

化学制药

低估值个股将重新获得关注

产业部门/行业

投资要点:

- 2009 年第一季医药板块上涨 27.2%，落后于大盘 3 个百分点，在大盘逐步走出上扬行情以后，医药板块作为防御性的产品，较高的估值，高成长的不确定性让投资者无法继续给予医药板块更高的溢价水平；
- 医疗体制改革方案有很大可能在二季度公布，对医药板块的构成短期的利好因素，但是我们一直坚持认为医改对药品生产企业的影响并不都是正面因素，对医药股的评价还是要看企业自身的质地；
- 从统计局公布的 2009 年前两个月行业数据来看，医药行业销售收入和利润的增长都有下滑，化学原料药下滑的幅度最大，化学制剂和中成药两个制剂子行业保持了较为稳定的增长，生物生化子行业的景气度最高；
- 截至 2009 年 3 月 31 日，共有 66 家医药类上市公司公布了年报，销售收入增长 18%，剔除各种非经常性因素，营业利润增长 35%，保持较高的水平，但是结合 2009 年行业数据，2009 年上市公司业绩的增长也会有所放缓；
- 2009 年第二季度如果经济复苏不如市场预期，防御性股票将会重新进入资金的视野，在成长性无法成为投资理由的情况下，低估值将会成为投资的理由，一季度业绩成为全年判断的标杆；
- 个股中关注 1) 低估值股票，如三精制药、东北制药、双鹤药业和益佰制药；2) 有重组预期的股票，如上实医药；3) 目前依然保持较高证券投资比例的公司，如健康元、丽珠集团和金陵制药。

优于大势

维持评级

2009 年 4 月 3 日

走势图



重要公司	评级
三精制药	推荐
益佰制药	谨慎推荐
东北制药	谨慎推荐
双鹤药业	谨慎推荐
上实医药	谨慎推荐
健康元	短线关注
丽珠集团	短线关注
金陵制药	短线关注

分析师: 宋晗

TEL: (8621)6336 7000-254

FAX: (8621)6337 3209

Email: songh@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20

(邮编 200002)

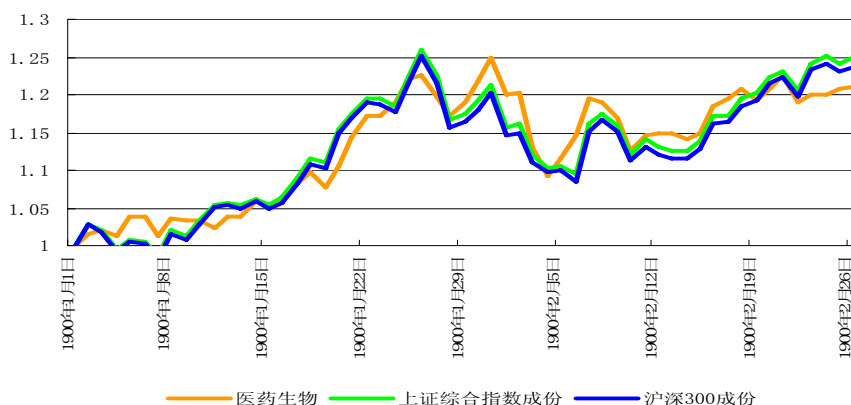
2009 年第一季度，A 股走出了久违的上涨走势，一季度的涨幅高达 30%，医药板块没有再能延续 2008 年第四季度的辉煌，板块整体涨幅只有 27.2%，落后大盘近 3 个百分点。在大盘逐步走出上扬行情以后，医药板块作为防御性的产品，较高的估值，高成长的不确定性让投资者无法继续给予医药板块更高的溢价水平。

截至 2009 年 3 月 31 日，共有 67 家医药类上市公司公布了 2008 年业绩报告，2008 年共实现销售收入 1200 亿元，同比增长 18%，实现净利润 93 亿元，比 2007 年增长 50% 以上，但是 2008 年经历了证券投资收益的大幅波动，大宗原料药产品价格的巨幅变化以及所得税率的变化都对净利润的变动产生了较大的影响，剔出相关因素，主营业务产生的利润比 2007 年增长幅度在 35% 左右，医药行业又取得了比较好的年景。

2009 年第二季度对于医药板块的投资是一个关键的时刻，医疗体制改革的实施方案极有可能在第二季度公布，细则的公布已经地方政府相关试点政策的细化可以给行业对未来政策走势有一个更为清晰的了解和规划，4 月份上市公司一季度报告消除了其他因素，为 2009 年的业绩水平定下基调，2008 年上半年医药板块就是在良好的业绩预期的情况下走出了领先于大盘的行情。

综合来看，二季度医药板块整体跑赢大盘，但是绝对收益不会太高，个股中关注 1) 低估值股票，如三精制药、东北制药、双鹤药业和益佰制药；2) 有重组预期的股票，如上实医药；3) 目前依然保持较高证券投资比例的公司，如健康元、丽珠集团和金陵制药。

图一、医药板块一季度涨幅落后于大盘



数据来源：WIND 资讯，东北证券研究所

1. 医改方案推出影响市场情绪

医疗体制改革一直是影响医药板块的重要因素，在两会期间卫生部部长陈竺证实医改方案的细则将在两会后很快推出，3 月份大家对医改的推出给予厚望，可

能是相关的细节还需要修改，医改的方案迟迟没有推出。从目前掌握的情况看，医改方案在二季度推出的可能性很大，由于医改方案已经经过全社会多轮的讨论，因此方案不会有太大的变动，而且在很多细则的方面也规定的比较笼统，给地方政府以更多的操作空间。

在大家最关心的国家对医疗系统增加投入方面，温家宝总理在两会期间提出 3 年投入 8500 亿元，其中中央政府投入 3180 亿元，其他由地方政府投入。陈竺部长对 8500 亿元的理解是增量，即在目前政府投入的基础上 3 年共增加 8500 亿元。2008 年政府对医疗方面投入为 2400 亿元，如果是增量，将会使国家在医疗费用上的支出达到每年 5100 亿元，占医疗支出的 40% 以上，而个人的支出占比下降到 20% 以下。我们认为这么大的一次性增量可能性不大，8500 亿元可能更多的投入到基层医院的基础设施建设中，如新的基层医院和卫生院的建设以及原有医院改造的土建建设和设备投入等一次性投入，中央政府可能会对中西部地区进行一部分的补贴。

在每年的医疗费用方面，中央政府更多的是提高在对新农合医疗保险中中央政府补助标准的提高，2009 年要从目前 40 元的补贴提高到 60 元，另外对一些特别困难地区进行一些专项的补贴。而对供方的补贴，尤其是对 15% 药价加成取消带来的医院收入损失的补贴，可能要由地方政府来完成，在目前地方政府普遍收入减少，支出增多的情况下，取消药品 15% 加成更多的还是以试点的形式出现，如在广东深圳、东莞等地区的试点，政府投入的增加不会从根本上改变目前药品销售的格局。

在基本药物制度上，基础药物取消了统购统销的模式，采用各个地方招标的形式，在使用上也没有强制要求使用，而是要求必须配置使用。在没有卫生部强力推广和支付使用成本的情况下，基础药物对比医保目录并不具备更大的优势。在卫生部和社会保障部各控制一套目录的情况下，对医药生产企业来说只是增加了成本，对销量的增加还是要看在各地区招标采购情况以及在医院环节上的运作。医改给了地方政府更大的自主权力，而医药招标采购更多的是采用省级招标的形式进行，对大企业更为有利，中小企业通过各点击破的方式来获得生存空间的可能性越来越小。

我们依然认为医疗体制改革对医药行业影响中性，医疗体制改革只会影响到医疗支出在各个部门中分配的比例，对医药需求最终的影响因素是收入的增长和人口年龄结构变化，老年人口比例增加对医药产品需求的增长。医改并不能改变目前我国医药行业生产能力过剩，同质化产品过多的局面。医生通过药品获得额外的收入并不是因为以药养医，而是医院目前依然处于垄断的地位，在整个产业链上占据明显的优势，从而压缩了上游的制药企业和下游消费者的利益。

所以二季度医改方案的推出会对医药股有短暂的拉升作用，但是不会从根本上改变医药行业业绩的走势和医药类上市公司价值的判断。

二季度影响医药行业的其他因素还有发改委对药品生产成本调研正在进行中，新一轮的药品价格调整可能在年内推出，对医药生产企业形成新的压力。2008

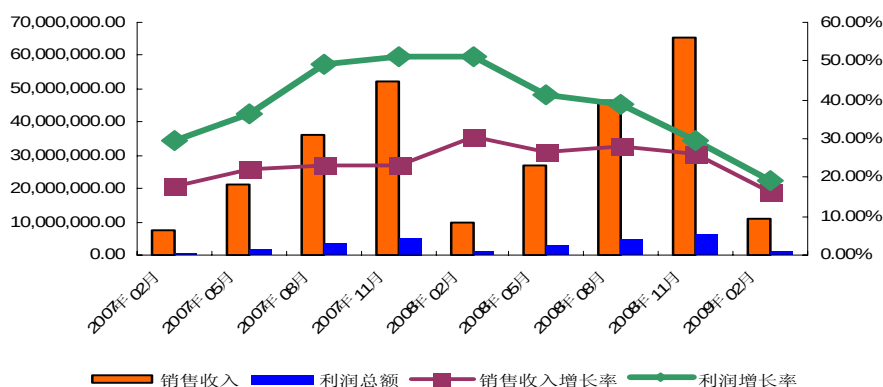
年以来，食品药品安全事故频发，目前药监局已经加大了检察的力度，未来药品安全事件会更多的报道出来，上市公司下属的药厂可能也不能完全避免，药品安全地雷随时可能出现，并对相关上市公司的股价造成冲击。

所以从政策面来说，二季度是一种中性偏空的局面，在一定程度上影响医药股在二季度的表现。

2. 中观数据符合预期

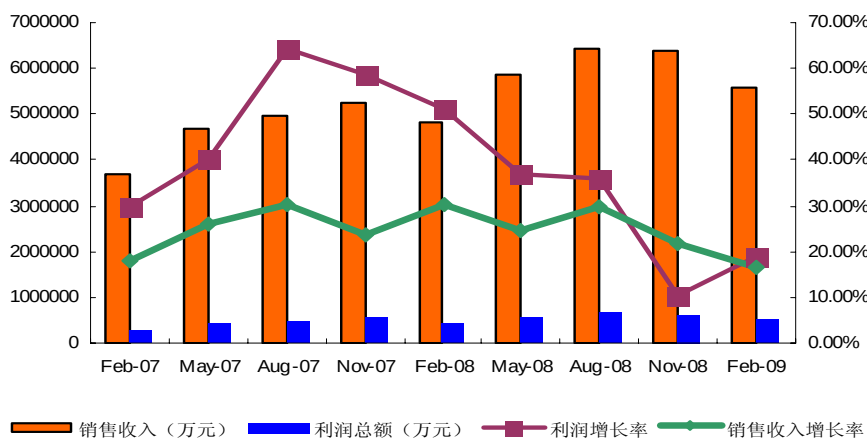
2009 年前两个月，医药制造业共实现销售收入 1118 万元，同比增长 16.35%，实现利润总额 103 亿元，同比增长 19.07%，分别比 2008 年同期下降了 14 个和 32 个百分点，比 2008 年全年各下降 10 个百分点，但是符合我们上半年销售收入增长 15-18%，利润增长 18-22% 的预期，增长大幅放缓的主要原因主要是原料药行业业绩的大幅下滑和去年医药行业高景气度而形成的高点。从数据中我们可以看出，从 2008 年 8 月份以后，医药行业的景气度就有明显下滑的趋势，2008 年第四季度销售收入只增长了 21.6%，而利润的增长只有 10% 左右。虽然医药行业也出现了明显的下滑，但是相对于国内制造业前两个月利润下滑 37% 的颓势，医药行业还处于较好的状态。未来随着渠道内存货的逐步消化以及经济的整体复苏，销售收入的增长率和利润的增长率都会稳步的复苏。2009 年前两个月，整体的毛利率上升到 31.92%，主要是低毛利率的原料药在中间的销售占比下降，提高了整体毛利率水平，值得注意的是管理费用率比 2008 年同期上升，是自 2003 年以来管理费用率首次提高，2008 年医药类企业普遍提高了员工的工资标准，相关的费用增加，营销费用率继续下降，财务费用率的下降主要来自于负债率的下降和利率的下降。未来由于工资下降的可能性很小，所以管理费用率继续下降的可能性变小，国内制剂企业的销售模式面临变革，销售费用率还有下调的空间，财务费用率随着企业盈利和现金流状况的好转以及贷款利息的降低会进一步降低。

图二、医药制造业销售收入和净利润增长率（累计）



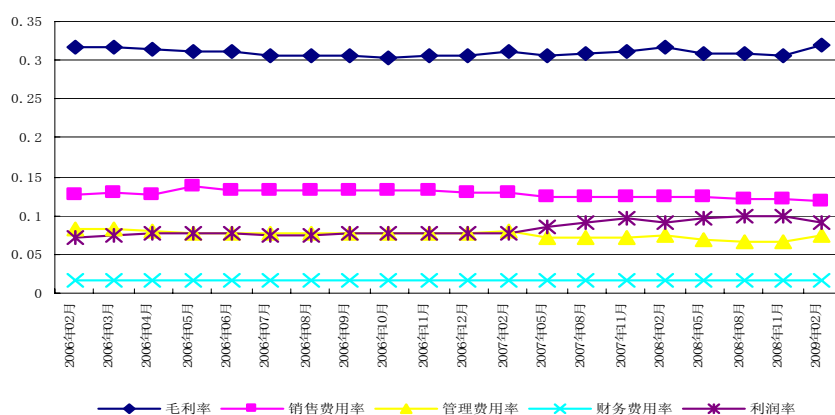
数据来源：WIND 资讯，东北证券研究所

图三、医药制造业销售收入和利润增长率（单季度）



数据来源：WIND 资讯，东北证券研究所

图四、医药制造业毛利率与利润率对比图

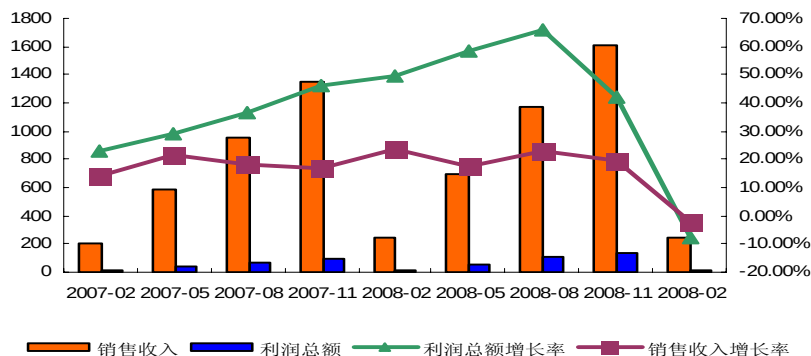


数据来源：WIND 资讯，东北证券研究所

从子行业的角度来看，化学原料药无疑是变化最快的子行业，随着产品价格和销量都大幅下降，化学原料药销售收入和利润同比都是负增长，分别下降了2.45%和7.68%，比2008年中期单月数据下降了25%和52%，目前原料药依然处于消化渠道库存和寻找供需方都能接受的合理价格的过程中，未来主要产品的价格还有进一步下降的可能性。唯一的例外可能在维生素C产品上，由于产品集中度，竞争格局以及国家关注度的不同，维生素C的价格依然保持在高位。2009年前两个月化学原料药子行业的毛利率高达22.49%，基本上和2008年8月份最高的时候毛利率相当，但是由于销售收入的下降，而费用总额不变，费用率高达15%，使得利润率下降到6.37%，已经低于2008年同期的水平。在未来海外消费需求无法

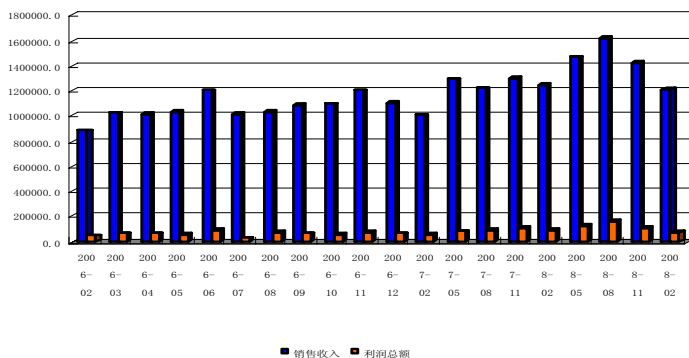
快速回暖的情况下，原料药类上市公司的业绩比 2008 年会有较大幅度的下滑。

图五、原料药子行业销售收入和利润对比图（累计）



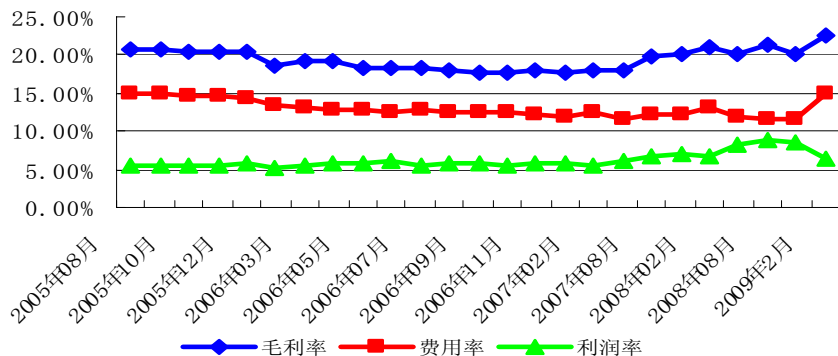
数据来源：WIND 资讯，东北证券研究所

图六、原料药子行业销售收入和利润对比图（单月）



数据来源：WIND 资讯，东北证券研究所

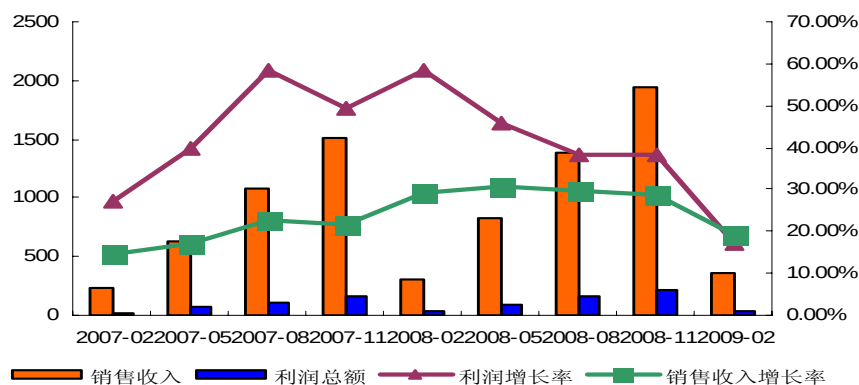
图七、原料药子行业毛利率和利润率对比图



数据来源：WIND 资讯，东北证券研究所

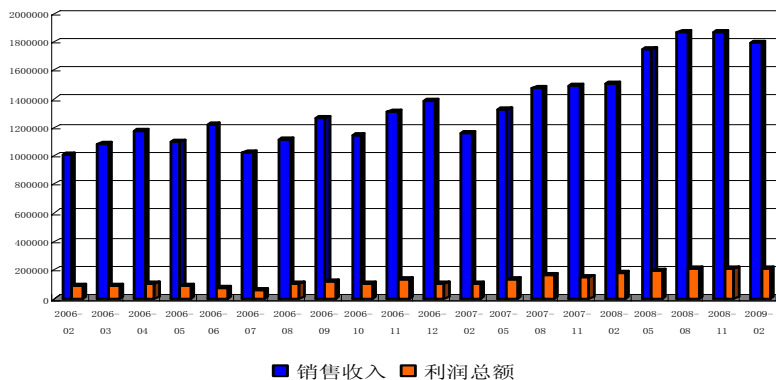
化学制剂子行业保持了平稳增长的态势，前两个月销售收入 358 亿元，增长 19.27%，利润总额 40 亿元，增长 17.01%。2008 年同期的基数较高，所以同比增长并不明显，但是 19%的销售收入增长速度也超过了历史平均的增长速度，化学制剂行业依然保持着快速的增长。制剂子行业的毛利率达到了 39.94%，是 2006 年以来的最高水平，三项费用率略有提高，主要是管理费用率比 2008 年同期大幅上升，营销费用率继续保持下降的趋势。利润率虽然比 2008 年同期有所降低，但是依然保持着 11%以上的高水平。制剂子行业上次实现 11%的销售利润率还是在 2005 年上半年，随即发改委在 2006 年和 2007 年对药品价格进行了较大幅度的下调。2008 年制剂子行业高利润率可能会成为发改委新一轮药品价格下调的依据。从环比数据上来看，2008 年第四季度销售收入就已经开始了下降的趋势，化学制剂子行业同样受到了经济不景气的影响，只是这种影响相对化学原料药较小。

图八、化学制剂子行业销售收入和利润对比图（累计）



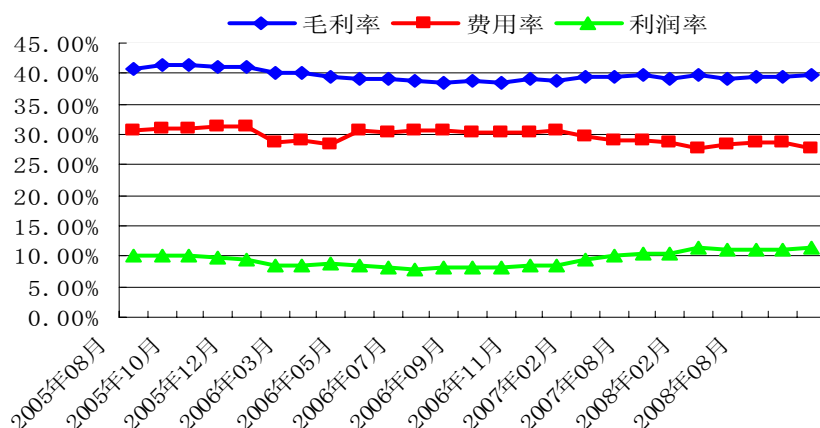
数据来源：WIND 资讯，东北证券研究所

图九、化学制剂子行业销售收入和利润对比图（单月）



数据来源：WIND 资讯，东北证券研究所

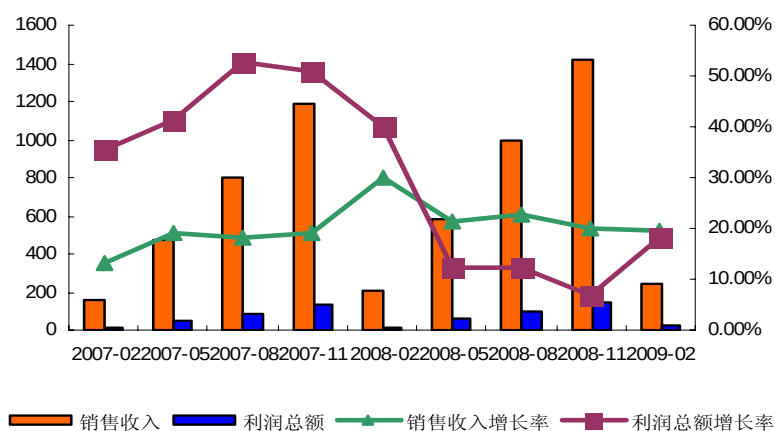
图十、化学制剂子行业毛利率和利润率



数据来源：WIND 资讯，东北证券研究所

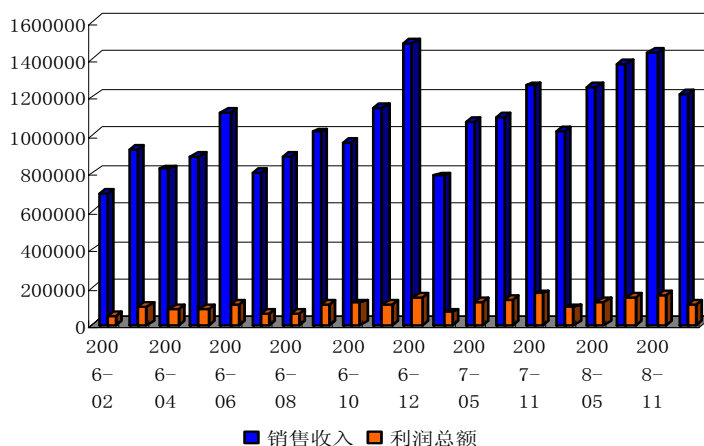
中成药子行业在 2007 年通过证券投资获得较大的收益，而 2008 年则有很大的损失，因此 2008 年利润的同比增长一直落后于其他子行业，2009 年前两个月中成药子行业实现销售收入 242 亿元，同比增长 19.37%，利润总额 21 亿元，同比增长 18.22%，表现基本上和化学制剂子行业相同，靠近消费终端的两个子行业表现比较平稳。中成药子行业继续保持毛利率和费用率双降的局面，利润率跌到了 2006 年的低水平，2009 年前两个季度的利润数据有超常规的地方，未来的利润率有望稳步回升。中成药始终面临着中药材资源紧缺，老产品市场占有率高，销售增长缓慢，新产品创新不足，中药注射品种饱受争议等问题的困扰，虽然国家加大对中药的扶持力度，但是中成药一直改变不了辅助用药的角色，在未来药品发展更集中于专科用药的大背景下，中成药还需要有突破性的进展才能避免偏远化的命运。

图九、中成药子行业销售收入和利润对比图（累计）



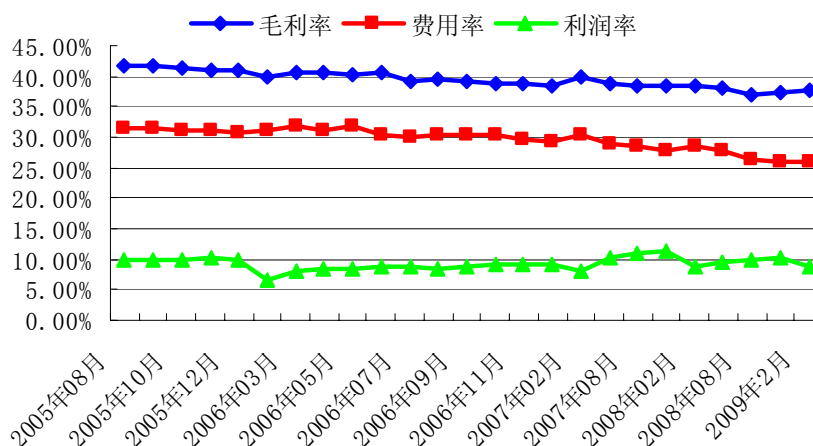
数据来源：WIND 资讯，东北证券研究所

图十、中成药子行业销售收入和利润对比图（单月）



数据来源：WIND 资讯，东北证券研究所

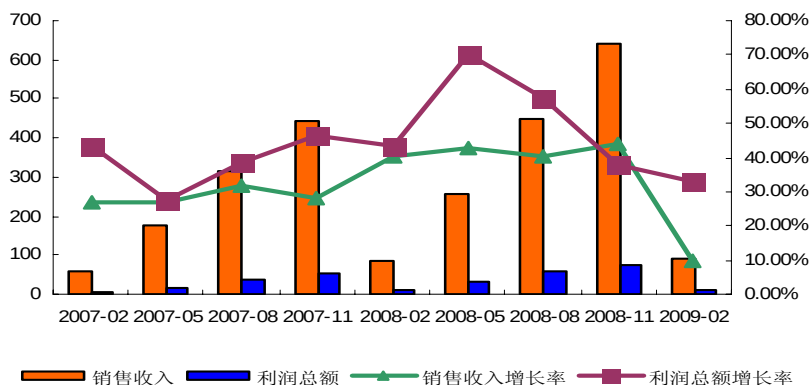
图十一、中成药子行业毛利率和利润率对比图



数据来源：WIND 资讯，东北证券研究所

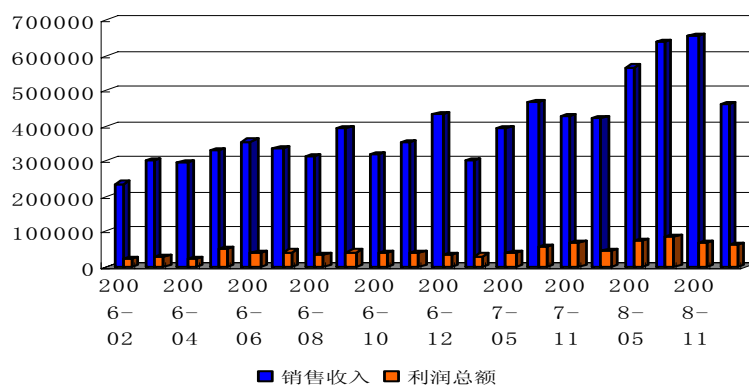
生物生化子行业是一个很特殊的子行业，不但包括了高端的生物制剂产品，也包括了低端的生化提取物。2008 年低端的生化提取物价格暴涨，所以生物生化子行业的销售收入和净利润都大幅的上涨，2008 年下半年随着价格的回落，利润增长开始放缓。但是随着我国生物制剂的发展，生物制剂产品在销售收入整体的比例已经大幅的提高，所以行业的毛利率不断的提高。2009 年前两个月，生物生化子行业实现销售收入 93 亿元，同比增长 10%，但是净利润 12 亿元，同比增长高达 33%，是所有子行业中增长最快的子行业，作为规模较小，和国外整体规模差距不大的子行业，未来生物制剂产品的发展前景看好。

图十二、生物生化子行业销售收入和利润对比图（累计）



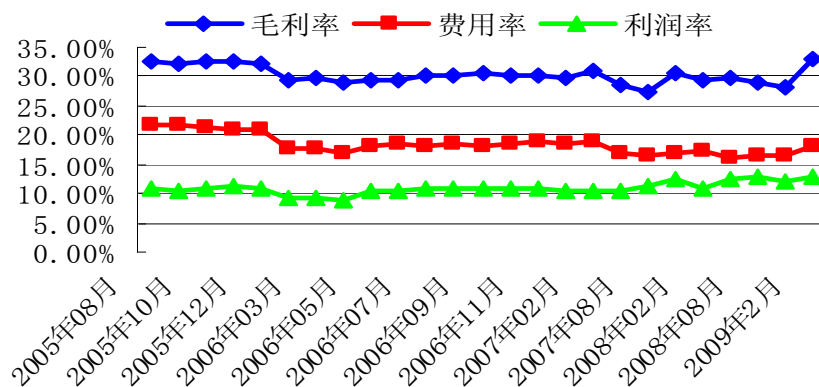
数据来源：WIND 资讯，东北证券研究所

图十三、生物生化子行业销售收入和利润对比图（单月）



数据来源：WIND 资讯，东北证券研究所

图十四、生物生化子行业毛利率和利润率对比图



数据来源：WIND 资讯，东北证券研究所

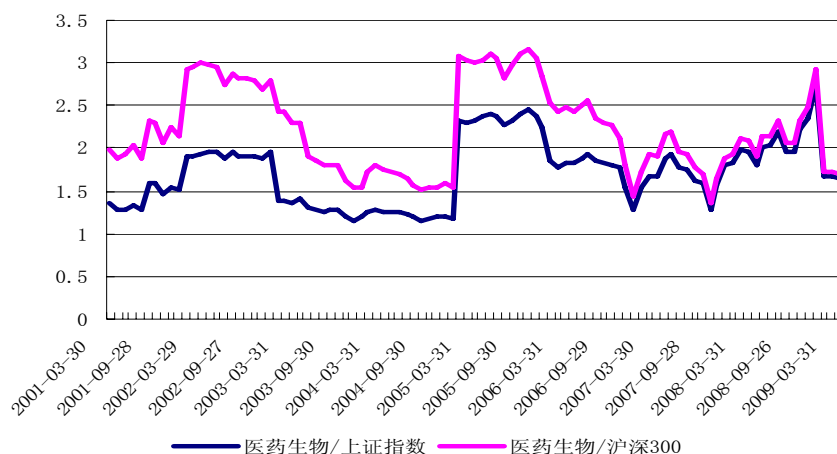
医药产品的需求虽然是比较稳定的，但是由于医药产品的产业链条很长，从制药企业到最终的消费者要经过多个环节，各个环节对未来销售预期的变化会造成药品销售量的变化，因此药品销售也有一定的周期性。经过 2007 年的恢复性增长和 2008 年对医改的强烈预期，无论从制药企业还是销售渠道都积攒了一定的存货，2008 年第四季度和 2009 年上半年会是一个逐步消化存货的过程，2009 年下半年的增长要看医改究竟能给药品销量和品种带来什么样的变化。因此 2009 年全年的增长会低于 2008 年的增长速度，但是依然会领先于所有工业制造业。

3. 防御还是增长——二季度投资策略

截至 2009 年 3 月 31 日，医药板块共有 66 家上市公司公布了 2008 年的年报，占医药类上市公司 60%，基本上已经能看到 2008 年医药类上市公司业绩的全貌。66 家公司实现销售收入 1200 亿元，增长 18%，营业利润 113 亿元，同比增长 40%，净利润 93 亿元，同比增长 50%。2008 年是一个特殊的年份，业绩里即包括了原料药价格暴涨带来利润剧增，所得税率下调带来的净利润的增加，也包括 2008 年投资损失造成的利润减少，剔除各种增减因素，2008 年医药板块的营业利润比 2007 年增长 35% 左右。虽然这个数字依然是不错的水平，但是相比 2008 年中期 50% 和前三季度 45% 的涨幅，已经有较大幅度的下降。2008 年这 66 只股票四季度实现营业利润 18 亿元，环比下降了 40%，同比也下降了 25%。

从上市公司 2008 年四季度的业绩和 2009 年行业数据来看，2009 年医药类上市公司的增长速度会比 2008 年明显的放缓。2008 年投资者对医药类上市公司关注和追捧的主要原因是两个，在 2008 年第一季度的时候是看好医药类上市公司在医改背景下的高成长性，而在第四季度主要是看好医药类上市公司的防御特征，即在经济大幅下滑的背景下能够维持稳定的增长。市场给予医药类上市公司的估值都是相对的估值，在 2008 年第四季度给予医药类上市公司高估值的原因是认为周期性行业在 2008 年和 2009 年都会持续的负增长，而医药行业在 2008 年高增长的情况下在 2009 年也会保持稳定增长。2009 年第一季度整个证券市场上涨的理由是经济没有想象中的差，上市公司的业绩能够得到很快的复苏，在这种背景下，对成长性的要求就超过了对安全性、防御性的需求。而医药股 2008 年的估值在 30 倍以上，剔除新和成和浙江医药估值在 35 倍以上，相对于大盘 18 倍市盈率的估值，超过 1 倍，这也是医药类上市公司一季度落后于大盘的主要原因。

图十五、医药板块相对市场估值溢价率



数据来源：WIND 资讯，东北证券研究所

4 月份开始，一季度的宏观经济数据将会逐步的披露，经济复苏的程度也会明朗，如果经济复苏的前景不如预期，市场又会转向防御性品种，医药类上市公司会继续获得资金的关注。这时候对医药类上市公司的需求更多的是增长确定，估值较低的品种，而 4 月份公布的一季度报告会给市场一个 2009 年全年业绩的指引，具有良好的一季度报告和相对低估值的上市公司会得到更多需要安全性的资金的关注。

二季度我们认为以下三类股票可能更多的获得市场的关注 1) 低估值股票，如三精制药、东北制药、双鹤药业和益佰制药；2) 有重组预期的股票，如上实医药；3) 目前依然保持较高证券投资比例的公司，如健康元、丽珠集团和金陵制药。

医药行业目前的产业格局注定了有很多的发展机会，有着良好资源、战略和执行力的企业将会在未来给投资者带来持续的高回报。上市公司中如致力于国际化的海正药业和华海药业，医药商业企业南京医药，诊断试剂生产企业科华生物和达安基因等，虽然目前这些公司业务处于投入期无法快速贡献利润，目前的估值较高，但是依然可以作为长线投资者较好的选择。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209