

医药行业 09 年 1-2 月数据分析及板块一季度预测

医药行业

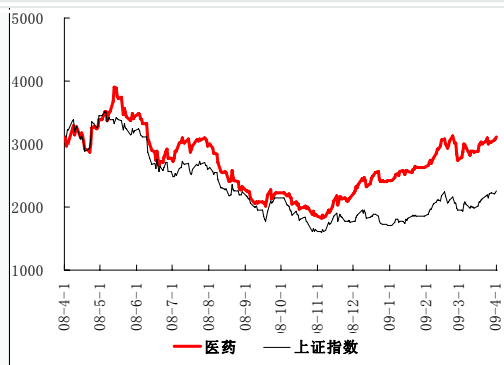
增持（维持）

报告日期：2009 年 4 月 2 日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅（%）
天相行业指数	3108	13.59%
天相流通指数	2741	20.15%
上证指数	2408	15.61%

行业指数近一年走势图



相关报告：

本报告关注点：

- 比较分析医药行业09年1-2月收入、利润增速；
- 分析子行业前两月的收入和利润增速，并结合相关板块及部分上市公司做出一季度的业绩预测；
- 建议关注四方面的投资策略

投资要点：

- **09年1-2月医药行业收入及利润总额增速相对稳健。**作为典型的非周期性行业，医药行业09年1-2月实现销售收入1117.62亿元，同比增长18.96%，实现利润总额103.02亿元，同比增长19.86%。虽然两者增速相对于08年同期明显放缓，但相对于其他行业仍然显示出其稳健增长的特征。
- **细分行业增速不同；全行业产品产销两旺。**09年1-2月化学原料药、制剂制造、中成药行业收入和利润总额增速均下降较为明显，我们认为这主要是由于去年同期基数过大导致；生物制品行业收入增速有所下降，利润总额增速同比去年有所上升；而中药饮片行业09年1-2月无论收入还是利润总额增速均表现相当突出，这可能是由于08年来中药饮片行业强制执行GMP认证，行业走向规范，集中度有所加大，规模以上企业利用这个机会迅速抢占中小企业市场份额所致。另外数据显示各子行业仍然处于产销两旺的态势，
- **板块表现明显弱于大盘，估值溢价继续回落。**自2009年1月22日至4月1日收盘，上证指数上涨21.31%，沪深300指数上涨26.04%，同期天相医药板块指数上涨19.65%，明显跑输大盘。主要是由于近期投资者认为经济开始复苏，医药行业作为防御性品种则被置放在遗忘的角落；第二、医改方案迟迟未出台，缺乏行业性利好刺激。不过，经过两个多月的滞涨，医药板块相对于大盘的估值水平已经有所回落。而随着年报的进一步披露，这种相对的估值溢价将继续回落。
- **投资策略。**1) 建议继续持有恒瑞医药、云南白药、国药股份一线股，等待市场估值上移；2) 持有天士力、康美药业、天坛生物等具有成为一线股潜力的二线股，用时间换取更大的空间；3) 关注产品有望进入基本药物目录的企业，如果同仁堂、三九医药、白云山等；4) 关注产业整合带来的投资机会，如上实系、华立系和太极系的多家公司。而背靠央企，有强烈收购意愿的中国医药也非常值得关注。

联系人一周浩

021-58824282-889 zhouh@txsec.com

联系人一施剑刚

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

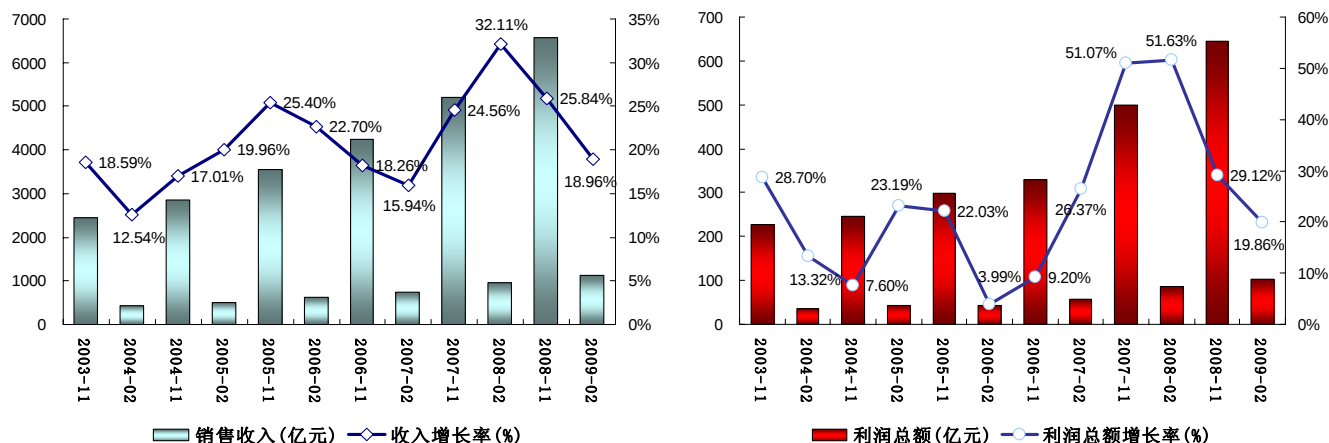


1. 09 年 1-2 月行业数据分析

1.1 行业整体增速明显放缓

2009 年 1-2 月，医药行业总计实现销售收入 1117.62 亿元，同比增长 18.96%，实现利润总额 103.02 亿元，同比增长 19.86%。两者增速相对于 08 年同期明显放缓，其中销售收入增速同比下降了 13.15 个百分点，利润总额的增速同比下降了 31.77 个百分点。2007 年和 2008 年是医药行业实现恢复性增长的时期，加之全民社会保障体系的大力推进，07 年和 08 年连续两年无论是行业的销售收入还是利润总额都实现了高增长。09 年的增速放缓，回归到正常水平也是合理的。从盈利能力来看，09 年 1-2 月行业整体毛利率为 31.92%，税前利润率为 9.22%，相对于去年同期均稍有提升。

图表 1：医药制造业 09 年 1-2 月销售收入、利润总额及增长情况



资料来源：国家统计局、天相投顾

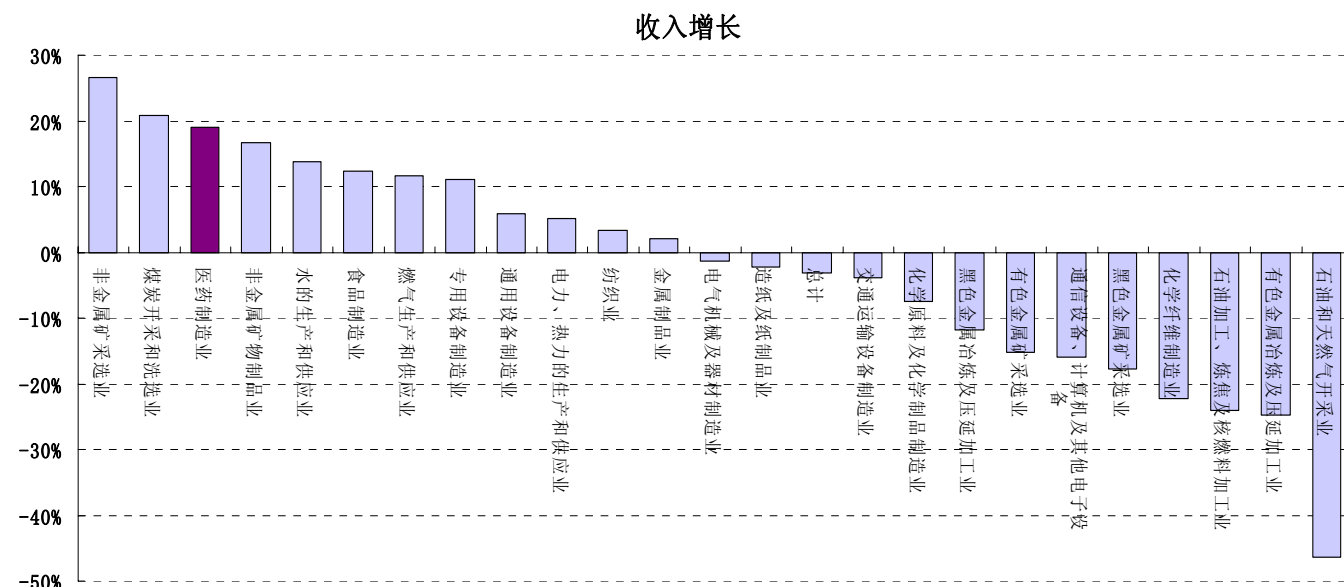
1.2 相对其他行业更体现增长的稳定性

08 年以来，全球受到金融危机的影响，经济下行，大多行业景气度下降，无论收入和利润均进入下行通道，09 年初，部分行业稍有好转。我们选择国家统计局的分类标准，再结合二级市场的行业分类，选取较有代表性的 24 个行业作为比较对象。结果显示，2009 年 1-2 月，销售收入和利润总额均实现正增长的行业并不多见，而以食品、医药为代表的非周期性行业在这轮经济周期表现相对强势，无论收入还是利润均保持正增长。

回顾医药行业 15 年的历史，以年度为单位与 GDP 比较，在 98 年亚洲金融危机时，医药行业的收入的确受到经济周期的影响，不过利润总额方面增速基本上没有受到宏观经济的影响，最难能可贵的是，15 年来我国制药行业的利润总额增速一直是正增长。

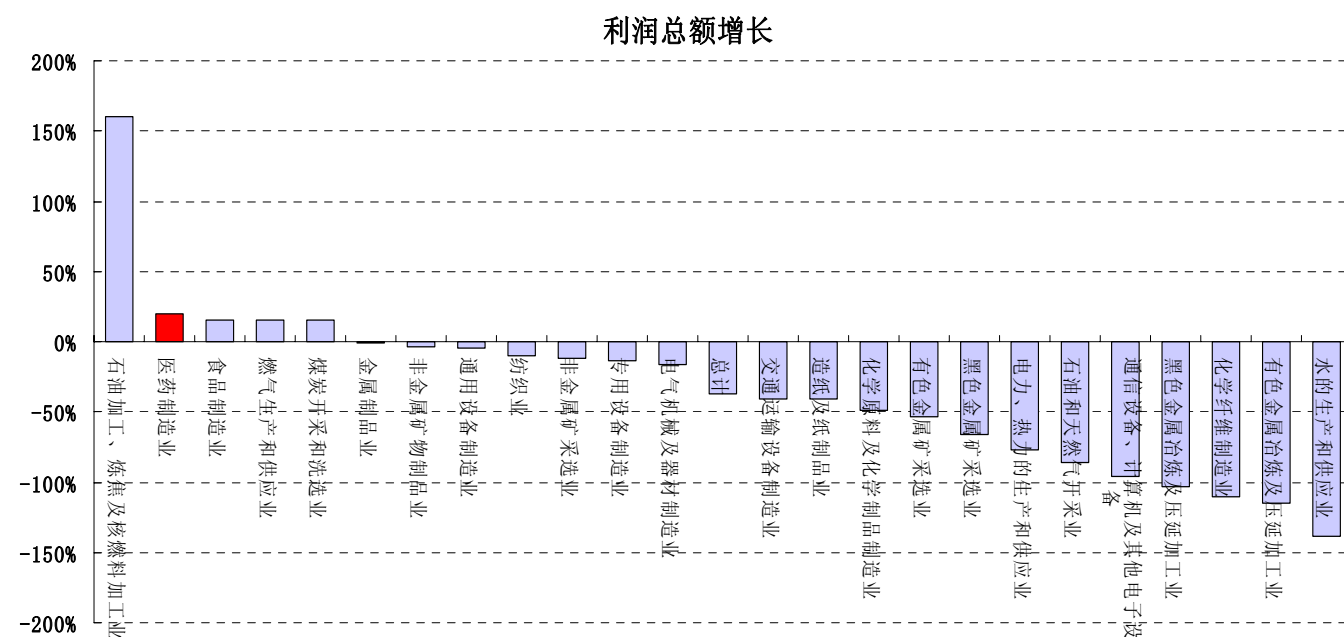
医药行业在经历了“整治”之后，行业本身逐渐趋于规范；医改方案即将推出，社会保障体系的进一步完善，药品需求不断扩大，都有助于行业继续稳定持续发展。

图表 2：各行业 09 年 1-2 月收入增速比较



资料来源：国家统计局、天相投顾

图表 3：各行业 09 年 1-2 月利润总额增速比较



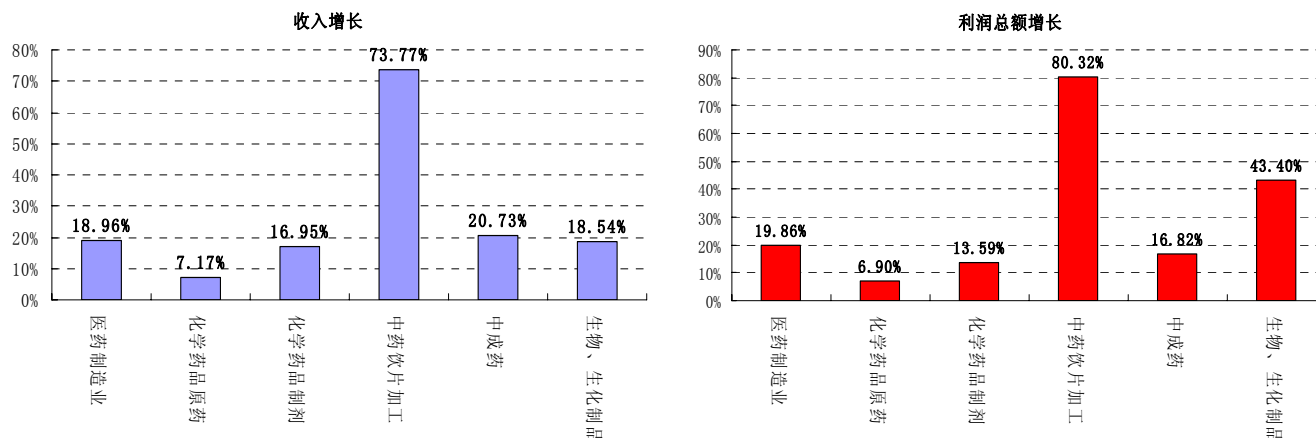
资料来源：国家统计局、天相投顾

2. 主要细分行业表现不一

从细分行业表现来看，医药制造业五个重要子行业中，化学药品原药制造、制剂制造、中成药制造业行业收入和利润总额增速均下降较为明显，我们认为这主要是由于去年同期基数过大导致；生物制品行业收入增速有所下降，利润总额增速同比去年

有所上升；而中药饮片行业 09 年 1-2 月无论收入还是利润总额增速均表现相当突出，这可能是由于 08 年来中药饮片行业强制执行 GMP 认证，行业由散乱差走向规范，集中度有所加大，规模以上企业利用这个机会迅速抢占中小企业市场份额，因此行业数据表现突出。

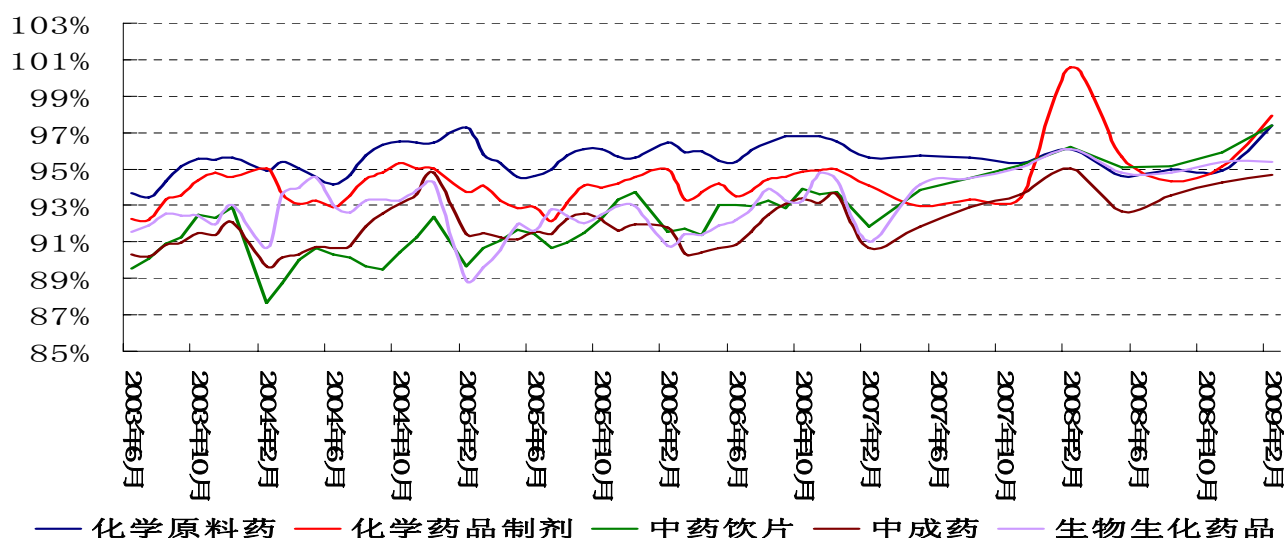
图表 4：医药行业各子行业收入与利润总额增速比较



资料来源：国家统计局、天相投顾

而从产销率来看，各子行业多年来一直保持 90% 左右的水平，08 年下半年开始，各子行业产销率进一步上升，09 年 2 月，均达到 95% 以上的水平，表明医药行业仍然处在景气周期之内，产销两旺。

图表 5：医药行业各子行业产销率情况

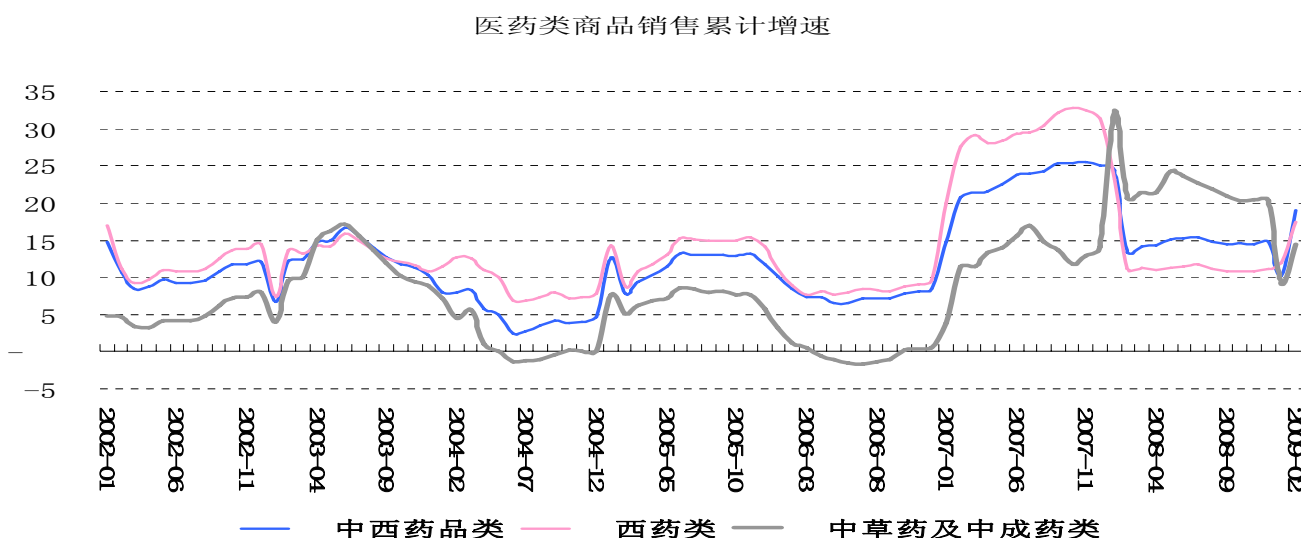


资料来源：国家统计局、天相投顾

从需求来看，国家统计局限额以上批零企业销售累计增速显示，无论是西药还是中药，累计销售增速均排在各类商品累计增速的前列，表明了医药商品需求稳定。虽然 09 年 1 月这个增速稍有下降，参照历史数据，我们认为这主要是春节因素带来的影响，09 年 2 月各类医药商品的销售增速又迅速抬头。我们认为医药商品全年的销

售增速将保持稳定快速的的增长。另外数据表明终端需求情况基本与工业企业销售收入增速保持一致，进一步说明了医药行业产销两旺的态势。

图表 6：医药类商品销售累计增速



资料来源：国家统计局、天相投顾

2.1 上游子行业表现及重点公司一季报前瞻

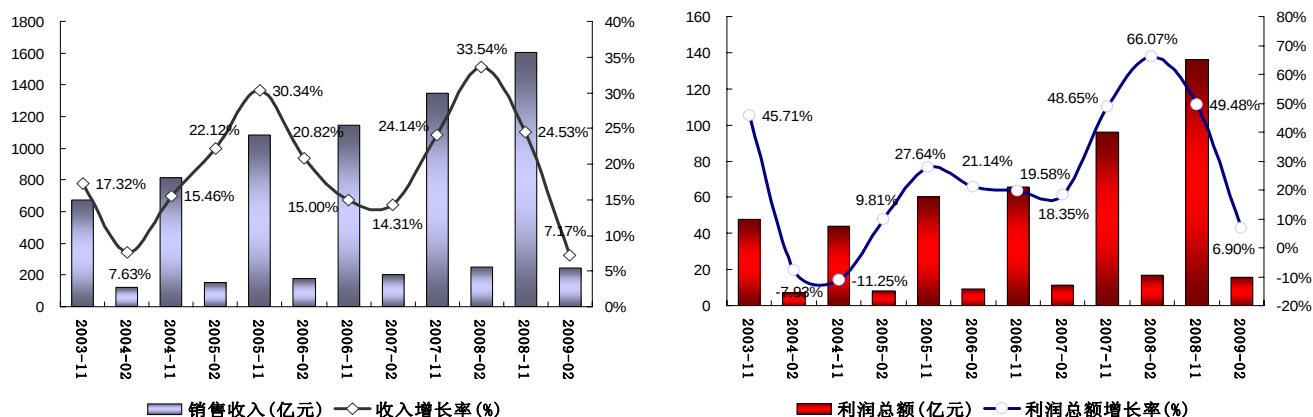
2.1.1 化学药品原药制造业

化学药品原药制造业 2009 年 1-2 月实现销售收入 243.24 亿元,同比增长 7.17%,实现利润总额 15.49 亿元,同比增长 6.90%。由于 08 年同期化学原料药处于景气周期顶端,造成基数较大,因此 09 年该子行业增速下滑也在预料之中。

具体品种方面,最新信息显示,总体来看,维生素行业呈现出价跌量增的局面。只有维生素 C 一枝独秀,继一月份后再次保持价量齐升。而其它品种如维生素 E、维生素 A 以及维生素 B2 的出口量增价减。我们认为这主要是由于生产厂商降价刺激需求而做出的选择。事实证明,价格的下降对需求的刺激作用较大,其中 VB2 的表现最为明显。这也证明了我们的判断,即 08 年价格过快上涨,而在现今成本下降和需求不振的背景下,一些高价品种以降价来刺激需求是可能甚至是完全必要的。

上市公司中东北制药、华北制药都是 VC 生产的主要企业,两家公司在 08 年都有不俗的表现,09 年一季度这两家公司的业绩将呈现高增长。维生素 E 和维生素 A 主要影响的是新和成与浙江医药。随着二季度采购旺季的到来,价格的逐渐下降将释放被压抑的需求,因此在保证一定毛利率的同时适当地降低价格将对公司的销售产生积极作用。

图表 7：化学药品原药制造业收入、利润总额及增速



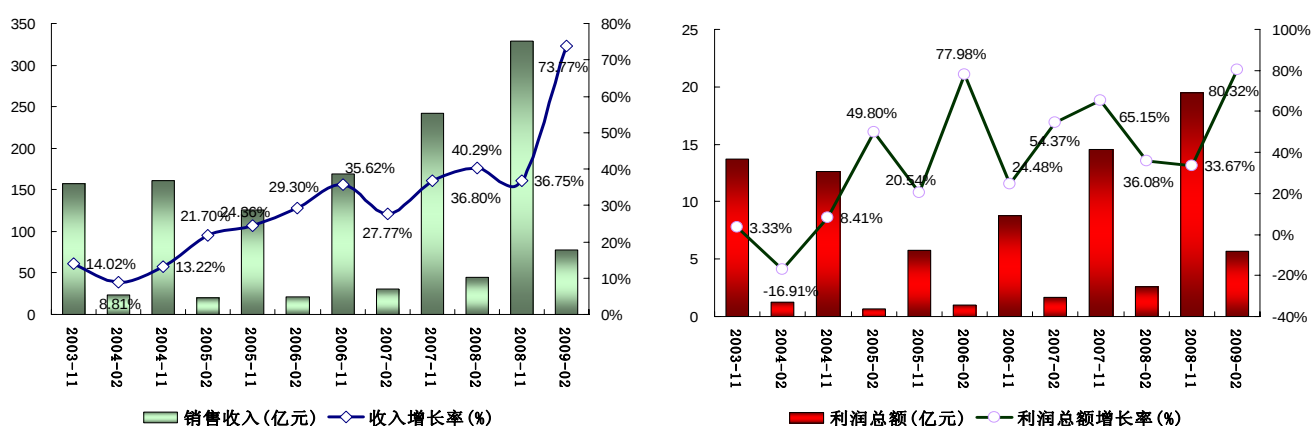
资料来源：国家统计局、天相投顾

2.1.2 中药饮片制造业

中药饮片制造业 2009 年 1-2 月实现销售收入 77.59 亿元，同比增长 73.77%，增速同比 08 年上升了 33.48 个百分点；实现利润总额 5.68 亿元，同比增长 80.32%，同比上升了 44.24 个百分点。我们认为这可能是由于 08 年来中药饮片行业强制执行 GMP 认证，行业由散乱差走向规范，集中度有所加大，规模以上企业利用这个机会迅速抢占中小企业市场份额，因此行业数据表现突出。另外行业基数较小也是原因之一。

随着标准的逐步执行，我们认为该子行业未来将逐步实现规范化发展，集中度会进一步加大，规模优势和标准优势将会更加突出。上市公司方面我们继续建议关注康美药业，公司是中药饮片龙头企业，标准领先全行业，并依靠自身地缘优势和规模优势不断做大做强，公司 08 年实现了业绩高速增长，09 年 1 季度公司饮片及中药材贸易增长良好，加之 09 年 1 季度执行 15% 的所得税率，因此我们判断公司 09 年 1 季度业绩仍然有望高速增长。

图表 8：中药饮片加工制造业收入、利润总额及增速



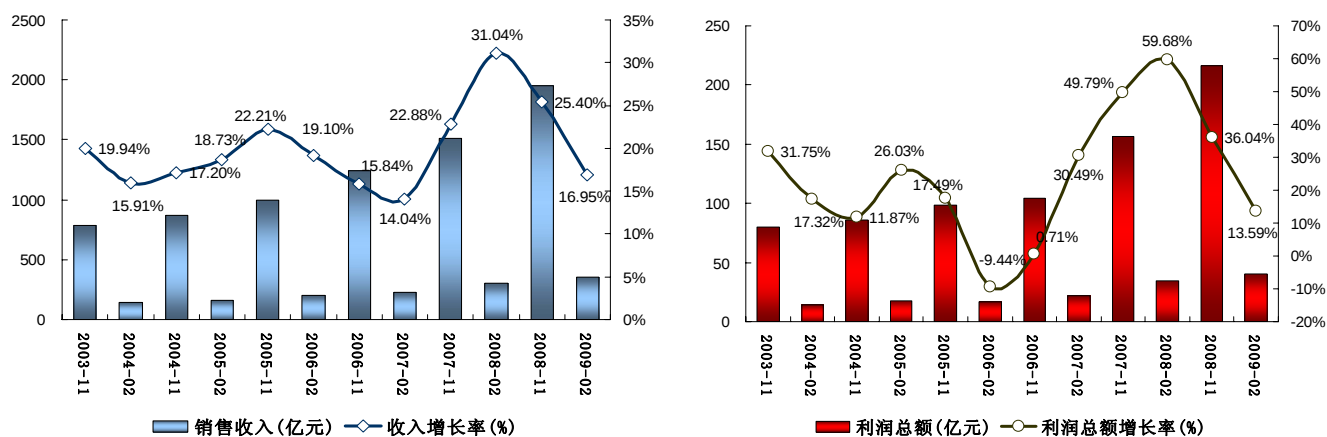
资料来源：国家统计局、天相投顾

2.2 下游成药行业表现及重点公司一季报前瞻

2.2.1 化学药品制剂制造业

化学药品制剂制造业 2009 年 1-2 月实现销售收入 357.81 亿元，同比增长 16.95%，增速同比 08 年下降了 14.09 个百分点；实现利润总额 40.29 亿元，同比增长 13.59%，同比下降了 46.09 个百分点。虽然增速下降较多，但我们认为主要是由于 08 年基数较大所致，而且相比 06 年行业低谷出现的增收不增利的情况相比，行业收入和利润总额增速基本同步，表明了目前行业运行情况正常。

图表 9：化学药品制剂制造业收入、利润总额及增速



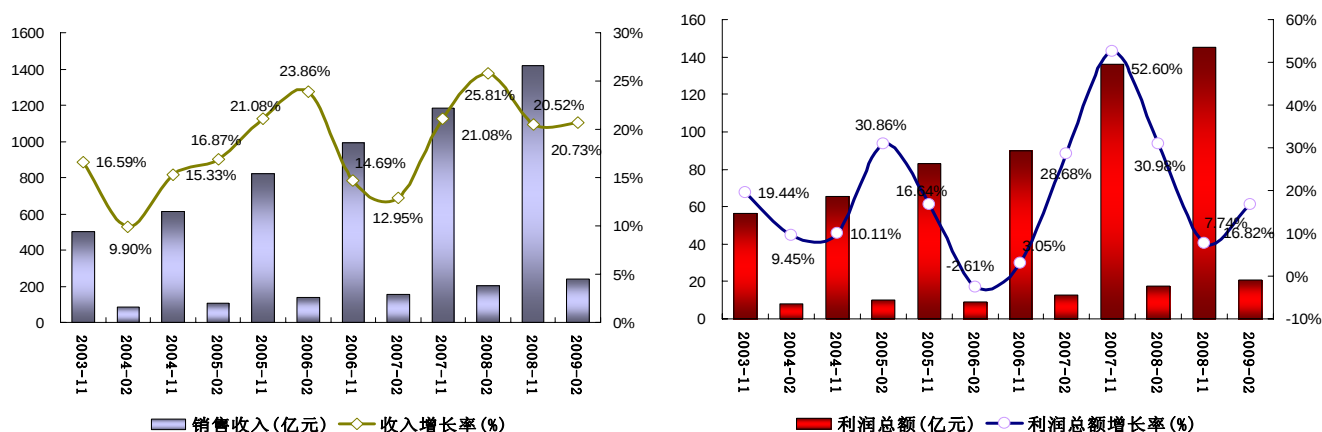
资料来源：国家统计局、天相投顾

随着全民医保体系的不断推进和国家加大投入，我们认为化学药品制剂行业未来仍可以保持稳定增长。上市公司方面我们仍然建议关注可能会受益于医改市场扩大和研发实力突出的专科用药生产企业。如恒瑞医药、双鹤药业和华东医药。其中恒瑞医药一季度凭借其主业的良好增长和去年 1 季度非经常性损益影响较大的因素，09 年 1 季度增速有望达到 50% 左右。双鹤药业也将凭借以大输液、北京降压零号为代表的普药增长实现业绩的快速增长。

2.2.2 中成药加工制造业

中成药制造业 2009 年 1-2 月实现销售收入 242.53 亿元，同比增长 20.73%，增速同比 08 年同期下降了 5.08 个百分点；实现利润总额 20.91 亿元，同比增长 16.82%，同比下降 14.16 个百分点。毛利率同比下降了 1.69 个百分点。

图表 10：中成药制造业收入、利润总额及增速



资料来源：国家统计局、天相投顾

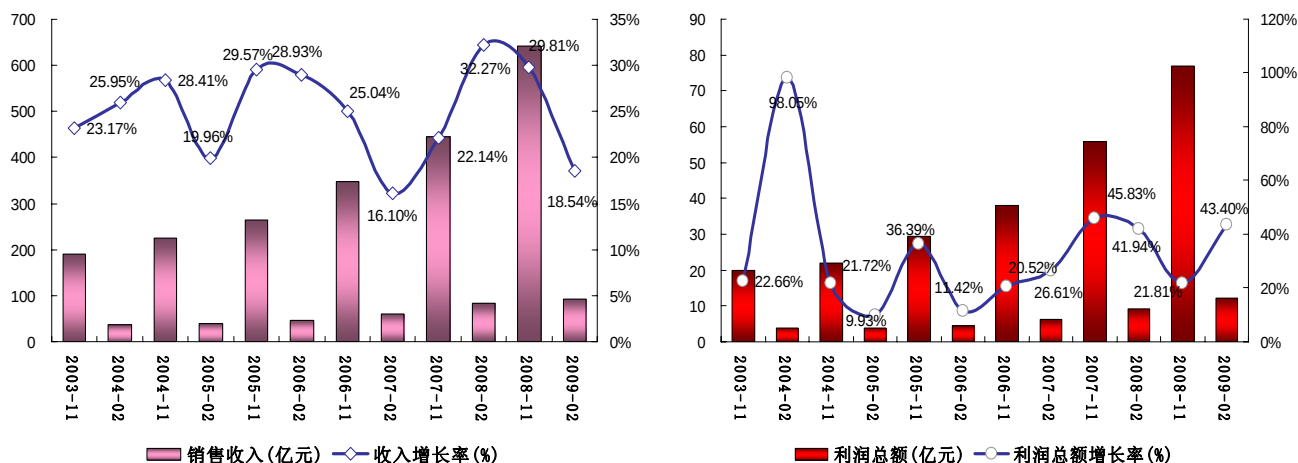
中药行业一直是国家大力扶持的行业，在医改方案中也特别提到加大对中医药的扶持力度和应用范围，我们认为一方面传统中药产品或将收益，另一方面现代中药剂型也是未来重要的发展方向。

上市公司方面我们建议关注具有独家产品或将进入医改基本药物目录的企业，这些企业或将受益于进入基本药物目录后市场容量的扩大，和品牌效应的累计，实现业绩的快速增长。

2.2.3 生物、生化制造业

生物、生化制造业 2009 年 1-2 月实现销售收入 92.63 亿元，同比增长 18.54%，增速同比 08 年同期下降了 13.73 个百分点；实现利润总额 12.06 亿元，同比增长 43.40%，同比增长了 1.46 个百分点。得益于成本控制得力，毛利率同比增长 3.66 个百分点。

图表 11：生物、生化制造业收入、利润总额及增速



资料来源：国家统计局、天相投顾

虽然目前生物制药行业在整个医药行业的所占比重较小，但是其技术在整体上应当是领先于行业水平的，特别是在一些高精尖领域已经达到国际水平，加之创业板呼之欲出，在未来将会有一批具有高成长创新性企业涌现，带动整个行业的成长。我们建议关注创新能力和市场开拓能力较强的双鹭药业、科华生物；疫苗行业的龙头企业天坛生物和血液制品行业的华兰生物和上海莱士。

图表 12：重点覆盖上市公司 09 年 1 季度业绩预测

二级行业	代码	简称	1Q08	1Q09	增长	二级行业	代码	简称	1Q08	1Q09	增长
化学药	000522	白云山 A	0.07	0.08	18.5%	中药	000423	东阿阿胶	0.13	0.19	41.7%
	600062	双鹤药业	0.23	0.28	24.2%		000538	云南白药	0.16	0.20	26.9%
	600079	人福科技	0.03	0.03	12.1%		000650	仁和药业	0.05	0.06	17.0%
	600276	恒瑞医药	0.14	0.22	49.7%		000999	三九医药	0.08	0.09	14.4%
	600664	哈药股份	0.11	0.13	11.8%		002219	独一味	0.12	0.15	27.4%
	板块				30.0%		600329	*ST 中新	0.13	0.15	13.5%
化学原料药	000597	东北制药	0.09	0.31	351.0%	600332	广州药业	0.14	0.07	-52.2%	
	000952	广济药业	0.23	0.07	-69.2%	600436	片仔癀	0.21	0.25	17.9%	
	002001	新和成	0.73	0.80	9.2%	600479	千金药业	0.11	0.15	33.8%	
	002019	鑫富药业	0.22	0.05	-77.3%	600518	康美药业	0.08	0.13	63.1%	
	600216	浙江医药	0.17	0.25	46.0%	600557	康缘药业	0.11	0.15	41.1%	
	600267	海正药业	0.10	0.11	9.8%	600750	江中药业	0.16	0.18	14.1%	
	600521	华海药业	0.11	0.12	13.4%	板块				14.7%	
	600812	华北制药	0.01	0.05	241.5%	000028	一致药业	0.13	0.21	55.4%	
板块				18.8%	000963	华东医药	0.11	0.14	24.7%		
生物制品	002007	华兰生物	0.10	0.17	78.8%	医药流通	600056	中国医药	0.12	0.11	-8.2%
	002022	科华生物	0.11	0.20	82.3%		600511	国药股份	0.20	0.22	10.6%
	002030	达安基因	0.03	0.07	119.1%		600713	南京医药	0.04	0.05	20.8%
	002038	双鹭药业	0.14	0.18	30.1%		600849	上海医药	0.04	0.05	16.5%
	002252	上海莱士	0.20	0.29	46.1%	板块				20.1%	
	600161	天坛生物	0.03	0.06	85.2%	医疗器械	002223	鱼跃医疗	0.11	0.20	85.6%
	600867	通化东宝	0.05	0.08	67.0%		600055	万东医疗	0.02	0.04	132.2%
	板块				45.3%		600587	新华医疗	0.03	0.05	55.4%
09 年 1 季度医药板块整体业绩同比 08 年同期预测增速为 22.4%							600763	通策医疗	0.01	0.04	163.2%
						板块					96.7%

资料来源：上市公司报告，天相投顾

3. 投资策略

对于医药行业，我们继续看好行业的发展前景，医药行业作为弱周期行业，绝对增长相当稳健，尤其在当前政府扩大内需的大环境下，加之全民医疗保障体系的不断推进，医疗消费市场将持续扩大。

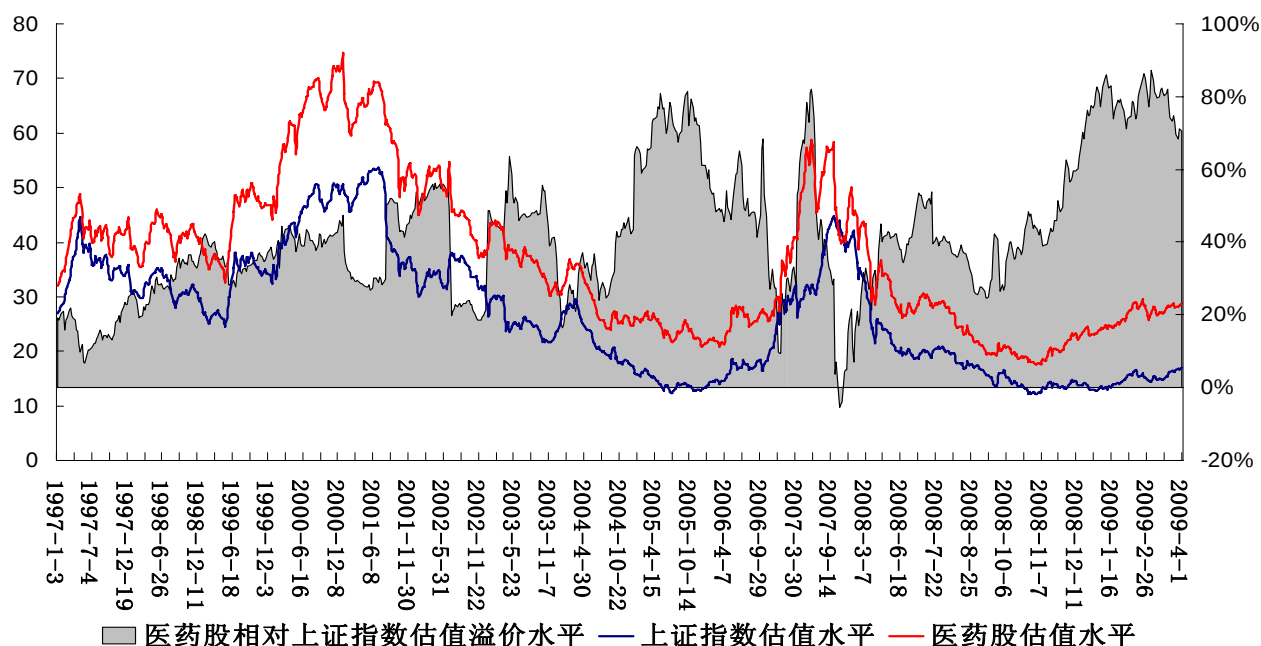
近期医药板块市场表现不佳。1 月下旬以来，周期性行业板块轮动，医药板块明显滞胀。自 2009 年 1 月 22 日至 4 月 1 日收盘，上证指数上涨 21.31%，沪深 300 指数上涨 26.04%，同期天相医药板块指数上涨 19.65%，明显跑输大盘。主要是由于上近期投资者认为经济开始复苏，追逐周期性行业和可选消费品，而医药行业作为防御性品种则被置放在遗忘的角落里；第二医改方案迟迟未出台，缺乏行业性利好，而其

他行业频频出现政策性利好刺激。不过，经过两个多月的滞胀，加之很多上市公司年报出台，医药板块的整体估值相对于大盘的估值水平已经不显得那么高高在上了。我们认为随着年报的进一步披露，这种相对的估值溢价将继续回落。

现阶段我们认为投资策略可以分为四种：

- 1、继续持有一线股，伴随公司的长期发展，追求稳定长期收益，并等待市场估值整体上移。如云南白药、恒瑞医药、国药股份等。
- 2、关注成长性良好二线股票，如天士力、康美药业、天坛生物，这些股票具有很高的发展潜力，和可持续发展能力，未来完全可以拥有一线股的估值水平。持有这类股票不仅可以享受到市场整体估值的提升，又可以享受到二线股向一线股迈进的收益。
- 3、关注医改带来的机会，尤其是有产品能够进入基本药物目录的公司，如：同仁堂、三九医药、白云山 A、独一味等；
- 4、关注行业并购整合带来的投资机会，如上实系、华立系、太极系等；而背靠医药领域扩张意愿较强的央企中国通用技术集团的中国医药也非常值得关注。

图表 13：医药股相对于上证指数的溢价水平（剔除微利，更新至 4 月 1 日）



资料来源：天相投资分析系统

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华苑小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002