管理栏目看，部分特殊使用级别的抗菌药物（例如美罗培南等）2011年销售额还有所上升，导致其2011年占比反而有所提高，反映了临床需求的刚性。在今年继续实行严格的抗菌药物管理下，企业业绩会出现分化，因为医院进行抗菌药物临床管控之后，主要淘汰掉中小企业的品种，部分腾挪出来的空间会被品牌企业瓜分。

## 抗菌药物上市公司 业绩或在中报后回升

从化学制剂行业同比数据来看，去年3季度开始，绝大多数企业净利润同比大幅下滑。从收入拆分看，企业抗菌药物业务板块的收入和净利润降幅最明显。环比数据来看，去年2季度收入、利润环比大幅下降之后，3、4季度环比已经有所回升，但今年1季度环比仍然有所下降，可能与渠道年底备货因素有关。由于去年限抗效应下半年才充分显现，上半年同期基数较高，预计今年2季度起医药上市公司收入和利润增速有

近年化学制剂行业收入与利润增速



部分医药股（化学药品）估值及盈利预测

证券代码	证券简称	收盘价	市盈率（P/E，TTM）	2011年每股收益	2012年预测每股收益平均值
600771	ST东盛	7.08	8.35	1.2300	
600829	三精制药	11.08	15.78	0.6874	0.8002
600062	华润双鹤	18.00	18.46	0.9253	1.0625
600568	中珠控股	20.69	19.32	1.0997	
000513	丽珠集团	23.10	19.47	1.2200	1.4591
002004	华邦制药	20.90	20.78	2.3100	0.9850
002653	海思科	18.17	21.18	0.8700	0.9613
002422	科伦药业	44.62	21.67	2.0100	2.5385
002393	力生制药	31.94	22.64	1.7800	1.4737
002294	信立泰	24.75	25.35	1.1200	1.2074
300110	华仁药业	10.75	26.65	0.4100	0.5026
600420	现代制药	11.35	27.01	0.4172	0.5213
000915	山大华特	14.41	27.18	0.5200	0.6380
002332	仙琚制药	11.31	29.05	0.3900	0.4979
300016	北陆药业	8.97	29.44	0.2900	0.3747
000522	白云山A	17.16	29.69	0.5566	0.7803
300194	福安药业	19.99	31.14	0.7600	1.5241
300026	红日药业	19.80	31.86	0.8100	0.7645
600079	人福医药	20.73	32.09	0.6200	0.7856

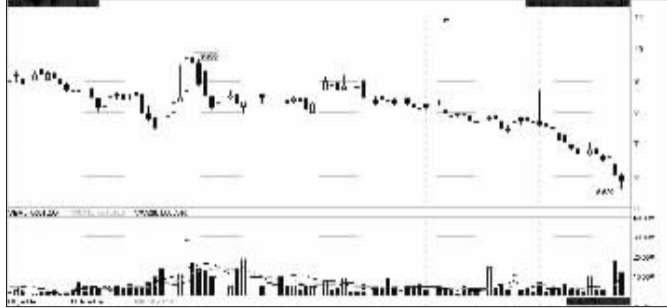
望逐步复苏。

此外，从原料药价格这一制剂行业的先行指标看，在上游原材料价格基本稳定的条件下，1季度部分抗菌原料药价格回升明显，反映下游需求开始回升。例如5月份青霉素工业盐价格稳定在60元/BOU，头孢曲

松钠报价为700元/kg，报价持续上涨，硫氰酸红霉素的价格也报到了365元/kg以上；相对而言，盐酸环丙沙星和罗红霉素的价格比较稳定，其他头孢类原料药例如头孢克肟、头孢拉定价格与年初相比，都维持稳定或略有回升。

## ■ 大行看港股

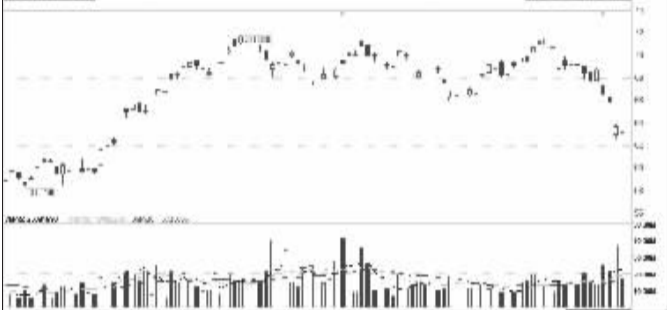
### 瑞银：安踏毛利率下滑



瑞银表示，安踏（2020.HK）管理层预期今年全年订单将录得高单位数的跌幅，而今年第四季订单增长疲弱，是由于运动服饰市场未恢复，以及管理层有决心控制库存，以维护加盟商的盈利能力。

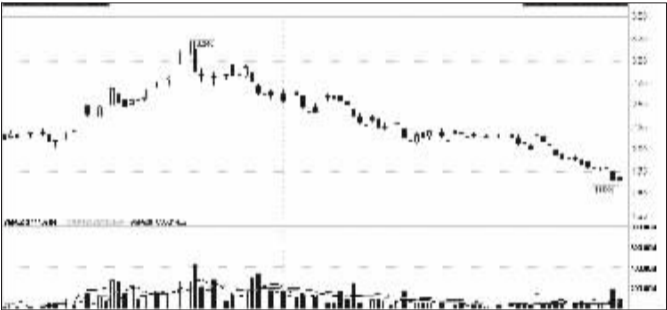
瑞银下调安踏2012—2014年盈利预测8%、9%和9%，以反映收入及毛利率减少。维持“买入”评级，目标价由11元下调至10元。瑞银认为公司2012年预测除现金市盈率为5.4倍，收益率为7.6%。（安踏体育昨日收收于5.83港元）

### 花旗：协鑫短期利润率转弱



花旗表示，协鑫（8800.HK）首季多晶硅产量按季增11%。由于硅片价格下跌，估计硅片盈利能力由去年第四季每瓦5.8美分，下跌至每瓦3.3美分。忧虑公司利润率收窄，将目标价由2元下调至1.7元。太阳能电厂业务详情不多，料占今年盈利35%，对该股维持审慎看法。除非多晶硅的供求改善，在使用率上升的情况下，较看好下游行业。（保利协鑫能源昨日收收于1.66港元）

### 瑞信：汇控成本效率比率难达标

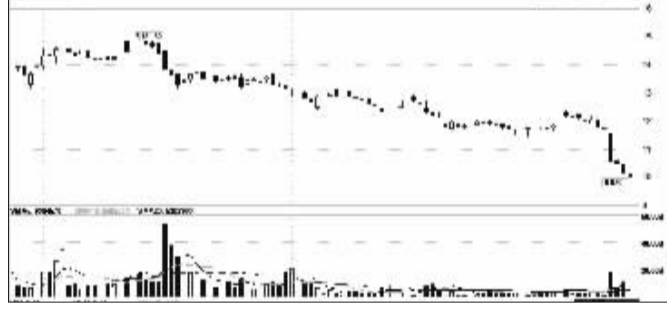


瑞信表示，汇控（0005.HK）再次确定去年订下的各项目标，并上调短中期收入预测10亿美元。

瑞信认为，汇控的成本效率比率48%—52%目标较难达到，预期2013、2014年成本效率比率分别为56%及54%。股本回报率为12%—15%，中期期望达到目标的末端。

公司管理层虽然指出迈向各项目标的进程良好，但该行认为这难以挽回市场对汇控的看法。给予公司目标价78.86元，维持“中性”评级，不预期短期内可获重新评级。（汇丰控股昨日收收于63.10港元）

### 里昂：下调周大福盈利预测



里昂指周大福（929.HK）同店销售增长由上半年62%，放缓至下半年19%，公司需非常努力完成纯利63亿元目标。由于同店销售增长放缓、提供更多折扣和减少开店，将周大福2013年及2014年盈利预测下调22%—33%。

由于股价已大幅调整，相信大部分坏消息已经反映，维持“买入”评级，新目标价14元，相当于预测市盈率18倍，较现价有33%潜在上升空间。（周大福昨日收收于10.10港元）

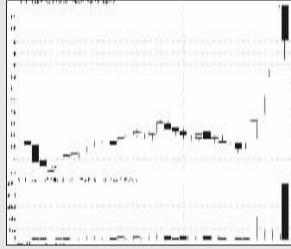
### 机构最新评级

代码	名称	机构名称	研究日期	最新评级	目标价位	最新收盘价
300064	豫金刚石	中投证券	2012-5-21	强烈推荐	25.00	15.53
002662	京威股份	华泰联合	2012-5-21	买入		21.79
300177	中海达	申银万国	2012-5-21	买入	12.90至15.10	10.95
300101	国腾电子	海通证券	2012-5-21	买入	18.00	14.56
002450	康得新	申银万国	2012-5-21	买入		15.98
002004	华邦制药	国泰君安	2012-5-21	增持	23.00	20.90
000998	隆平高科	申银万国	2012-5-21	买入		24.86
002243	通产丽星	齐鲁证券	2012-5-21	买入	10.20至11.22	8.52
002052	同洲电子	国泰君安	2012-5-21	增持	15.00	9.14
600809	山西汾酒	中信证券	2012-5-21	买入	94.19	75.96
601699	潞安环能	海通证券	2012-5-21	买入	32.40	26.86
600831	广电网络	国泰君安	2012-5-21	增持	16.50	9.06
600157	永泰能源	长城证券	2012-5-21	强烈推荐		10.46
600123	兰花科创	海通证券	2012-5-21	买入	55.00	47.60
600079	人福医药	长江证券	2012-5-21	推荐		20.73
600141	兴发集团	海通证券	2012-5-21	买入	25.50	21.73
000501	鄂武商A	长江证券	2012-5-21	推荐		13.61
000869	张裕A	平安证券	2012-5-21	强烈推荐		96.65
600230	沧州大化	长江证券	2012-5-20	推荐		11.98
300159	新研股份	光大证券	2012-5-20	买入	18.00	13.30
600439	瑞贝卡	宏源证券	2012-5-20	买入		7.51
600495	晋西车轴	齐鲁证券	2012-5-20	买入	16.00至19.00	13.87
600703	三安光电	中投证券	2012-5-20	强烈推荐	19.25	13.29
002419	天虹商场	光大证券	2012-5-20	买入	19.00	15.15
600050	中国联通	国泰君安	2012-5-20	增持	6.00	4.10

## ■ 异动股扫描

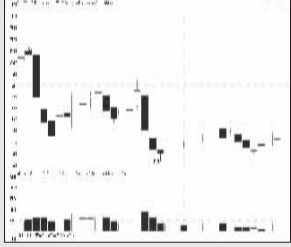
## ■ 专家在线 | Online

### 新华锦（600735）



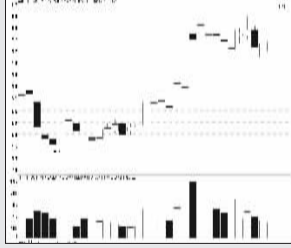
5月21日新华锦出现剧烈震荡，最高触及13.19元，最低触及11.20元，最终以11.93元报收，日振幅高达16.60%，跃居A股榜首。同时，该股当日换手率高达21%，环比放量明显。

### 吴通讯（300292）



承接前一交易日的强势，吴通讯5月21日继续踊跃上攻，单日涨幅达到5.90%，明显跑赢大盘。同时，该股当日成交额高达1.4亿元，日换手率高达54.55%，高居全部A股之首。

### 青青稞酒（002646）



周一各路资金分外“嗜酒”，带动青青稞酒强势涨停，最终以31.79元报收，一举创出历史新高。该股当日换手率为29.60%，显示换手十分积极。不过，截至周一收盘，该股的静态市盈率已经高达67.60倍，估值继续“被拔高”。（孙见友）

## ■ 窝轮点金 | Warrant

### □香港智远投资咨询

昨日，港股市场维持窄幅震荡格局，至收市，恒指微跌30点，收报18922点，成交459.9亿港元。

欧元区的政局动荡已经引发全球投资者的密切关注，希腊能否继续留在欧元区一直是投资者所关心的。全球主要国家领导人上周六在八国集团（G8）峰会上表示，支持希腊留在欧元区，并承诺将采取所有必要措施应对金融动荡，并让越来越受到欧债危机威胁的全球经济恢复活力。但是，

从目前形势来看，无论希腊的去或留，对于欧元区整体经济增长都会形成严重的影响。希腊面临巨额的债务偿还，而从希腊国内的经济状况来看，顺利偿还的可能性几乎为零，IMF以及欧盟这个时候就不得不再次出手相助，从而更会拖缓其他欧元区国家的经济复苏。倘若放任自流，让希腊退场，那之后亦将会引发其他危机核心国家的风险跟随升高，欧元区或许也将会遭受灭顶之灾。因此，下月中旬希腊的二次大选将显得十分重要了。美国经济增长也同样

面临尴尬境地，近来的数据结果都不太理想，但是美联储依然乐观，投资者期待能有更多的刺激措施来支撑美国经济复苏继续前行，但是失望远比希望来的快，市场的信心面临严峻考验。

中国央行下调存准率之后，A股市场的反应十分平淡，毕竟在全球经济增长均遭受到威胁之后，中国经济的增长前景也难独善其身。不过A股投资者的信心还是相对充足，而政府也表示了在稳经济的同时会不断加大预调微调的力度，表明在大的政策方向不变的情况下，政策面将

更具有灵活性。

港股连续震荡下挫，失守万九关口后，支撑力逐渐显现，投资者对短期市场向好的预期升温。A50中国（2823.HK）昨日收盘上涨1.14%，收报10.68港元。受内地A股反弹带动，该股近期走势渐稳，反弹行情若能持续，A50也将继续受惠。若继续看好该股后市表现，不妨留意其认购证13307，行售价为12.28港元，2012年10月中旬到期。同时要提醒投资者，权证（或牛熊证）投资风险巨大，可以导致本金的全部损失。

# A50认购证短线值得留意