

医药行业

2009 年 4 月 1 日



行业研究

行业专题

投资评级：短期-推荐、长期-A

抓住医改主线，关注主题机会

——医药行业 09 年一季度业绩回顾及二季度投资策略

核心观点

1、医药行业整体增速放缓，但防御特征明显。2009 年 1-2 月医药行业累计实现销售收入 1117.62 亿元，同比增长 16.35%；实现利润总额 103.02 亿元，同比增长 19.07%。医药行业收入和利润规模在经历 07、08 年连续快速增长之后，增速与去年同期相比有所放缓。但行业收入和利润增速相对其他行业仍然较为可观，行业的防御性特征明显。

2、各子行业境况不一。化学原料药行业目前风光不在，1-2 月份行业的收入和利润同比增速均处于负增长的状态。其中以 VE、VA 等为代表的大宗原料药呈现量价齐跌的走势，其他品种走势也不容乐观。而化学药品制剂行业则呈现平稳增长的态势，这主要与化学药品刚性需求最强有关。中成药行业实现触底反弹，收入和利润增速重新回到了快车道。由于中药饮片 GMP 认证制度的强制实施以及中药饮片小包装的推广，使得中药饮片行业的产业格局发生了较大变化，饮片行业在 1-2 月份实现爆发性增长。而生物医药行业则继续不断成长，行业发展方兴未艾。

3、二级市场阶段表现疲弱，估值压力有所缓解。医药板块一季度走势落后于大盘，板块整体表现较为疲弱。原因主要有以下几点：1）周期性行业在流动性充裕以及经济复苏预期带动下重新成为市场热点，而防御性行业则整体跑输大盘；2）医改政策迟迟不出台，行业不确定性增多，打击了医药股做多热情；3）医药板块增长较为确定，缺乏超预期因素，难以支撑医药股持续大幅上扬。随着市场整体估值重心上移，医药板块从绝对估值水平来看已经处于相对安全区间，而且相对 A 股整体的溢价水平也在逐步回落，板块估值压力有所缓解。

4、给予行业短期推荐-长期 A 的投资评级。鉴于目前医药行业整体估值压力已经有所缓解，而行业自身的成长性又是十分确定的，因此我们维持医药行业短期推荐-长期 A 的投资评级。

5、投资策略——抓住医改主线，关注主题机会。我们认为二季度应该牢牢抓住医改这条主线，同时关注资产重组、业绩超预期、高送配等主题性投资机会。对于医改这条主线，我们建议围绕基本药物目录，关注两类企业：一类是独家品种入选基本药物目录的企业，另一类是原有薄弱的销售渠道因为产品入选了目录而得到扩展的企业。另外中生系、上实系、仁和系等相关企业的资产整合的进程、一季报业绩超预期的企业以及中小盘绩优股的高送配机会也同样值得我们关注。

行业最近 12 个月市场走势



数据来源：Wind，国都证券研究所

行业内重点上市公司评级

上市公司	投资评级
康美药业	推荐-A
天士力	推荐-A
天坛生物	推荐-A
双鹭药业	推荐-A
恒瑞医药	推荐-A
同仁堂	推荐-B

数据来源：国都证券研究所

研究员：蔡建军、潘蕾

电话：010-84183153

010-84183157

E-mail: caijianjun@guodu.companlei@guodu.com

联系人：周红军

电话：010-84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

1、医药行业整体增速放缓，防御性特征明显	4
2、各子行业境况不一	6
2.1 化学原料药行业风光不在.....	6
2.2 化学药品制剂行业平稳增长.....	9
2.3 中成药行业触底反弹.....	10
2.4 中药饮片行业实现爆发性增长.....	11
2.5 生物生化制品行业方兴未艾.....	12
3、二级市场阶段表现疲弱，估值压力有所缓解	13
3.1 板块阶段表现较为疲弱.....	13
3.2 估值压力有所缓解.....	14
4、投资策略—抓住医改主线，关注主题机会	15

图表目录

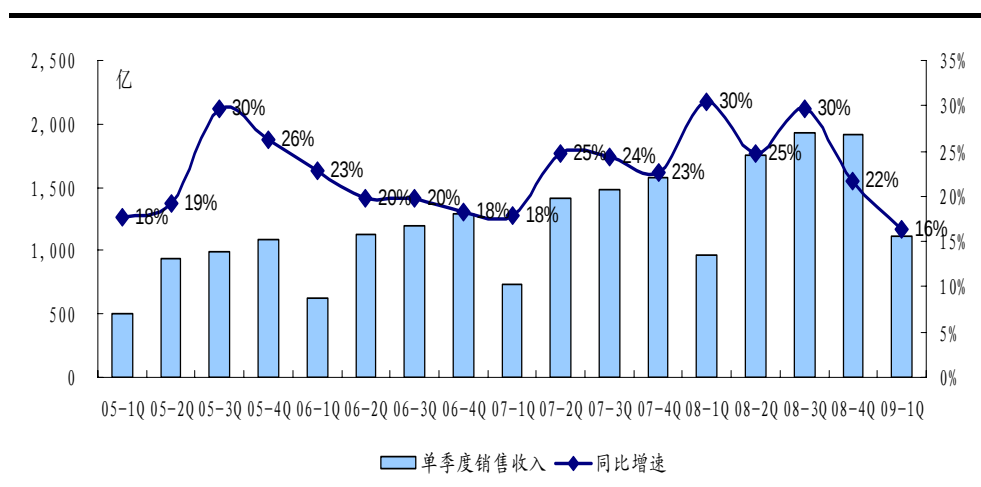
图表 1: 医药行业单季度收入增长情况	单位: 亿元	4
图表 2: 医药行业单季度利润总额增长情况	单位: 亿元	4
图表 3: 2009 年 1-2 月部分行业收入增速情况		5
图表 4: 2009 年 1-2 月部分行业利润总额增速情况		5
图表 5: 化学原料药行业单季度收入增长情况	单位: 亿元	6
图表 6: 化学原料药行业单季度利润总额增长情况	单位: 亿元	6
图表 7: VE 价格变化情况		7
图表 8: VA 价格变化情况		7
图表 9: VC 价格变化情况		8
图表 10: 青霉素工业盐价格变化情况		8
图表 11: 6-APA 价格变化情况		8
图表 12: 中成药行业单季度收入增长情况	单位: 亿元	10
图表 13: 中成药行业单季度利润总额增长情况	单位: 亿元	10
图表 14: 化学药品制剂行业单季度收入增长情况	单位: 亿元	9
图表 15: 化学药品制剂行业单季度利润总额增长情况	单位: 亿元	9
图表 16: 中药饮片行业单季度收入增长情况	单位: 亿元	11
图表 17: 中药饮片行业单季度利润总额增长情况	单位: 亿元	11
图表 18: 生物生化制品行业单季度收入增长情况	单位: 亿元	12
图表 19: 生物生化制品行业单季度利润总额增长情况	单位: 亿元	12
图表 20: 2009 年一季度各板块阶段涨幅情况 (2009/01/01—2009/03/31)		13
图表 21: 2009 年一季度各板块阶段涨幅情况		14
图表 22: 申万医药生物板块相对于 A 股溢价情况		15
图表 23: 部分重点上市公司盈利预测及投资评级		16

1、医药行业整体增速放缓，防御性特征明显

2009 年 1-2 月医药行业累计实现销售收入 1117.62 亿元，同比增长 16.35%；实现利润总额 103.02 亿元，同比增长 19.07%。医药行业收入和利润规模在经历 07，08 年连续两年的快速增长之后，行业整体增速与去年同期相比有所放缓。这一方面是属于连续快速增长之后的正常调整，另一方面也是由于去年风光无限化学原料药子行业风光不在，收入和利润都出现负增长所致。

图表 1：医药行业单季度收入增长情况

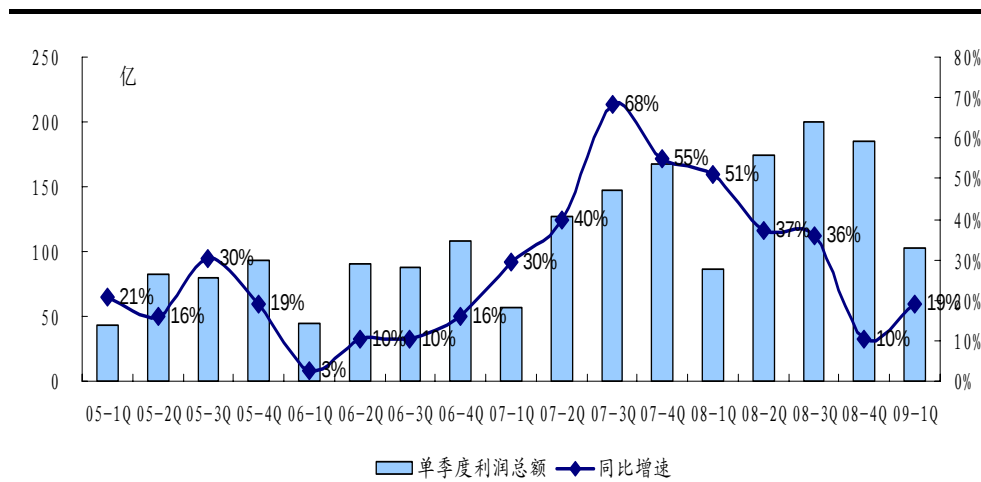
单位：亿元



数据来源：国家统计局，国都证券研究所

图表 2：医药行业单季度利润总额增长情况

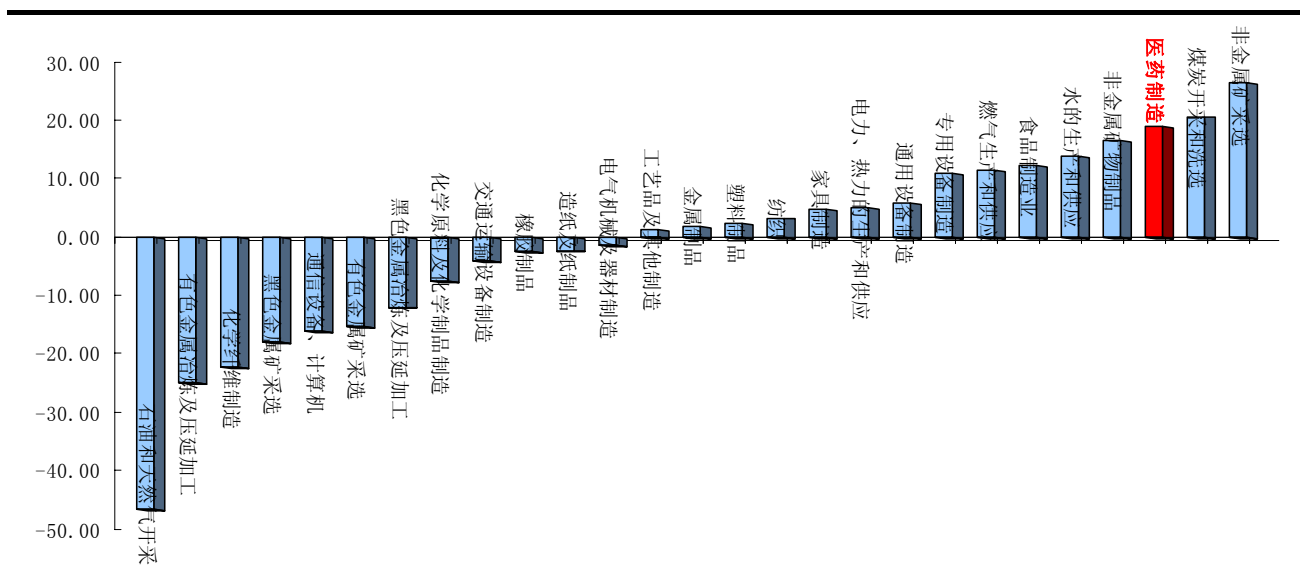
单位：亿元



数据来源：国家统计局，国都证券研究所

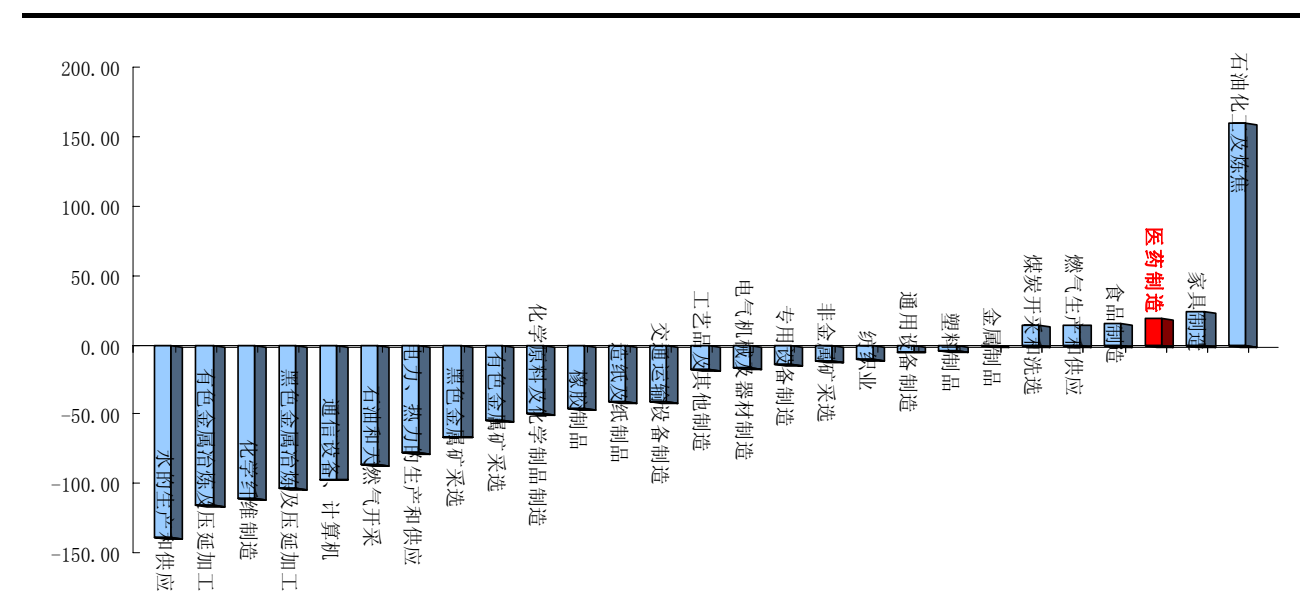
虽然医药行业的增速有所放缓，但相对于其他行业来说，医药行业增长的确
定性在整个宏观经济下行的大背景下得到了充分的体现，医药行业收入和利润增
速相对其他行业来说仍然较为可观，行业的防御性特征明显。

图表 3：2009 年 1-2 月部分行业收入增速情况



数据来源：国家统计局，国都证券研究所

图表 4：2009 年 1-2 月部分行业利润总额增速情况



数据来源：国家统计局，国都证券研究所

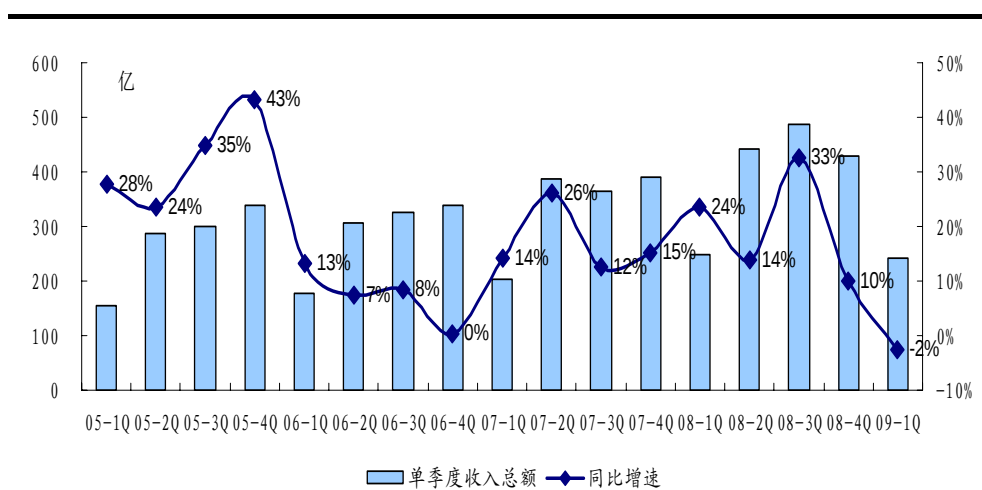
2、各子行业境况不一

2.1 化学原料药行业风光不在

作为医药行业中的周期性子行业，化学原料药行业在经历了 2007 年以及 2008 年上半年的爆发性增长之后，目前风光不在。2009 年 1-2 月份行业的收入和利润同比增速均处于负增长的状态。其中以 VE, VA 等为代表的大宗原料药呈现量价齐跌的走势。其中 1 月份 VA 的出口销量同比下滑 54%，VE 出口销量下滑 46%，在销售不畅的影响下，价格更是一路走低。

图表 5：化学原料药行业单季度收入增长情况

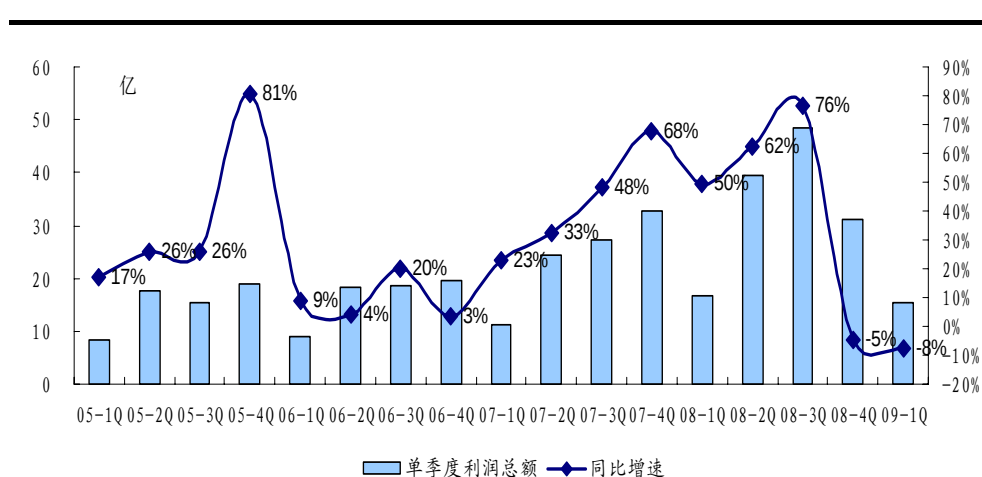
单位：亿元



数据来源：国家统计局，国都证券研究所

图表 6：化学原料药行业单季度利润总额增长情况

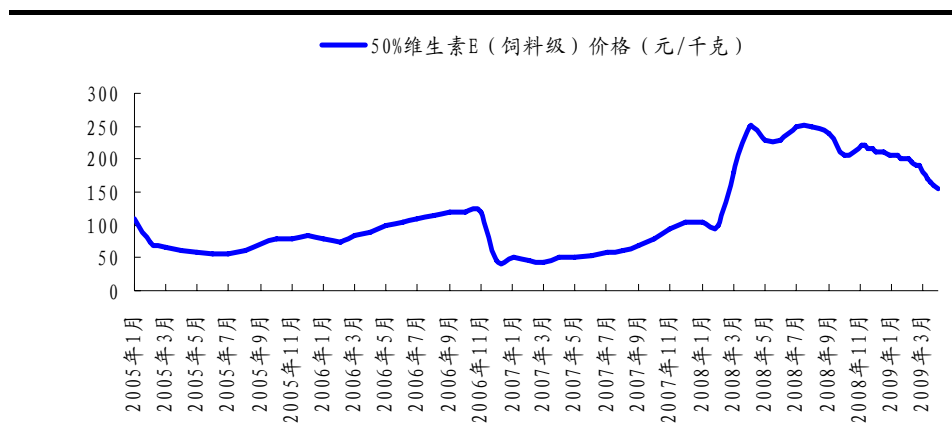
单位：亿元



数据来源：国家统计局，国都证券研究所

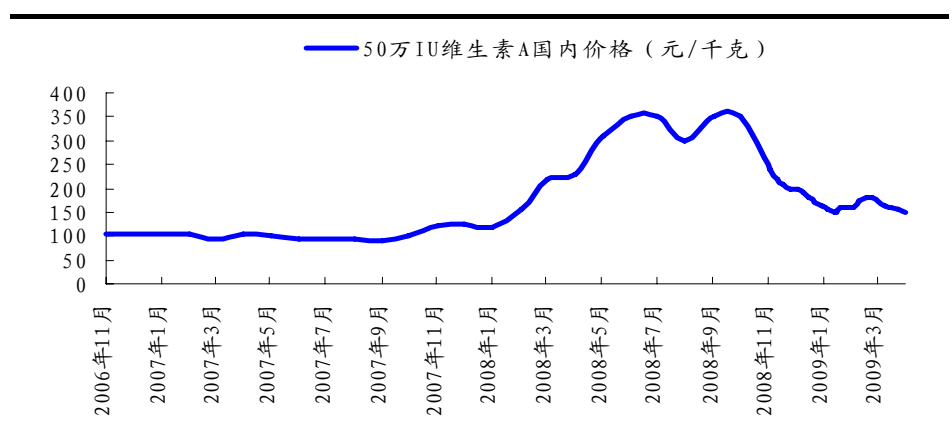
在目前出口形势和下游饲料需求未见好转的情况下,短期内 VE, VA 等品种的价格仍有继续下跌的空间。但我们认为 VE, VA 等品种的生产格局已经进入一个相对寡头垄断的阶段,而且由于行业本身技术壁垒相对较高,新的产能又很难进入,因此这些品种不大可能再出现以前那种暴涨暴跌的走势。我们建议密切关注 4 月底的 2009 中国(上海)国际制药原料及中间体交易会,相关企业可能会利用长单提前锁定部分品种 2009 年全年的价格走势。

图表 7: VE 价格变化情况



数据来源: 健康网, 博亚和讯

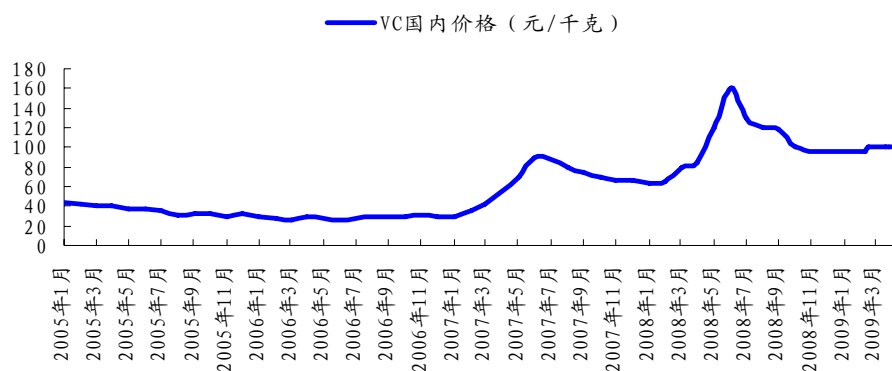
图表 8: VA 价格变化情况



数据来源: 健康网, 博亚和讯

其他维生素品种中,目前 VC 的价格相对坚挺,但由于 VC 的技术壁垒相对较低,新增产能很可能会带动 VC 价格进一步走低,而其他小品种维生素由于产能过剩现象仍然较为严重,因此未来价格走势仍不容乐观。

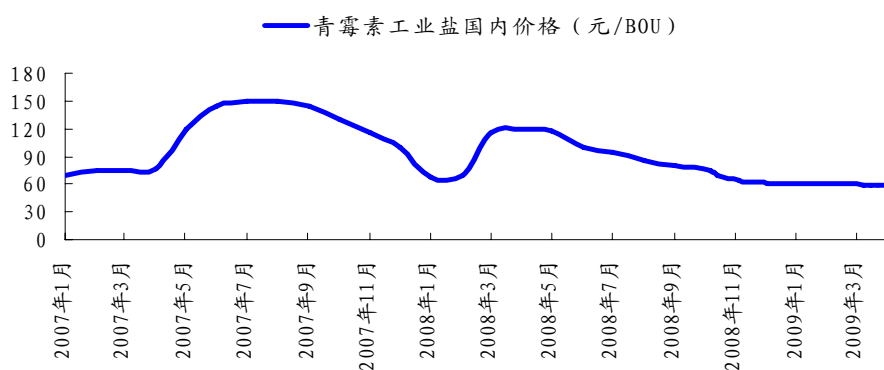
图表 9: VC 价格变化情况



数据来源: 健康网, 博亚和讯

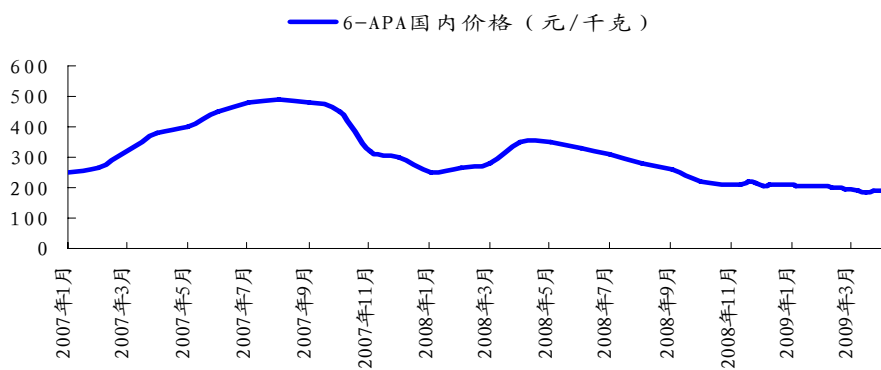
至于青霉素工业盐、6-APA 等抗生素类原料药价格目前仍处于低位盘整阶段, 继续下跌的空间不大, 但价格回升还需依托行业的不断整合以及落后产能的逐步退出。

图表 10: 青霉素工业盐价格变化情况



数据来源: 健康网, 博亚和讯

图表 11: 6-APA 价格变化情况



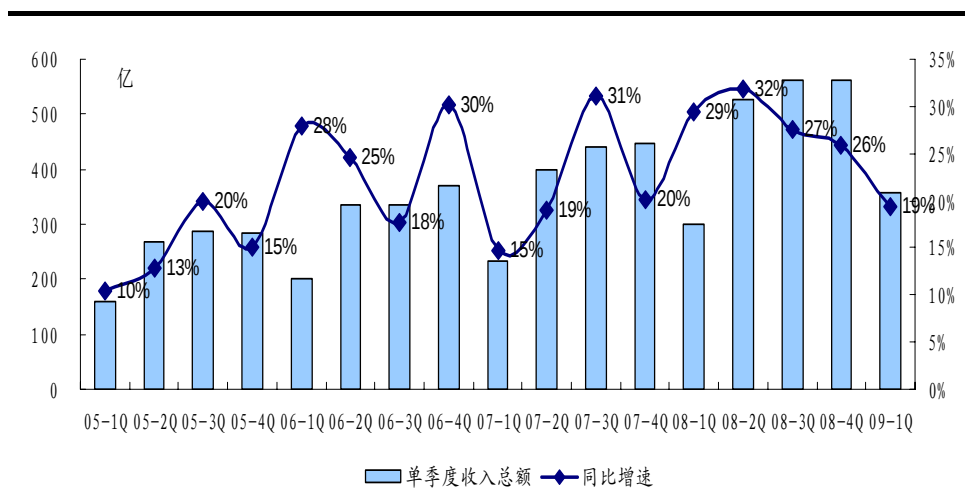
数据来源: 健康网, 博亚和讯

2.2 化学药品制剂行业平稳增长

化学药品制剂行业呈现平稳增长的态势，单季度收入和利润的增速虽有所下滑，但仍然实现了接近 20% 的快速增长。这主要是由于化学药品相对于其他品种来说，其刚性需求最强，随着医药市场规模的不断扩大和人们用药需求的持续释放，行业也有望延续这种平稳增长的态势。

图表 12：化学药品制剂行业单季度收入增长情况

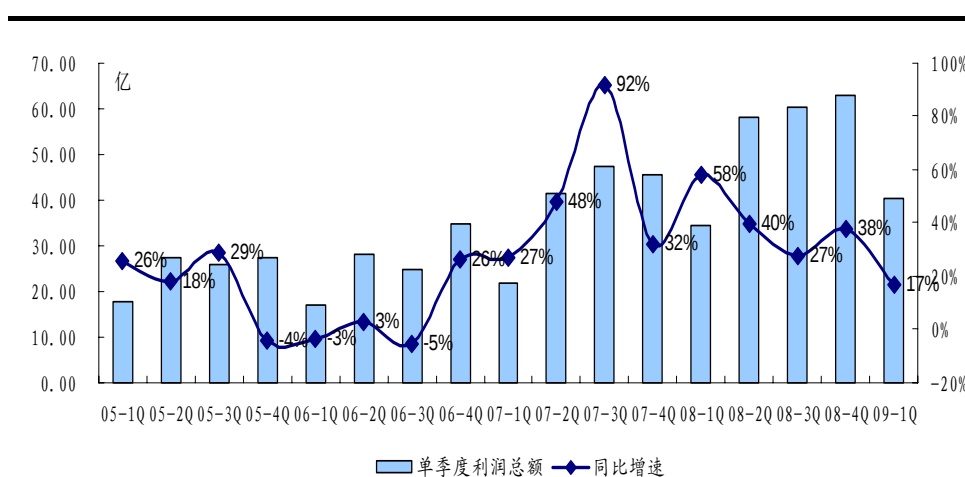
单位：亿元



数据来源：国家统计局，国都证券研究所

图表 13：化学药品制剂行业单季度利润总额增长情况

单位：亿元



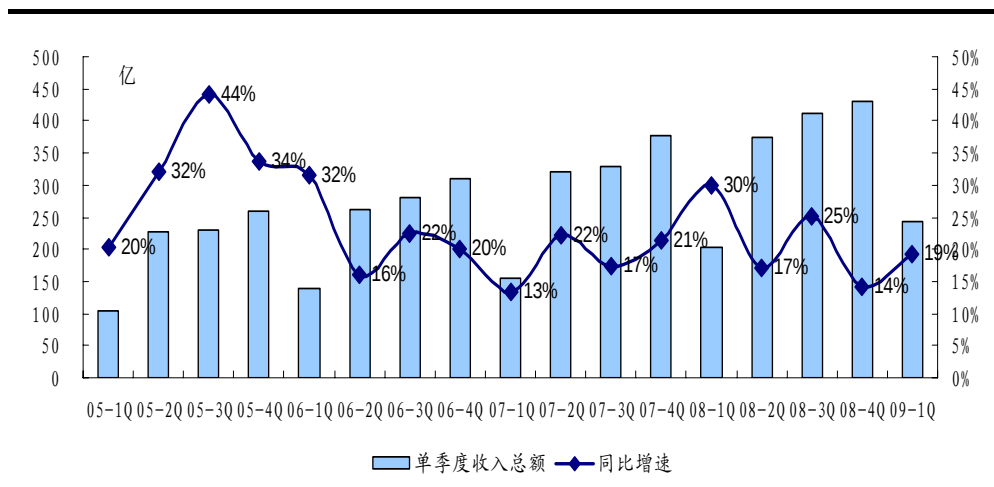
数据来源：国家统计局，国都证券研究所

2.3 中成药行业触底反弹

中成药行业 08 年四季度由于受到证券市场调整，导致投资收益锐减等因素影响，行业整体增速跌入一个谷底，行业利润总额单季度更是出现了 4% 的负增长。但今年 1-2 月份，行业实现触底反弹，收入和利润增速重新回到了快车道，这表明中成药产品的终端需求仍然较为旺盛。随着医改进程的不断深入，特别是农村、社区等第三终端市场的不断开拓，中成药产品的终端需求将有望持续扩张，中成药行业也有望延续快速增长的态势。

图表 14： 中成药行业单季度收入增长情况

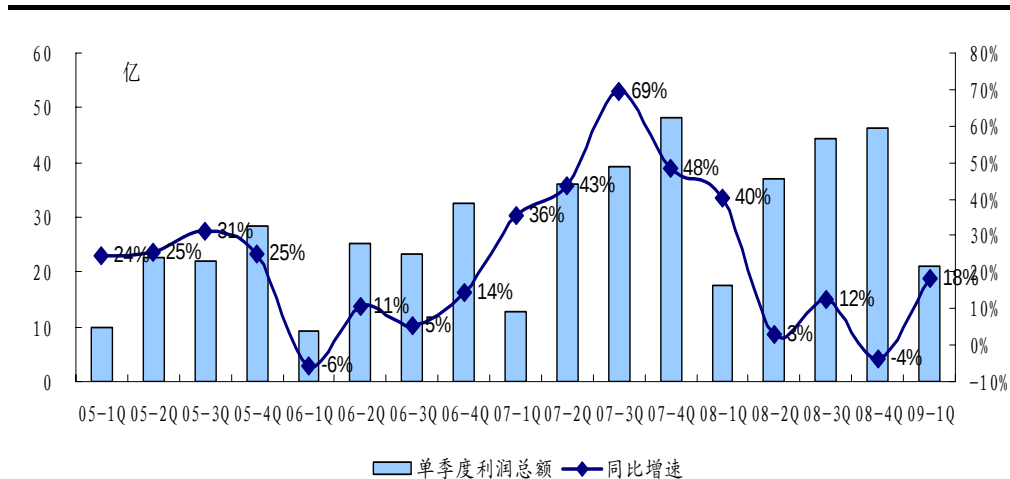
单位：亿元



数据来源：国家统计局，国都证券研究所

图表 15： 中成药行业单季度利润总额增长情况

单位：亿元



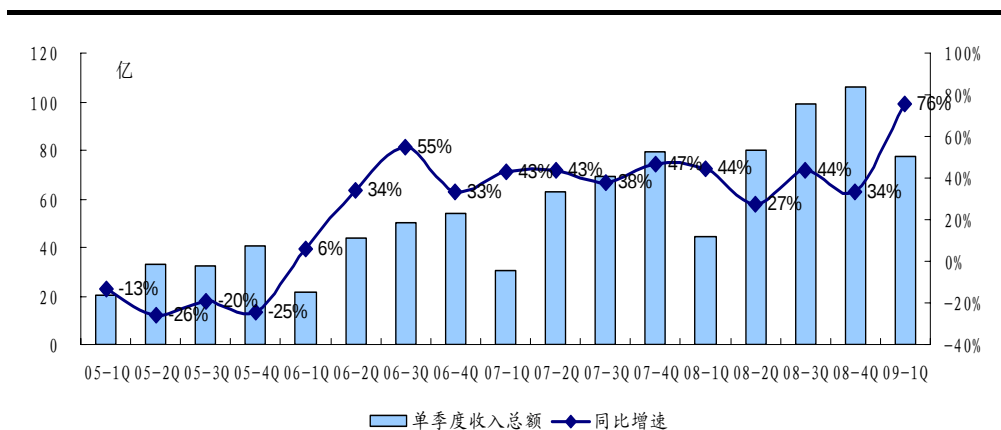
数据来源：国家统计局，国都证券研究所

2.4 中药饮片行业实现爆发性增长

1-2 月份, 中药饮片行业实现销售收入 77.59 亿元, 单季度同比增长 75.53%, 实现利润总额 5.68 亿元, 同比增长 117.85%, 饮片行业呈现爆发性增长态势。这种爆发性的增长很大程度是得益于国家一系列行业政策的推出, 促使了行业的产业格局发生了重大变化。首先是自 2008 年 1 月 1 日起, 所有中药饮片生产企业必须在符合 GMP 的条件下生产, 未通过 GMP 认证的企业将一律强制停止生产, 这一强制性政策淘汰了大量的落后产能, 提高了饮片行业的集中度。其次, 2008 年 8 月, 国家中医药管理局公布《小包装中药饮片医疗机构应用指南》, 小包装中药饮片的使用将有望推广到全国范围内的 3000 多家中医院和综合性医院的中医科室, 这进一步推动了行业内资源继续向规模以上企业和龙头企业聚拢。因此行业内的优势企业将显著受益于饮片行业规范性发展带来的无限机遇。

图表 16: 中药饮片行业单季度收入增长情况

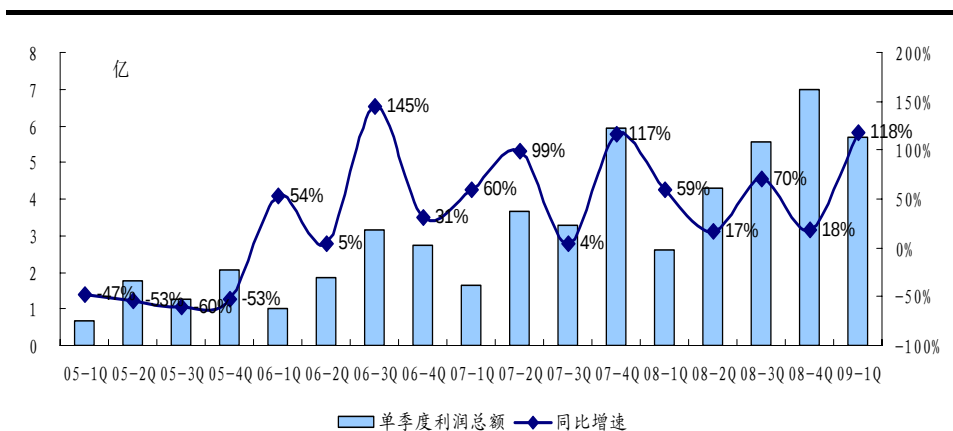
单位: 亿元



数据来源: 国家统计局, 国都证券研究所

图表 17: 中药饮片行业单季度利润总额增长情况

单位: 亿元



数据来源: 国家统计局, 国都证券研究所

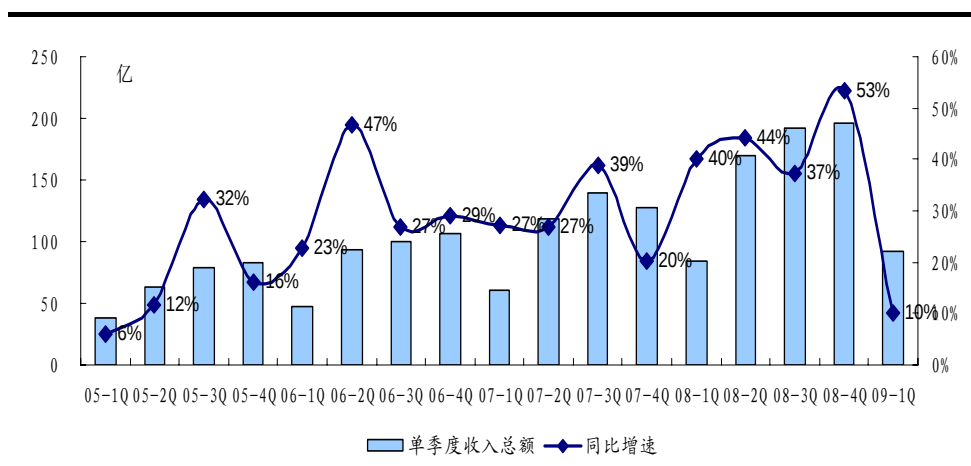
2.5 生物生化制品行业方兴未艾

生物生化制品行业 09 年 1-2 月份实现营业收入 92.63 亿元，单季度同比增长 10.04%，实现利润增额 12.06 亿元，同比增长 32.98%。生物医药行业属于技术密集型和资金密集型行业。行业发展可谓方兴未艾，前景十分广阔，但行业发展离不开持续的技术创新以及国家政策的大力扶持。

在其三个细分子行业中，目前血液制品行业主要受到原料血浆缺乏的制约，行业发展的关键还在于采浆量的扩大；疫苗行业则将显著受益于国家免疫计划扩大带来的市场扩容，特别是具有品种优势龙头企业更是值得关注。而诊断试剂行业一直保持着持续稳定的增长。

图表 18：生物生化制品行业单季度收入增长情况

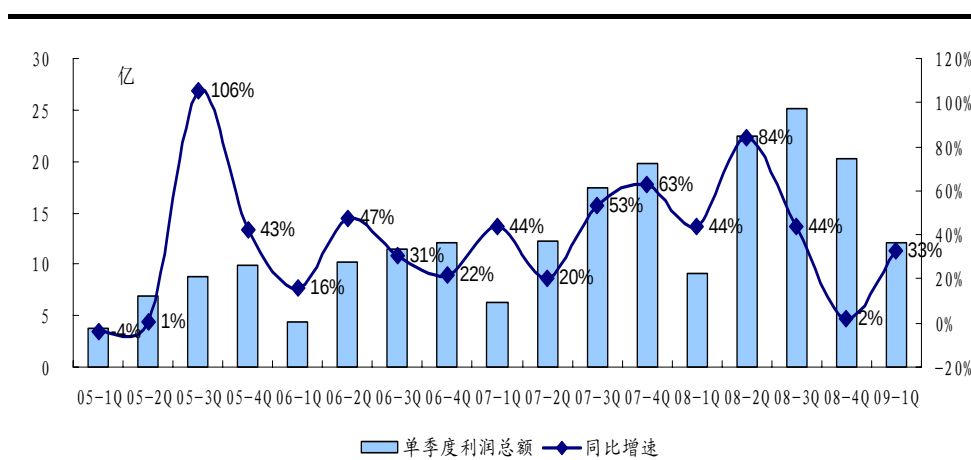
单位：亿元



数据来源：国家统计局，国都证券研究所

图表 19：生物生化制品行业单季度利润总额增长情况

单位：亿元



数据来源：国家统计局，国都证券研究所

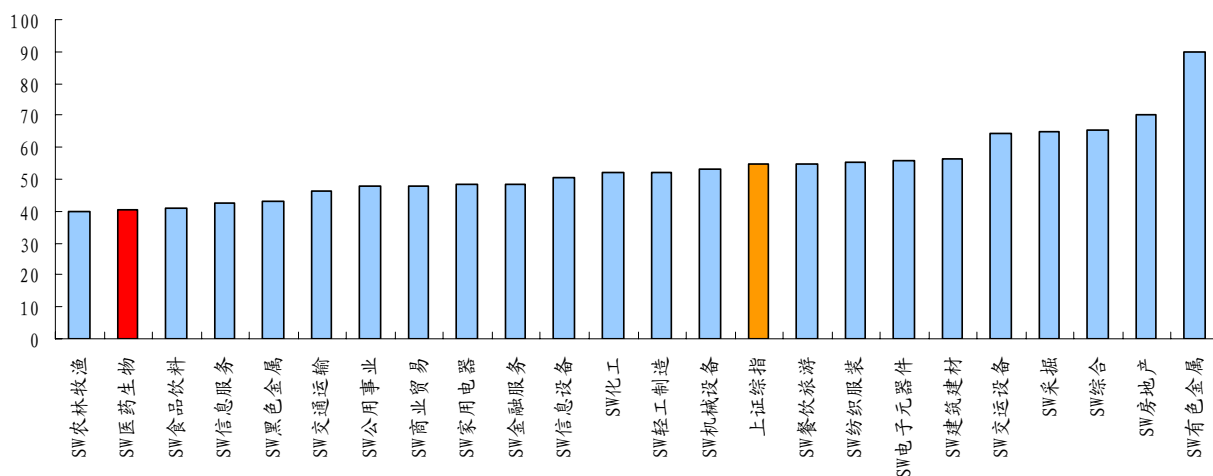
3、二级市场阶段表现疲弱，估值压力有所缓解

3.1 板块阶段表现较为疲弱

申万医药板块一季度涨幅为 40.31%，走势落后于大盘，板块整体表现较为疲弱。我们认为医药板块之所以跑输大盘主要有以下几点原因：

- 1) **周期性行业在流动性充裕以及经济复苏预期带动下成为市场热点。**
由于流动性的持续释放以及对经济复苏的预期，以有色金属、房地产等为代表的周期性行业成为市场资金关注的热点，在浓厚的做多氛围下，以医药生物、农林牧渔、食品饮料等为代表的防御性行业整体跑输大盘。
- 2) **医改政策迟迟不出台，行业不确定性增多。**自 2009 年 1 月 21 日国务院审议并原则通过《关于深化医药卫生体制改革的意见》和《2009-2011 年深化医药卫生体制改革实施方案》以来，医改具体方案迟迟不能公布，使得行业的不确定性增多，特别是出台新的药品降价等政策等传闻打击了做多医药股的热情。
- 3) **板块增长较为确定，缺乏超预期因素。**医药板块整体增长较为明确，这种增长在陆续公布的年报中也得到了验证，而且去年四季度医药股强势表现也已经反映了这种预期，由于行业缺乏后续超预期的因素，因此难以支撑医药板块继续大幅上扬。

图表 20：2009 年一季度各板块阶段涨幅情况（2009/01/01—2009/03/31）

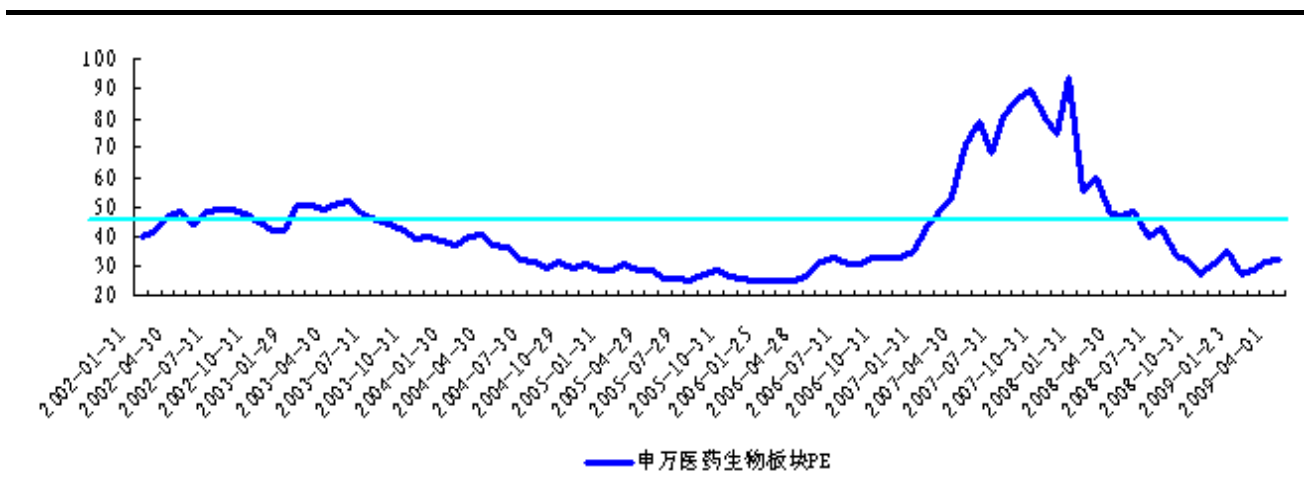


数据来源：Wind，国都证券研究所

3.2 估值压力有所缓解

我们统计了 2002 年以来医药申万医药生物板块的 PE 情况，由于医药行业属于高投资，高风险，高回报的朝阳产业，因此医药股无论在国内还是国外一直以来都享有较高估值水平，申万医药生物板块的历史平均 PE 为 41.73 倍。而目前该板块的 PE 仅为 31.82 倍，从绝对估值水平上来看，已经低于历史平均水平，处在一个相对安全的估值区间。

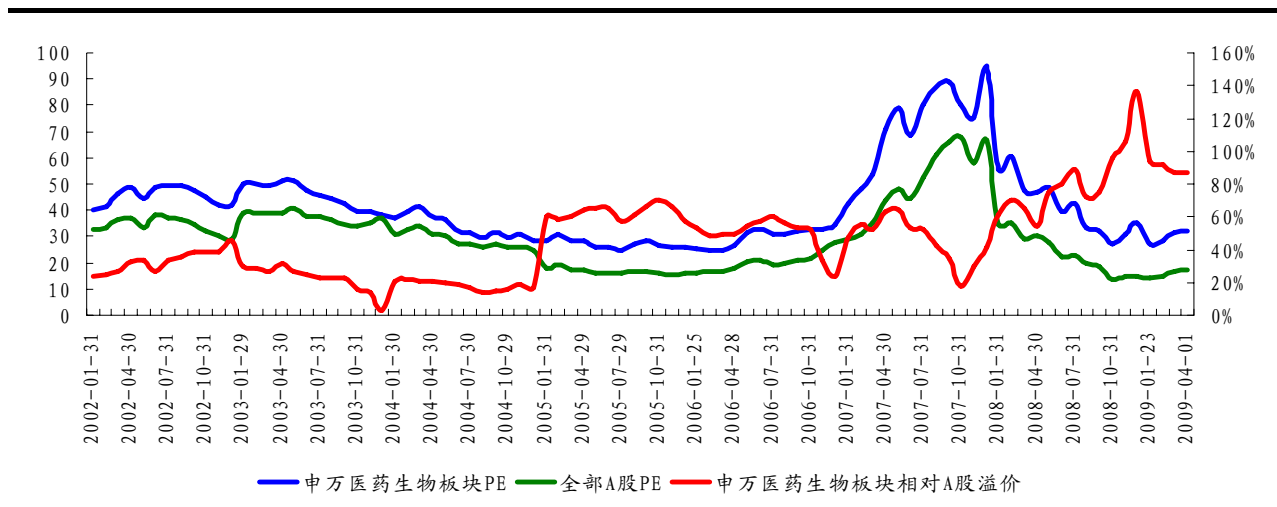
图表 21：2009 年一季度各板块阶段涨幅情况



数据来源：Wind，国都证券研究所

从申万医药生物板块相对 A 股的溢价情况来看，医药板块在 08 年四季度强势运行，导致相对溢价水平达到了一个历史高点，板块相对估值压力较大。但 09 年 1 季度以来，由于医药板块走势弱于大市，医药板块相对于 A 股的溢价水平也明显回落，板块的相对估值压力有所缓解。

图表 22：申万医药生物板块相对于 A 股溢价情况



数据来源：Wind，国都证券研究所

4、投资策略—抓住医改主线，关注主题机会

鉴于目前医药行业整体估值压力已经有所缓解，而行业自身的成长性又是十分确定的，因此我们维持医药行业短期推荐—长期 A 的投资评级。对于二季度医药行业能否走出目前这种疲弱的走势，我们认为这一方面需要取决于医改政策及其后续配套方案相继出台。另一方面也要取决于市场热点的轮动与转换。

对于二季度的投资策略我们认为应该牢牢抓住医改这条主线，同时关注资产重组、业绩超预期、高送配等主题性投资机会。

对于医改这条主线，我们首先需要关注医改及其配套方案对行业整体影响；特别是基本药物目录的出台后，我们建议关注两类企业：一类是独家品种入选基本药物目录的企业，包括天士力、沃华医药、独一味等。另一类是原有销售渠道较为薄弱，而因为产品入选了基本药物目录，使得相关产品销售渠道得到扩展的企业，包括中新药业、同仁堂等。

对于资产重组与整合，我们认为这将是未来医药行业发展的必然趋势。建议关注中生系、上实系、仁和系等相关企业的资产整合的进程。而业绩超预期也是值得关注的主题之一，像康美药业、天坛生物等一季度业绩都有超预期的可能。由于医药企业盈利水平稳定，部分企业存在高送配的可能性，而前期亚宝药业等公司在公布高送配预案后的走势也很好的证明了市场对这类企业的肯定，因此建议关注像马应龙、沃华医药等中小盘绩优股可能会存在的高送配机会。

当然，对于优质的一线白马医药股，我们认为应该继续坚定的持有，长期来看投资者必将能够分享国内医药市场不断成长的果实。

图表 23： 部分重点上市公司盈利预测及投资评级

上市公司	EPS				PE				投资评级
	2007	2008	2009E	2010E	2007	2008	2009E	2010E	
康美药业	0.32	0.39	0.56	0.73	41	33	23	18	推荐-A
天坛生物	0.32	0.27	0.40	0.55	55	65	44	32	推荐-A
同仁堂	0.53	0.50	0.57	0.65	30	32	28	25	推荐-B
恒瑞医药	0.96	0.82	1.38	1.60	41	48	29	25	推荐-A
天士力	0.36	0.52	0.65	0.80	40	28	22	18	推荐-A
双鹭药业	1.08	0.88	1.30	1.68	32	39	27	21	推荐-A

注：市盈率按照 3 月 31 日收盘价计算

数据来源：wind, 国都证券研究所

国都证券投资评级

表1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。