

医药生物 中投证券医药行业小组

李昱

0755-82026737

liy@cjis.cn

周锐

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

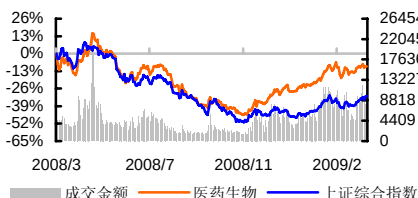
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	130
总市值(亿元)	4844
占A股比例(%)	1.73%
平均市盈率(倍)	73.22

行业表现

(%)	1M	3M	6M
医药生物	10.59	26.14	37.64
上证综合指数	14.00	28.24	3.52



相关报告

《政府投入推动行业成长,终端变化揭示投资机会》2008-12-27

《医药制造业 1-11 月份经营数据分析》
2008-12-29

《医改推动行业快速增长》2009-1-22

医药生物行业

看好

行业稳定增长,首选医院终端

——医药制造业 1-2 月数据简析

工业行业 1-2 月份经济效益数据公布,医药行业表现突出。

投资要点:

- 09 年 1-2 月,全国规模以上工业企业统计数据中,医药行业保持了较为稳定的增长,体现出较强的抗周期性。行业实现收入同比增长 18.96%,利润总额同比增长 19.85%,由于较大比例的医药工业企业取得了高新技术企业资格,所得税率有所下降,行业净利润增幅应高于利润总额增幅。
- 各子行业表现各异。化学药品制剂,中成药,生物、生化制品均保持了 20%左右的收入增长,是行业增长的主体,而营业利润的增长均超过了收入增长,印证了我们在策略报告中提出的医院终端将保持高速增长增长的结论。化学药品原药在主要子行业中增速最慢,营业利润甚至出现下滑。中药饮片收入增长超过 70%,利润总额增长 80%,行业增长加速趋势明显。医疗器械行业的收入增长则低于我们的预期,仅为 9%,但预计全年仍有较快增速。
- 我们同时统计了家医药行业上市公司 08 年年报情况,目前已公布年报公司 59 家。整体收入增长 20.28%,利润总额增长 41.62%,归属于母公司净利润增长率 58.08%。上市公司 08 年整体收入增长情况基本反映了医药行业的增长,而利润增长幅度应高于行业水平,原因包括:1、上市公司盈利能力和增长情况优于平均水平;2、由于部分维生素原料药 08 年处于景气周期高点,相关公司 08 年利润增长幅度巨大,拉动上市公司整体利润的增长。
- 坚持需求释放以及产业集中的主线,重点投资持续快速成长的细分领域龙头公司恒瑞医药、云南白药、国药股份、天坛生物、恩华药业。近期我们还建议关注:1、医药商业板块(一致药业、国药股份、复星医药、南京医药);2、医改带来的机会,尤其是受益于基本药物目录的公司(天士力、白云山 A、三九医药、沃华医药、康恩贝、金陵药业);3、创新型药物可能有突破,不受估值限制的生物制药板块(双鹭药业、通化东宝、兰生股份、st 中源)等。4、关注产业整合所带来的机会(上实医药、太极集团、万东医疗)。

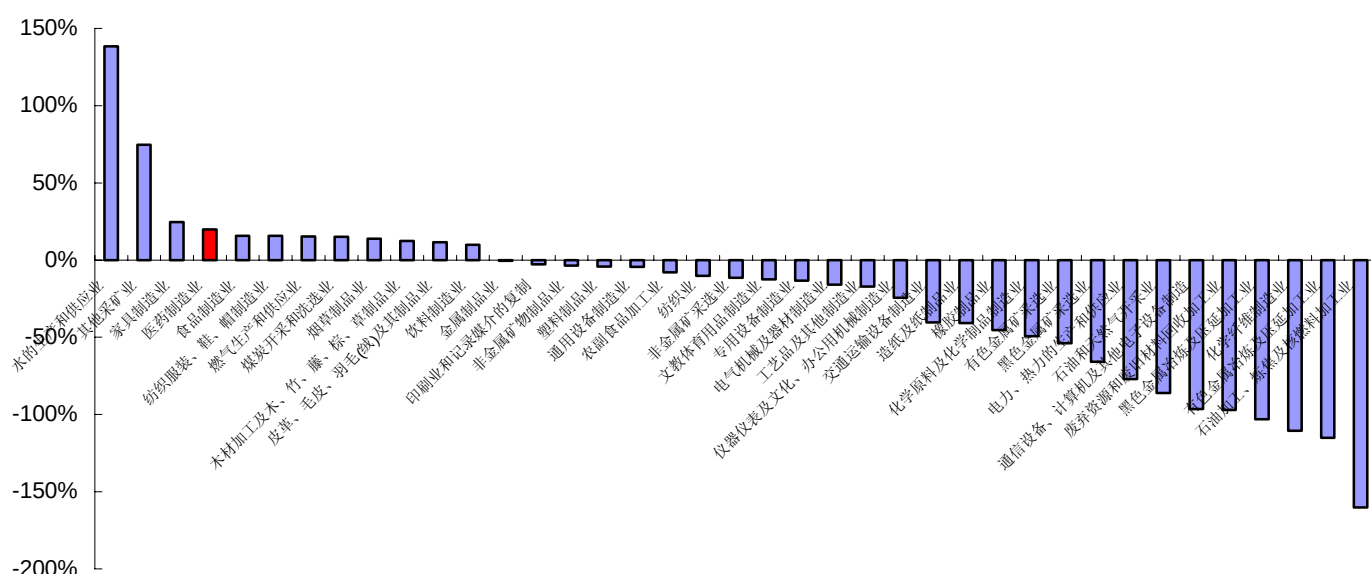
股票代码	股票名称	07EPS	08EPS	09EPS	10EPS	07PE	08PE	09PE	10PE	投资评级
600276	恒瑞医药	0.80	0.82	1.28	1.59	50.80	47.44	30.31	24.44	强烈推荐
002262	恩华药业	0.22	0.35	0.50	0.71	73.25	46.44	32.54	22.92	推荐
600557	康缘药业	0.31	0.53	0.82	1.04	49.10	34.11	22.11	17.48	强烈推荐
000538	云南白药	0.63	0.86	1.11	1.40	56.28	41.20	31.85	25.31	强烈推荐
000999	三九医药	0.29	0.51	0.65	0.78	53.10	30.14	23.85	19.65	推荐
600518	康美药业	0.29	0.39	0.51	0.70	42.50	31.97	24.21	17.67	推荐
600867	通化东宝	0.21	0.23	0.54	0.79	76.92	69.26	29.93	20.33	推荐
600161	天坛生物	0.21	0.27	0.37	0.47	84.30	64.83	47.25	37.60	推荐
002038	双鹭药业	0.54	0.88	1.25	1.65	62.40	38.42	27.00	20.37	推荐
600511	国药股份	0.55	0.78	0.99	1.22	49.05	34.39	27.25	22.02	强烈推荐
000028	一致药业	0.43	0.54	0.79	0.92	41.50	33.23	22.56	19.48	强烈推荐

1、抗周期特性凸显，行业保持稳定增长

09 年 1-2 月，全国规模以上工业企业营业收入同比下降 3.1%，利润总额同比下降 37.3%。医药行业则保持了较为稳定的增长，体现出较强的抗周期性。

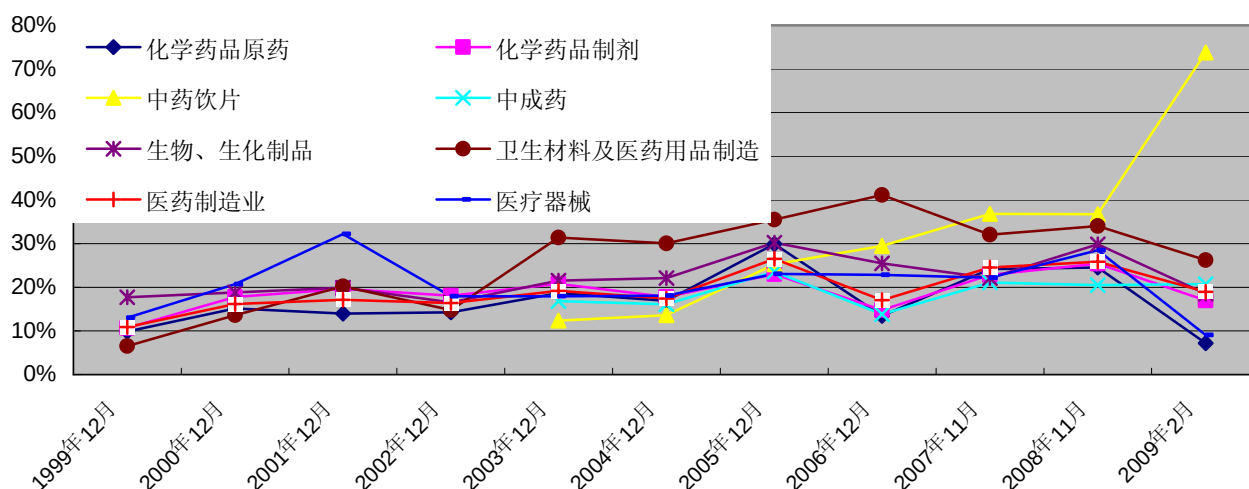
在 09 年 1-2 月各行业的利润增速比较中，医药制造业是利润增长最快的行业之一，1-2 月份行业实现收入同比增长 18.96%，利润总额同比增长 19.85%，由于较大比例的医药工业企业取得了高新技术企业资格，所得税率有所下降，行业净利润增幅应高于利润总额增幅。

图 1：医药制造业与其他行业 09 年 1-2 月的利润增速比较



资料来源：华通人 中投证券研究所

图 2：医药制造业及各子行业历年收入增长情况



资料来源：华通人 中投证券研究所

2、制剂仍是增长主体，中药饮片增幅巨大

09 年 1-2 月医药制造业增长稳定，销售收入、营业利润及利润总额的增长均在 20%左右。维持了 01 年以来的快速增长势头。

表 1：医药及各子行业销售收入、毛利率、三项费用率、营业利润、利润总额变化

	销售收入增长率			毛利率			毛利率变化			营业利润增长率			利润总额增长率		
	08年1、2月	09年1、2月	变化	08年1、2月	09年1、2月	变化	08年1、2月	09年1、2月	变化	08年1、2月	09年1、2月	变化	08年1、2月	09年1、2月	变化
医药制造业	12.29%	11.99%	-0.31%	7.33%	7.50%	0.17%	1.71%	1.58%	-0.12%	22.85%	22.85%	0.00%	19.85%	19.85%	0.00%
化学药品原药	4.70%	5.13%	0.44%	6.14%	6.84%	0.70%	2.24%	2.43%	0.19%	-3.20%	-3.20%	0.00%	6.85%	6.85%	0.00%
化学药品制剂	18.69%	17.79%	-0.90%	7.91%	8.60%	0.69%	1.05%	1.30%	0.25%	23.17%	23.17%	0.00%	13.59%	13.59%	0.00%
中药饮片	6.39%	4.35%	-2.05%	5.63%	4.10%	-1.53%	1.72%	1.23%	-0.49%	48.38%	48.38%	0.00%	79.94%	79.94%	0.00%
中成药	17.57%	16.66%	-0.91%	8.87%	8.01%	-0.86%	1.96%	1.42%	-0.54%	27.98%	27.98%	0.00%	16.76%	16.76%	0.00%
生物、生化制品	7.77%	8.12%	0.34%	7.78%	8.63%	0.85%	1.82%	1.20%	-0.62%	40.67%	40.67%	0.00%	43.41%	43.41%	0.00%
卫生材料用品	7.66%	6.62%	-1.04%	5.11%	5.18%	0.07%	2.00%	1.80%	-0.20%	43.98%	43.98%	0.00%	66.04%	66.04%	0.00%
医疗器械	5.26%	5.95%	0.69%	8.60%	8.57%	-0.03%	1.35%	0.83%	-0.52%	30.69%	30.69%	0.00%	49.24%	49.24%	0.00%

资料来源：华通人 中投证券研究所

注：营业利润系按销售收入减去销售成本、税金和三项费用推算获得，

医药制造业数据并不包括医疗器械。

各子行业表现各异。化学药品制剂，中成药，生物、生化制品均保持了 20% 左右的收入增长，是行业增长的主体，而营业利润的增长均超过了收入增长，印证了我们在策略报告中提出的医院终端将保持高速增长的结论。其中，生物、生化制品由于毛利率提高，营业利润增长达到了 40%以上，其原因是血液制品等产品价格的提高。

由于多数原料药价格趋势向下，化学药品原药是主要子行业中增长速度最慢的，营业利润甚至出现了下滑。

中药饮片收入增长超过 70%，在毛利率降低的情况下营业利润仍增长接近 50%，利润总额增长 80%，是最大的亮点。从图 2 中可以看到，饮片行业的增长加速趋势明显，03，04 年低于 10%，05-08 年则由 20%以上提升至接近 40%，09 年 1-2 月增长超过 70%，我们在前期的报告中提出，中药饮片是一个不规范、发展迅速的产业，集中度提高的趋势非常明显，由于统计的是 500 万以上规模

的企业数据，一方面超过 500 万规模的企业数增加，另一方面优势企业增长速度明显高于行业水平，行业龙头康美药业 08 年饮片业务收入增长 80%。

医疗器械行业的收入增长则低于我们的预期，仅为 9%，原因尚不明确，我们估计是由于医疗器械行业 08 年以来政府订单增多，收入确认时间波动性较大，预计全年仍能有较快的增速。而行业的营业利润水平则增长超过 30%，与销售税金的降低有关。

3、上市公司 08 年增长态势良好

截止 3 月 27 日，共有 59 家医药行业上市公司公布年报，整体收入增长 20.28%，利润总额增长 41.62%，归属于母公司净利润增长率 58.08%。上市公司 08 年整体收入增长情况基本反映了医药行业的增长，而利润增长幅度应该高于行业水平，原因有二：1、上市公司是行业内优秀的群体，盈利能力和增长情况优于平均水平；2、由于部分维生素原料药 08 年处于景气周期高点，相关公司 08 年利润增长幅度巨大，拉动上市公司整体利润的增长。新和成与浙江医药在已公布年报的医药上市公司中利润总额排在前两位，增长均超过 1000%，东北制药排在第 6，增长接近 300%。

表 2：已公布年报医药上市公司收入，利润，归属母公司净利增长情况

代码	公司名称	3 月 27 日股价	08 年 EPS	08 年静 态 PE	收入增 长率	利润总额 增长率	归属母公 司净利增 长率
002001.SZ	新和成	30.62	4.02	7.62	89.60%	1373.22%	1683.43%
600216.SH	浙江医药	19.65	2.16	9.09	70.27%	1169.26%	1618.27%
600196.SH	复星医药	13.61	0.56	24.39	2.16%	10.48%	10.40%
000999.SZ	三九医药	15.40	0.51	30.14	24.12%	61.18%	77.41%
600276.SH	恒瑞医药	38.79	0.82	47.44	22.09%	-8.10%	2.43%
000597.SZ	东北制药	19.54	1.07	18.22	24.38%	278.76%	653.15%
600518.SH	康美药业	12.32	0.39	31.97	33.47%	54.06%	101.61%
600085.SH	同仁堂	15.89	0.50	31.96	8.74%	10.45%	11.19%
600535.SH	天士力	14.61	0.52	27.86	22.87%	39.69%	43.96%
002038.SZ	双鹭药业	33.70	0.88	38.43	50.72%	58.29%	61.62%
600267.SH	海正药业	15.74	0.43	36.21	12.09%	24.21%	39.84%
002007.SZ	华兰生物	40.30	0.83	48.44	35.32%	69.73%	55.49%
000963.SZ	华东医药	11.75	0.39	30.25	23.96%	-7.13%	-2.63%
002022.SZ	科华生物	20.77	0.53	39.46	22.05%	37.73%	40.75%
000028.SZ	一致药业	17.85	0.54	33.23	21.55%	6.51%	23.93%
600521.SH	华海药业	14.25	0.50	28.41	13.36%	-11.29%	13.66%
600529.SH	山东药玻	10.81	0.55	19.59	14.44%	4.27%	27.90%
600557.SH	康缘药业	18.17	0.53	34.11	13.36%	30.54%	47.31%
600436.SH	片仔癀	24.28	1.01	24.13	9.56%	13.59%	47.99%

600161.SH	天坛生物	17.71	0.27	64.82	28.69%	29.05%	27.39%
600750.SH	江中药业	14.00	0.44	31.71	24.74%	37.17%	35.22%
600479.SH	千金药业	21.06	0.72	29.42	17.90%	-28.32%	-25.19%
000952.SZ	广济药业	10.99	0.39	28.01	-28.07%	-58.56%	-49.77%
600594.SH	益佰制药	10.58	0.42	25.35	14.67%	6.49%	5.81%
600572.SH	康恩贝	7.18	0.28	25.29	-11.53%	-31.75%	-13.34%
600351.SH	亚宝药业	19.05	0.54	35.28	27.24%	65.15%	89.65%
000919.SZ	金陵药业	7.41	0.16	45.21	15.49%	-74.21%	-73.14%
600849.SH	上海医药	9.30	0.14	64.58	18.88%	27.40%	23.70%
600201.SH	金宇集团	8.39	0.26	32.63	16.07%	-23.33%	-22.30%
002223.SZ	鱼跃医疗	27.40	0.60	45.64	38.65%	28.19%	63.26%
002118.SZ	紫鑫药业	15.30	0.44	34.86	30.87%	10.29%	11.24%
600488.SH	天药股份	7.80	0.09	84.32	25.46%	78.90%	92.14%
002019.SZ	鑫富药业	10.14	0.22	46.99	-37.24%	-85.99%	-82.83%
002030.SZ	达安基因	9.65	0.19	49.51	15.36%	11.51%	11.62%
600666.SH	西南药业	7.68	0.19	39.94	21.04%	5.46%	3.82%
600789.SH	鲁抗医药	4.83	0.06	79.83	22.36%	55.54%	35.54%
000756.SZ	新华制药	5.38	0.07	72.41	11.13%	-1.01%	3.80%
600422.SH	昆明制药	6.00	0.10	58.71	1.60%	18.77%	10.49%
600713.SH	南京医药	8.28	0.12	68.43	21.95%	-47.72%	-35.02%
600587.SH	新华医疗	10.57	0.22	47.57	23.83%	31.62%	33.14%
000739.SZ	普洛股份	6.20	0.11	54.77	20.06%	-12.25%	-4.55%
600055.SH	万东医疗	8.24	0.13	62.85	13.40%	8.94%	1.30%
600079.SH	人福科技	7.19	0.20	35.77	44.44%	15.68%	-59.15%
600222.SH	太龙药业	4.78	0.07	65.48	65.09%	0.72%	11.96%
000591.SZ	桐君阁	6.48	0.11	59.02	12.06%	6.37%	0.46%
000661.SZ	长春高新	17.06	0.15	111.50	21.46%	63.03%	167.29%
000766.SZ	通化金马	4.25	0.04	110.97	5.45%	-15.03%	-8.76%
000788.SZ	西南合成	7.05	0.07	106.50	0.91%	30.17%	2.11%
000705.SZ	浙江震元	6.88	0.10	70.42	16.57%	25.59%	58.41%
600466.SH	迪康药业	6.89	0.06	119.20	15.24%	85.88%	84.30%
000790.SZ	华神集团	11.15	0.03	435.55	31.75%	640.33%	176.82%
002166.SZ	莱茵生物	12.36	0.06	197.13	-8.37%	-81.16%	-80.69%
000809.SZ	中汇医药	9.76	0.03	337.72	23.85%	-34.22%	-43.92%
600869.SH	三普药业	12.34	-0.47	-26.23	17.92%	-841.60%	-963.81%
医药行业					20.28%	41.62%	58.08%

资料来源：WIND 中投证券研究所

注：按归属于母公司所有者净利润额排列

4、继续看好医药行业

医药行业作为弱周期行业，具有稳定增长的特点，而在目前政府拉动内需的大环境下，医疗消费将得到提振。从我们所跟踪的行业以及上市公司的情况来看，行业仍然维持稳定的增长水平，维持我们对行业全年 20%增长的估计，

继续看好行业发展。

坚持需求释放以及产业集中的主线，持续快速成长的细分领域龙头公司恒瑞医药、云南白药、国药股份、天坛生物、恩华药业等仍是配置的首选，长期持有将获得稳定收益。近期我们还建议关注：

- 1、医药商业板块（一致药业、国药股份、复星医药、南京医药）；
- 2、医改带来的机会，尤其是受益于基本药物目录的公司（天士力、白云山 A、三九医药、沃华医药、康恩贝、金陵药业）；
- 3、创新型药物可能有突破，不受估值限制的生物制药板块（双鹭药业、通化东宝、兰生股份、st 中源）等；
- 4、关注产业整合所带来的机会（上实医药、太极集团、万东医疗）。

由于医药板块公司众多，以上未提及的一些公司也可能产生巨大的投资机会，建议持续关注我们相关报告。

表 3: 主要关注公司盈利预测和投资评级

公司	投资评级	股价(3月27)	07	08/E	09E	10E	07	08/E	09E	10E	08-10年复合增长率
化学原料药											
海正药业	推荐	15.74	0.31	0.43	0.60	0.82	50.8	36.6	26.2	19.2	38.09%
华海药业	推荐	14.25	0.44	0.50	0.62	0.76	32.5	28.5	23.0	18.8	23.29%
新和成	无评级	30.62	0.23	4.02	3.00	2.14	135.9	7.6	10.2	14.3	-27.01%
浙江医药	无评级	19.65	0.13	2.16	2.54	2.05	156.2	9.1	7.7	9.6	-2.58%
化学药制剂											
恒瑞医药	强烈推荐	38.79	0.80	0.82	1.28	1.59	48.5	47.3	30.3	24.4	39.25%
恩华药业	推荐	16.27	0.22	0.35	0.50	0.73	74.0	46.5	32.5	22.3	44.42%
华东医药	推荐	11.75	0.40	0.39	0.57	0.74	29.4	30.1	20.6	15.9	37.75%
中药											
康缘药业	强烈推荐	18.17	0.37	0.53	0.82	1.04	49.1	34.3	22.2	17.5	40.08%
天士力	推荐	14.61	0.37	0.50	0.62	0.70	39.5	29.2	23.6	20.9	18.32%
S三九	推荐	15.4	0.29	0.51	0.65	0.78	53.1	30.2	23.7	19.7	23.67%
康美药业	推荐	12.32	0.29	0.39	0.51	0.70	42.5	31.6	24.2	17.6	33.97%
云南白药	强烈推荐	35.49	0.70	0.86	1.11	1.40	50.7	41.3	32.0	25.4	27.59%
东阿阿胶	中性	16.37	0.31	0.54	0.68	0.85	52.8	30.3	24.1	19.3	25.46%
生物药											
双鹭药业	推荐	33.7	0.54	0.88	1.25	1.65	62.4	38.3	27.0	20.4	36.93%
科华生物	推荐	20.77	0.35	0.53	0.65	0.79	58.8	39.2	32.0	26.3	22.09%
达安基因	推荐	9.65	0.18	0.19	0.30	0.40	53.6	50.8	32.2	24.1	45.10%
华兰生物	推荐	40.3	0.53	0.83	1.20	1.46	76.0	48.6	33.6	27.6	32.63%
上海莱士	推荐	27.15	0.51	0.66	0.79	0.99	53.2	41.1	34.4	27.4	22.47%
天坛生物	推荐	17.71	0.21	0.27	0.37	0.47	84.3	65.6	47.9	37.7	31.94%
通化东宝	推荐	16.16	0.21	0.23	0.54	0.79	77.0	70.3	29.9	20.5	85.33%
医药商业											
一致药业	强烈推荐	17.85	0.43	0.54	0.75	0.90	41.5	33.1	23.8	19.8	29.10%
国药股份	强烈推荐	26.86	0.55	0.78	0.99	1.22	48.8	34.4	27.1	22.0	25.06%

资料来源: 中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 5 年证券行业从业经验, 2006 年和 2007 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

主要研究覆盖化学药&医药商业&现代中药: 海正药业、华海药业、新和成、浙江医药、恒瑞医药、华东医药、国药股份、一致药业、康缘药业、天士力等

李昱, 中投证券研究所医药行业分析师, 理学硕士。2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名

主要研究覆盖生物医药、传统中药、医疗器械: 云南白药、三九医药、康美药业、康恩贝、通化东宝、双鹭药业、天坛生物、科华生物、达安基因、华兰生物、上海莱士等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434