

化学制药

——行业基本面健康、静待市场预期转变

产业部门/行业

投资要点:

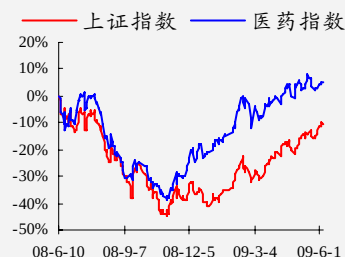
- 2009 年上半年，医药板块的收益弱于市场，医药行业的基本面没有发生显著的变化，发生变化的只是市场对宏观经济的预期。成也萧何，败也萧何，面对前所未有的经济危机，宏观经济的预测难度可想而知，下半年任何对宏观经济预期的变化都会改变医药板块相对于市场的强度，上半年弱于市场的走势给医药行业下半年带来更高的相对市场的收益；
- 虽然经济危机使得政府短期偏重于维持经济稳定，但是政府转向民生的大的趋势不会改变，政策将持续给医药行业带来支持；
- 医药行业本身就有 2-3 年一个周期的波动趋势，2008 年的调整有宏观经济的影响，但是大部分原因来自于行业自身的波动，按照行业规律，2009 年行业整体将逐级走高，从 3-4 月份的数据来看，这种趋势较为明显；
- 经过上半年的盘整和 2008 年年报的公布，目前医药板块的静态市盈率已经大幅的降低，医药行业确定性的增长使得医药板块的动态市盈率水平更有吸引力；
- 医药企业发展一般要经历三个阶段和两个平台期，目前我国大部分医药企业处于第一阶段和步入第二阶段的过程中，不同的阶段企业的发展速度会有很大的差别，因此要具体分析上市公司所处的发展阶段，结合目前的估值水平，找到被低估的企业，才能更好的发现上市公司的价值；
- 2009 年下半年我们重点推荐：1) 低估值原料药企业：东北制药；2) 走出平台期的企业：海正药业、华海药业、天士力、双鹤药业；3) 复苏型企业：白云山；4) 并购型企业：三精制药；5) 医药商业企业：南京医药。

优于大势

维持评级

2009 年 6 月 12 日

走势图



子行业	评级
化学原料药	优于大势
化学制剂	优于大势
中成药	优于大势
生物制药	同步大势
医疗器械	同步大势
医药商业	同步大势

重要公司	评级
三精制药	推荐
华海药业	推荐
海正药业	推荐
东北制药	谨慎推荐
南京医药	谨慎推荐
天士力	谨慎推荐
双鹤药业	谨慎推荐
白云山	谨慎推荐

分析师：宋晗

TEL: (8621)6336 7000-254

Email: songh@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20

(邮编 200002)

目录

1. 宏观预期逆转拖累医药板块相对收益	3
1) 宏观经济快速复苏?	4
2) 政府关注度的转向	4
3) 一季度业绩符合预期, 但是低于市场心理	5
4) 估值压力	6
2. 下半年医药板块有获得领先市场收益的机会	7
1) 宏观和政策不再成为执拗	7
2) 医药行业增长速度将逐季提高	8
3) 目前估值水平已经有所低估	9
3. 2009 年下半年投资策略——关注二线低估值各股	10
1) 原料药子行业	10
2) 制剂子行业	12
3) 医药商业	15
4) 医疗器械	16

图表目录

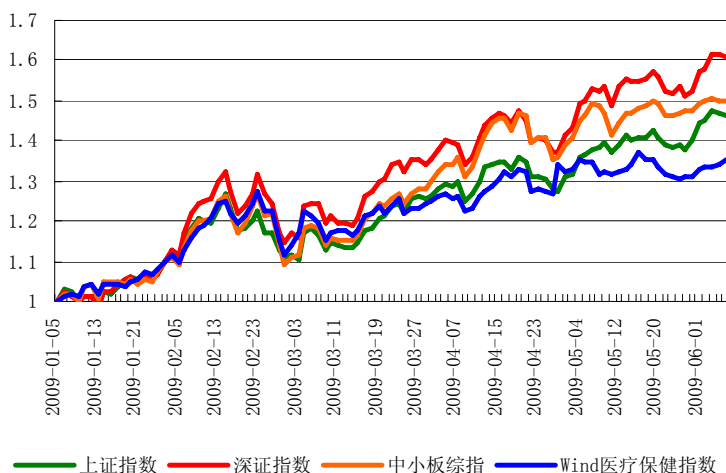
图表 1、医药指数和市场指数涨幅对比图	3
图表 2、医药类白马股集体沦陷	3
图表 3、医药制造业销售收入和净利润增长率（累计）	5
图表 4、医药制造业销售收入和利润增长率（单季度）	5
图表 5、医药类上市公司单季度主营收入和主营利润对比	6
图表 6、2008 年 12 月 31 日行业板块估值水平	6
图表 7、1999-2009 年医药行业销售收入增长情况	8
图表 8、2009 年 6 月 5 日行业板块估值对比	9
图表 9、医药板块相对市场估值变动图	9
图表 10、主要原料药品种出口价格走势（单位：美元/公斤）	11
图表 11、原料药股估值比较	12
图表 12、小型上市公司估值比较	13
图表 13、推荐公司一览	16

2009 年上半年，医药板块的收益弱于市场，医药行业的基本面没有发生显著的变化，发生变化的只是市场对宏观经济的预期。成也萧何，败也萧何，面对前所未有的经济危机，宏观经济的预测难度可想而知，下半年任何对宏观经济预期的变化都会改变医药板块相对于市场的强度，上半年弱于市场的走势给医药行业下半年带来更高的相对市场的收益。

1. 宏观预期逆转拖累医药板块相对收益

2009 年上半年，随着宏观经济指标的逐步好转，资本市场对宏观经济快速反转的预期逐步的升温，带动股指迭创新高，在这场资本盛宴中，医药板块的走势明显落后于大势，截止到 6 月 5 日，上证指数上涨 46%，深证指数上涨 61%，中小板指数上涨 50%，而医药板块只上涨了 35%，落后上证指数 11 个百分点，落后深证指数高达 26 个百分点。在医药板块中，一线各股表现欠佳，2009 年上半年的涨幅都在 20% 以内，反倒是具有重组概念的三线股走出了较好的行情。在 2009 年年初至今 A 股市场只有 11 支股票下跌，其中就有 4 支是医药股，这在历年的行情中都不多见。

图表 1、医药指数和市场指数涨幅对比图



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

图表 2、医药类白马股集体沦陷

涨跌幅前十名			涨跌幅后十名		
证券代码	证券简称	涨跌幅	证券代码	证券简称	涨跌幅
600421. SH	*ST 国药	143. 295	002252. SZ	上海莱士	7. 9674
600490. SH	中科合臣	134. 2984	600276. SH	恒瑞医药	6. 116
000078. SZ	海王生物	127. 9743	000999. SZ	三九医药	4. 0197
600252. SH	中恒集团	117. 7258	600479. SH	千金药业	2. 5433

000990.SZ	诚志股份	117.479	000538.SZ	云南白药	2.1505
600869.SH	三普药业	116.8022	600062.SH	双鹤药业	0.7472
600613.SH	永生数据	111.1498	600829.SH	三精制药	-0.8568
600297.SH	美罗药业	110.717	600557.SH	康缘药业	-1.5677
600730.SH	中国高科	109.0909	002022.SZ	科华生物	-3.7045
600530.SH	交大昂立	108.7977	002038.SZ	双鹭药业	-11.7503

数据来源: Wind 资讯, 东北证券研究所

医药板块表现颓势的主要原因有以下几个方面: 市场对宏观经济和政策预期的转变、行业和上市公司一季度业绩对市场的冲击、去年第四季度快速上涨带来的估值的压力。

1) 宏观经济快速复苏?

从 2007 年金融危机爆发以来, 直到 2008 年底, 市场对宏观经济的发展一直比较悲观, 无论是国内外都普遍认为宏观经济的复苏需要较长的时间。在这种宏观经济的大背景下, 和宏观经济密切相关的周期性行业的业绩将会持续的下滑, 而医药行业由于较为刚性的需求以及医疗体制改革的即将推出所带来的国家对医药产业投资加大使得市场对行业和上市公司业绩的增长预期较为明确和乐观, 这也是 2008 年第四季度医药行业大幅跑赢市场指数的主要原因。2009 年一季度以来, 尤其是二季度, 随着政府投资和信贷放松以及发达国家经济回落趋缓, 部分的经济指标出现了回暖的迹象, 市场对经济的快速复苏给予了越来越大的希望。如果经济能够快速复苏, 周期性行业的业绩弹性要远大于医药行业这样的非周期性行业, 带来的股价的弹性也要大于医药行业, 因此在这轮以经济复苏为背景的行业中, 医药板块落在了后面。

2) 政府关注度的转向

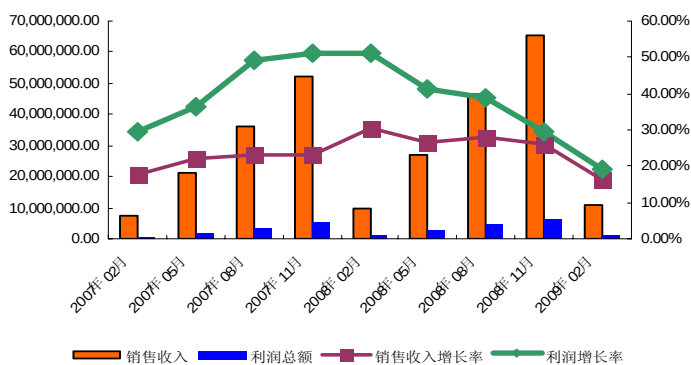
2008 年以前, 随着我国经济的持续发展和财政收入的大幅增加, 政府开始制定计划来改变我国经济的增长方式, 以及改进民生, 使所有人能享受经济发展的成果。但是随着经济形势的进一步恶化, 政府的注意力已经转变到如何维持经济增长和保证就业方面。从国家的政策上看, 虽然在两会以后医疗体制改革的方案正式推出, 随后又先后公布了中医药产业和生物产业的扶持和发展意见, 以及流感疫情这样的突发事件, 但是其都不具备实质性的因素。远没有四万亿直接投资、十大振兴产业规划、国家收储、出口退税、家电和汽车下乡的财政补贴等对周期性行业销售和利润带来的影响大。虽然国家也承诺 3 年内投入 8500 亿元来进行医疗体制改革, 但是目前接近半年过去, 目前只有中央政府的 198 亿资金得到了落实, 在目前地方财政收入普遍缩水以及需要更多的政府投资来刺激经济发展的情况下, 在今后两年地方政府能否拿出足够的资金来进行医改的配套存疑。因此财政收入的减少和财政

资金更多的投入到刺激经济发展方面，在医疗体制改革上投入的资金将会减少，有可能影响到医疗体制改革的进程。

3) 一季度业绩符合预期，但是低于市场心理

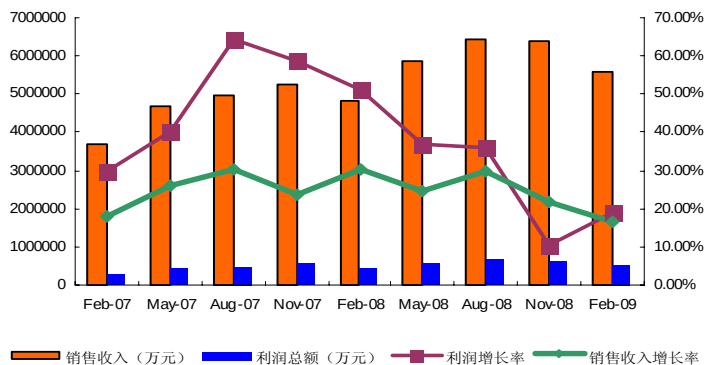
医药行业虽然是非周期性行业，但是在一定程度上受到了内外部经济环境的影响，行业本身在 2007 年和 2008 年上半年带来的超常规发展也给行业的持续增长带来了一定的压力。而医疗体制改革带来的对未来预期的不确定性使得一些中小医药经销商减少甚至放弃了对医院产品的经销，在一定程度上也影响了医药产品的流通和渠道内的备货。因此，从 2008 年 8 月份开始行业就进入了下降通道，并一直持续到 2009 年第一季度。2009 年前两个月医药工业实现销售收入 1118 万元，同比增长 16.35%，实现利润总额 103 亿元，同比增长 19.07%，分别比 2008 年同期下降了 14 个和 32 个百分点，比 2008 年全年各下降 10 个百分点左右，虽然符合我们的预期，但是对市场认为医药行业将持续高增长的心理预期造成了一定的压力。

图表 3、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

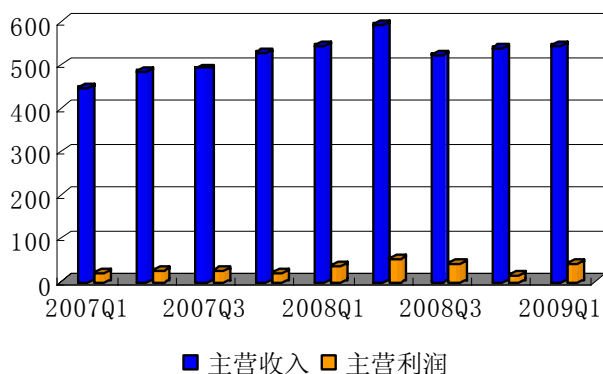
图表 4、医药制造业销售收入和利润增长率（单季度）



数据来源：WIND 资讯，东北证券研究所

从上市公司角度来看，上市公司 2009 年第一季度销售收入 540 亿元，同比增长 6%，实现主营利润 40 亿元，同比增长 15%。一些一二线医药股的销售收入和利润增长在 2009 年第一季度都只有个位数，这也降低了市场对医药股 2009 年全年业绩增长的预期。

图表 5、医药类上市公司单季度主营收入和主营利润对比

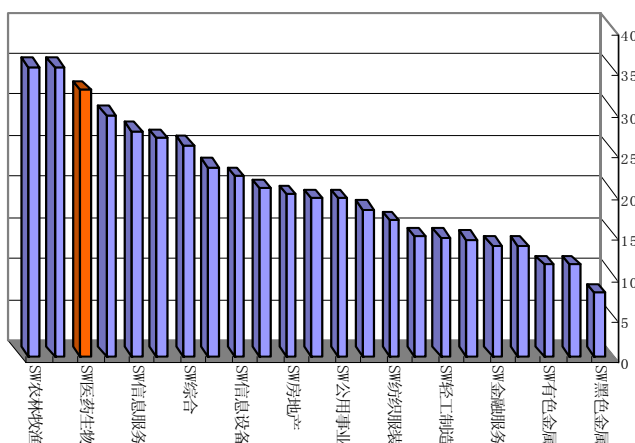


数据来源：WIND 资讯，东北证券研究所

4) 估值压力

医药指数在 2008 年 11 月 7 日以后上涨幅度达到了 33%，比上证指数高出了近 25 个百分点，截至 2008 年底医药板块的估值几乎是所有板块中最高的，比市场整体的估值水平高出 80%，高估值降低了医药板块的吸引力。

图表 6、2008 年 12 月 31 日行业板块估值水平



数据来源：WIND 资讯，东北证券研究所

在这几种因素的共同作用下，投资者尤其是机构投资者投资风格的转变起到了

推波助澜的作用，由于 2008 年机构在医药板块上的配置比例很好，在投资风格转换的过程中需要降低医药板块的持股比例，而市场没有其他的力量能够平衡机构投资者的抛售，因此医药股，尤其是机构重仓的一线医药股在 2009 年上半年表现不佳。

2. 下半年医药板块有获得领先市场收益的机会

但是我们应该看到，随着上半年宏观经济进展和资本市场的快速上涨，以上的市场对医药板块的看法都将在下半年得以舒缓甚至逆转，市场会重新对医药行业和医药板块进行积极的评估，医药板块会获得超越市场的机会。

1) 宏观和政策不再成为执拗

正如上文所说，宏观和政策的影响主要体现在医药板块对周期性行业的相对预期。市场目前对经济快速复苏具有很强的预期，但是以这次经济危机的强度来看，本轮由政府投资拉动的经济回暖可能还有一定反复。如果经济复苏实际表现没有超出市场预期，甚至低于市场预期，将改变其他行业业绩增长的乐观预期，相对来说医药行业的稳定增长会被市场更为看好，提升医药板块的相对价值。

从政策面上来看，上半年的政策以纲领性文件为主，在没有具体性操作文件的情况下，医药行业的相关利益各方都会采取保守性的措施，以降低可能的政策性风险，因此表现为医药购销市场的活跃度不足，渠道收缩存货的规模。下半年，对医药行业影响最大的基本药物目录和相关的基本药物生产、招标、配送、使用以及报销等细节性的政策会陆续出台，地方性的配套政策也会接踵而至，随着秋冬季药品需求进入旺季，各种招标工作也会陆续开展。在政策明确的情况下，新一轮的药品购销将会进行，渠道也会加大备货的力度，药厂的销售额会有一个快速的回升。

随着 4 万亿投资的逐步开展以及经济趋于稳定，政府的工作重心依然会回归到促进民生发展上，有关医药行业的政策可能会陆续的出台，行业内的整合、并购等事件也会逐渐的丰富，给相关上市公司带来股价提升的动力。

随着三聚氰胺事件的深入，对食品药品安全问题的关注度增加，SFDA 已经成为统一监管食品和药品安全的机构，避免了以前卫生、药检、工商等多个部门相互推诿的局面，虽然真正的效果还有待观测，但是如果 SFDA 严格对假冒伪劣药品，违规宣传治病性食品以及违规药品电视广告的监管，切断这些产品的产销量，避免患者受到这些药品的误导而采取正规渠道获得治疗，无疑会增加正规厂家药品的消费量。有报道称采用非正规渠道进行治疗的人群的比例超过 10%，这部分医疗需求的回归会给药品生产企业带来新的市场空间。

近期高考人数下降引起热议，目前已经从一个社会问题转变成经济问题，随着出生率的下降和人均寿命的提高，我国可能在城市化还没有实现的情况下就进入后消费时代。在人生的前半阶段，房产、汽车和耐用消费品等可能是主要的消费标的

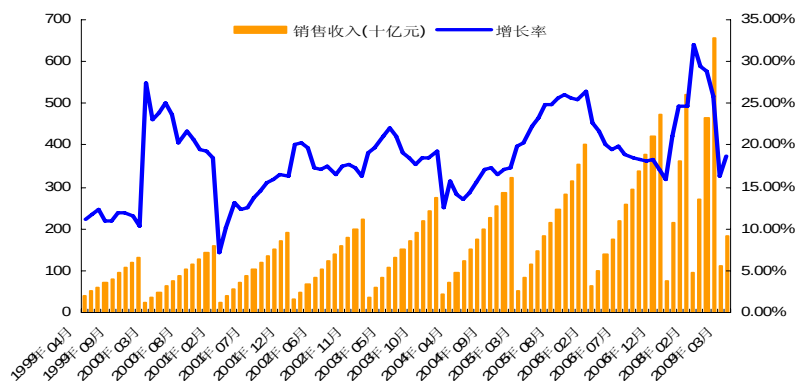
物，而在人生的后半阶段，药品可能是唯一随着年龄增长需求增加的产品。药品的需求有自我循环的因素，即药品疗效越好，人的寿命越高，人的寿命越高，消费的药品就越多，因此，我国人口对房地产、汽车和耐用消费品等产品的需求可能很快就会进入平台期，而我国对医疗产品的需求才刚刚开始。房产、汽车等消费会存在拐点，就如西方发达国家所经历的，但是医疗产品的需求量确在不断的上升。

流感疫情的发展也存在着较大的变数，目前虽然我国采取了强制隔离的措施，但是这种被动的措施无法完全隔离疫情向我国蔓延，未来大流感疫情暴发的可能性依然存在，如果疫情向不受控制的方向发展，不但在防控治疗方面会增加药品需求，而且如果疫情影响实体经济，则医药行业的防御性特征也会给医药板块带来相对市场的收益。

2) 医药行业增长速度将逐季提高

从 1999 年开始医药行业的 10 年数据来看，医药行业销售收入明显存在 2-3 年一个周期的波动趋势，而这种波动趋势和整个宏观经济无关，我们认为这和政策波动，行业内周转周期有关，在 2007 年行业销售收入快速增长和 2008 年快速回落以后，2009 年前两个月已经是行业销售收入增长的谷底，从 3 月份的数据来看，3 月份行业实现销售收入 714 亿元，同比增长 20.84%，远高于 1-2 月份增长 16.5% 的水平，而且从上市公司了解到，4-5 月份销售情况恢复的更加良好。由于 2008 年销售收入在下半年尤其是第四季度是下滑的非常明显，所以即使 2009 年下半年销售收入环比增长保持平稳，全年的同比数据依然能够保持在 20% 以上，而且行业销售收入增长率会逐季的提高。虽然管理费用下降这一主要的增利因素在进入 2009 年以后表现的不再明显，但是销售费用率却有下降的趋势，在医疗体制改革的大背景下，企业的更多地以低价销售的方式来降低销售费用，而销售费用的降低会高于毛利率的降低，成为新的利润增长因素，所以利润的增长速度要快速销售收入的增长速度，行业 2009 年利润增长 25% 以上的可能性很大。

图表 7、1999-2009 年医药行业销售收入增长情况



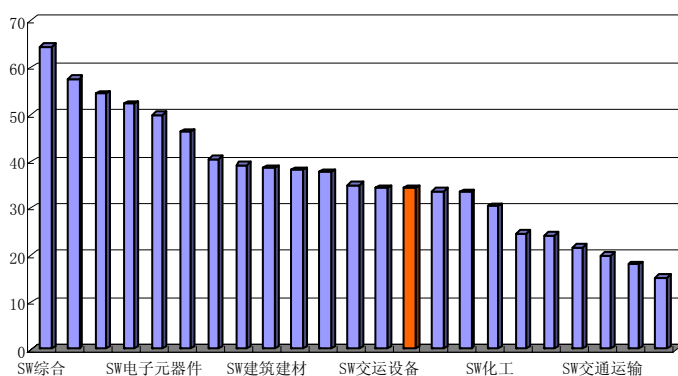
数据来源：WIND 资讯，东北证券研究所

随着行业整体的增长，上市公司的业绩也会逐季的复苏，而实现全年的增长目标，而且上市公司作为行业内的领先企业，将会扩大其所占有的市场份额，包括产品市场份额的扩大和对同类企业的并购和重组，因此上市公司在未来几年内的业绩增长会快于行业整体的增长速度。

3) 目前估值水平已经有所低估

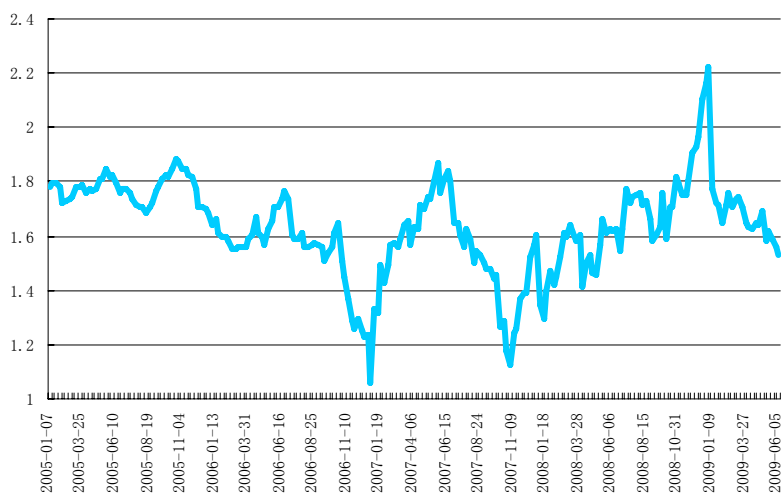
虽然医药板块在 2008 年底的估值水平较高，但是随着 2008 年年报的公布和 2009 年上半年大盘的上涨，目前医药板块的相对估值水平已经大幅的降低，无论是从各个板块之间的横向比较还是从历史的相对估值比较来看。而且 2009 年医药板块的业绩增长确切，增长速度也将会在各个行业中保持领先，因此从 2009 年动态估值来看，医药行业的相对估值已经明显偏低。

图表 8、2009 年 6 月 5 日行业板块估值对比



数据来源：WIND 资讯，东北证券研究所

图表 9、医药板块相对市场估值变动图



数据来源：WIND 资讯，东北证券研究所

综上所述，无论从宏观面、政策面、行业基本面还是上市公司估值水平来看，

医药类上市公司无论是短期还是长期都具有了很高的投资价值，下半年医药板块相对于市场有获得 10%以上超额收益的潜力。

3. 2009 年下半年投资策略——关注二线低估值各股

医药类上市公司众多，分属于不同的子行业，而且企业的发展阶段也不尽相同，相互之间的发展前景和估值水平也有很大的差别，因此对于不同子行业和公司要区别分析，总体来看，二线医药股的整体估值处于明显低于行业平均的水平，其中一些各股基本面良好，只是因为所处发展阶段的不同而近一两年增长速度放缓，未来随着投资项目逐渐贡献利润，将会重新回到增长轨道，并从二线股成为一线品种，这这一过程中可以获得超越市场的收益。

由于各个子行业面对的市场不同，所以面对的环境也不太相同，下面我们将按照子行业的分类具体分析各个子行业中存在的投资机会。

1) 原料药子行业

原料药子行业在医药行业的中是一个较为特殊的子行业，其主要针对企业客户，面对国外市场，有一定的资源属性，所以和国际大宗商品的价格趋势，尤其是原油的价格趋势有一定的相似之处。在医药类上市公司中，原料药子行业，尤其是维生素生产企业，由于 2008 年产品价格暴涨，2008 年公司的业绩普遍大幅提升，但是由于产品价格从 2008 年第四季度开始暴跌，公司 2009 年的业绩存在很大的不确定性，所以目前原料药企业的静态估值都很低，甚至在 10 倍以下，但是由于大多数维生素产品的价格在短短几个月中大幅下跌，所以 2008 年的业绩很可能成为相关上市公司业绩的顶峰，2009 年的业绩都会有不同程度的下滑，未来的业绩也很难超过 2008 年的水平。

对于大宗原料药来说，由于产品的生产技术、市场等已经相当的稳定，因此具有极强的规模经济效应，产业的竞争格局对产品的价格有较大的影响。在目前现有的主要大宗原料药产品中，我们更看好维生素 C 这一产品。维生素 C 在经历了两轮产能扩张和价格战后，目前已经形成了稳定的竞争格局，国内的 5 大生产企业占据了 80% 的全球市场份额，5 大生产企业通过之间多年形成的默契联合限产保价，过剩的产能排斥外来者的加入，下游主要针对医药行业和食品行业，需求较为刚性，这些因素保证了企业的价格和盈利水平，5 家之间竞争能力的势均力敌也限制了企业之间的竞争，预计产品的价格将保持稳定，未来毛利率水平将会随着环保等成本因素的上升有所收窄。

对于维生素 A 和维生素 E 来说，目前也形成了四家企业掌控市场的局面，但是相对于维生素 C，由于有巴斯夫和帝斯曼两家国际维生素巨头的存在使得企业之间的利益平衡相对较难，而且这两种维生素主要针对饲料市场，市场的波动较大，不利于稳定市场参与者的预期。为了从国外企业手中抢占市场，国内企业有扩产的

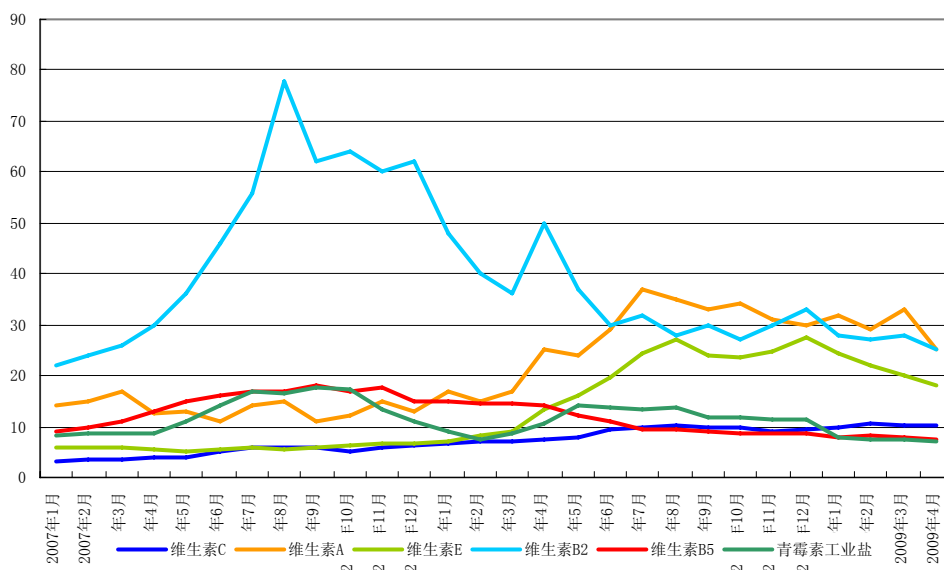
可能，产能扩张有可能形成新的价格战。

对于维生素 B2 和维生素 B5 这两个小品种来说，虽然国内企业也占据了较大的市场份额，但是由于下游需求不稳定，国内企业的议价能力较差，所以无法获得较好的毛利率水平。

抗生素类品种由于国内生产厂家众多，其中不乏外资背景的大型生产企业，行业的产业链较长，客户之间的利益不易协调，最大的客户又是印度的生产企业，因此行业内竞争激烈，价格无法有效抬高。国内抗生素类原料药生产企业大多向产业链下游的制剂延伸，通过一体化来降低原料药生产中的风险。所以对于没有下游生产能力的企业来说，很难获得较高的利润水平。

特色原料药是指直接针对制剂的原料药，特色原料药在 21 世纪初随着我国药品合成能力的提高逐步成为我国原料药出口的新兴品种，但是随着先行者高额的获利，各种资本蜂拥进入这一领域，由于特色原料药及中间体的合成工艺和普通的精细化工产品类似，因此国内很多中小型的化工生产企业一旦拿到生产工艺，都有生产特色原料药及中间体的能力，造成市场上的竞争者众多。而且国内的特色原料药的出口主要针对非规范类市场，多数是由贸易商代理销售，因此给生产厂家的毛利率水平很低。大宗原料药经过 10 多年的市场竞争才形成目前的格局，我国特色原料药市场可能也需要同样多的时间才能进入寡头垄断竞争的格局。

图表 10、主要原料药品种出口价格走势（单位：美元/公斤）



数据来源：健康网、东北证券研究所

因此，对于原料药子行业来说，我们更看好维生素 C 的价格和相关上市公司近两年的业绩，东北制药将是很好的投资品种。由于市盈率较难预测，因此从市销率和市净率来看，东北制药都处于较低的水平，维生素 C 价格的稳定使东北制药 2009 年的业绩更有保障。

图表 11、原料药股估值比较

证券代码	证券简称	市净率	市销率	净资产收益率	销售净利率
600490.SH	中科合臣	5.9971	9.0862	-21.39	-32.8998
600253.SH	*ST 天方	3.1416	1.2556	-11.29	-4.5344
002020.SZ	京新药业	2.6902	1.6265	-5.924	-3.5773
000756.SZ	新华制药	1.8306	1.2911	2.34	1.8919
000739.SZ	普洛股份	3.0713	1.7839	3.91	2.0796
600789.SH	鲁抗医药	2.1073	1.7032	2.38	2.1685
002099.SZ	海翔药业	2.4781	1.3375	4.7	2.3978
000545.SZ	吉林制药	60.1807	10.8334	13.7	2.4356
000788.SZ	西南合成	6.4018	3.7001	4.82	2.4395
600812.SH	华北制药	5.9814	1.8039	18.4	5.5783
600488.SH	天药股份	2.723	4.4774	3.42	5.8942
000597.SZ	东北制药	4.0429	1.4295	22.77	7.7647
002019.SZ	鑫富药业	3.6762	4.9332	7.22	8.5924
600420.SH	现代制药	4.5544	3.1415	9.78	10.5615
000952.SZ	广济药业	3.5064	5.6744	12.8	17.025
600521.SH	华海药业	3.7194	5.0531	13.79	18.6987
600216.SH	浙江医药	5.7498	2.9665	54.05	25.9845
002001.SZ	新和成	5.5876	3.6317	75.05	43.6925

数据来源：WIND 资讯，东北证券研究所

2) 制剂子行业

化学制剂、中成药和生物制剂子行业虽然各有行业特点，但是由于其面对的是同一市场，相互之间有替代和竞争的关系，而且很多的上市公司兼有这三种业务，因此把这三个子行业放在一起研究和比较可能更合理一些。

医药行业有别于其他行业，不断地推出新的有药用价值的物质是这个行业生存和发展的主要手段，虽然我国医药行业的发展和世界水平还有很大的差距，但是行业内企业的主要发展过程却具有普遍的规律。对于医药企业，尤其是面向终端的制剂企业来说，其发展要经历三个阶段，在这三个阶段的发展过程中，企业都会经历一个快速增长，平台期，再快速增长，再经历平台期的过程，有的企业在各个阶段之间衔接的比较好，平台期的时间较短，而衔接不好的企业可能将一直在平台期徘徊。

第一阶段基本上是单产品阶段，即企业通过一个产品的快速发展来实现企业的快速发展。这个阶段企业的销售规模从小到大一般会经历 3-10 年的时间，其间又分为三个子阶段。第一个子阶段是产品刚刚推出，产品的销售虽然增长很快，但是生产和销售整体的规模小，产品的单位固定成本和推广费用高，利润增长不快甚至负增长，这段时期是企业的困难时期，很多企业虽然有好的产品，但是由于没能渡过这一时期而被市场淘汰；第二个阶段产品的销售已经有一定的基数，但是收入依然能够保持 50%以上的增长速度，而且随着产品的前期推广阶段已经基本完成，

在产品销售收入快速增长的情况下，单位产品的固定费用被不断的摊薄，表现销售规模扩大，毛利率提升、费用率降低，而利润的增长远超过销售收入的增长，这段时间是企业增长的最佳时期，也是投资的最佳时期；第三个阶段产品的销售规模已经较大，销售增长速度放缓到 30%以下，随着市场接近饱和，推广的难度较大，新的量的增长带来的边际利润越来越低，而且企业也开始谋划新的发展方向，相关的投入增加，费用率开始上升，利润的增长开始放缓，甚至会低于销售收入的增长，企业开始准备进入平台期。

上市公司中处第一阶段增长的明显例子是双鹭药业，在上市前 2002-2004 年间，虽然销售收入增长了 3 倍，但是利润只增长了 1 倍，但是 2006-2008 年的三年间，销售收入同样是增长了 3 倍，但是利润却增长了近 7 倍。目前来看，双鹭药业已经进入了第一阶段的末期，销售收入和利润的增长速度都有所放缓，目前也不不断的加大对外的投资力度，希望能快速的通过进入第二阶段。

由于目前公司上市有销售规模了利润的限制，所以医药类上市公司中处于第一发展阶段的公司不多，我们按照销售额，把 5 亿元以下销售额的公司划分到这一个阶段。在这些公司中，可以分为三类，业绩不佳，准备进行重组的公司、新上市的中小板公司和一些生物制药企业。我们重点分析后两类公司，新上市的医药类企业都是在中小板上市，并且在 2007 年股市最火爆的时期上市，客观来说，这些上市公司的质地一般，产品不具备快速增长的潜力。对于生物制药企业来说，老牌的生物制药企业双鹭药业、科华生物、华兰生物、长春高新和达安基因来说、业绩的快速成长期已经基本过去，目前接近于第三个子阶段的末期。而对于像通化东宝、华神集团和岳阳兴长这样下属子公司有很好产品的企业，目前这些产品都处于第一子阶段，还需要 2-3 年的时间才能实现利润的快速增长。目前市场给与这些销售规模较小的公司以很高的估值，降低了这些公司的吸引力，2006 年初双鹭药业的静态市盈率只有 25 倍，如果那个时候市盈率就高达 100 倍以上，近三年也不会有很高的投资回报。

图表 12、小型上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收入	市盈率	市净率	市销率
002198.SZ	嘉应制药	66.35	83.97	5.03	17.37
600613.SH	永生数据	69.62	362.98	8.41	22.86
000809.SZ	中汇医药	124.61	358.22	8.87	9.52
600763.SH	通策医疗	139.13	90.45	7.23	10.01
000766.SZ	通化金马	159.86	133.82	4.12	14.38
002107.SZ	沃华医药	196.54	67.75	5.56	18.49
002118.SZ	紫鑫药业	223.33	33.86	4.74	8.09
600513.SH	联环药业	225.37	73.88	3.42	4.31
000590.SZ	紫光古汉	236.57	73.64	4.62	6.34
002030.SZ	达安基因	239.20	83.24	9.69	13.61
002219.SZ	独一味	285.84	41.55	5.72	6.47

600781.SH	上海辅仁	298.15	40.73	7.59	4.65
600771.SH	ST 东盛	307.73	3.81	-1.31	4.10
600842.SH	中西药业	308.97	217.09	7.30	8.18
002252.SZ	上海莱士	309.86	39.01	5.30	13.19
600530.SH	交大昂立	332.75	-16.59	2.84	6.99
002038.SZ	双鹭药业	358.00	38.00	10.25	23.13
000790.SZ	华神集团	363.19	345.04	4.47	4.85
000566.SZ	海南海药	386.65	55.74	6.53	6.16
600095.SH	哈高科	401.01	175.28	2.71	4.56
600285.SH	羚锐股份	423.24	142.73	2.69	3.53
002007.SZ	华兰生物	475.16	61.25	10.10	24.14
002022.SZ	科华生物	487.12	44.04	11.10	15.02
002020.SZ	京新药业	510.31	-45.42	2.69	1.58
000915.SZ	山大华特	538.35	88.21	3.77	2.24
600867.SH	通化东宝	551.04	125.08	4.00	10.63
	平均		104.51	5.67	10.17

数据来源: WIND 资讯, 东北证券研究所

第一个平台期是很多企业的滑铁卢, 由于前期的准备不足或者企业的管理存在缺陷, 许多企业在产品扩张或者领域扩张的过程中并不成功, 新的业务无法给公司带来现金流, 而原有业务被分散了资源后, 也有可能大幅的下滑, 从而给企业的发展带来很大的阻滞, 企业有可能就陷入这个平台期, 甚至走向消亡。但是有的公司在经历了不成功的多元化而造成的业绩大幅下滑以后, 通过重新聚焦于主营业务, 加强内部管理, 使得盈利回到正常水平, 从而使得利润和每股收益大幅上涨。如 2006 年的双鹤药业和 2008 年的中新药业。这类公司的普遍特点是有盈利稳定的业务板块, 但是有几家子公司的亏损严重拖累公司的业绩。从表征上来看, 表现为虽然有行业平均的毛利率, 但是利润率偏低以及较低的市销率。

在目前的上市公司中, 可能通过内部整合来提升管理效率, 进而快速增加上市公司的业绩的公司有一些, 我们认为在这些公司中, 白云山是最有可能快速复苏的公司, 2008 年, 公司在完成股改的业绩承诺以后, 对下属的子公司进行了梳理, 造成了子公司业绩的大幅下降, 另外和百特合资的子公司百特侨光公司也没有摆脱亏损, 公司的整体业绩大幅下滑。目前公司的子公司的梳理工作已经基本完成, 公司的业绩有望得到恢复, 目前公司的市销率只有 1 倍左右, 远低于市场平均水平。如果记入合资公司白云山和记黄埔有限公司一半的销售收入, 公司的毛利率将达到 40% 左右, 在上市公司中处于平均水平, 但是公司的销售净利润率不到 5%, 远低于制剂企业 8% 的销售净利润率水平。随着公司业务的恢复, 公司的销售净利润水平也会上升, 在销售收入不能快速增长的情况下, 利润会快速的恢复, 进而带动股价上涨。

医药企业快速发展的第二个阶段是通过多产品的滚动发展或者进入新的业务

领域来获得快速的发展，这个阶段要求企业有综合发展能力。目前很多的医药类上市公司都处于第一个平台期准备进入第二个阶段的时期，其中做的比较好的企业是西药的恒瑞医药和中药的云南白药。恒瑞医药由于前期产品储备较多，因此伴随着肿瘤药物的快速发展不断推出新的抗肿瘤药产品，并且逐步扩大到其它产品领域，因此销售收入和利润都增长较快，销售收入3年增长1倍，利润增长2倍。云南白药是通过不断的进入新的业务领域来获得滚动式发展。3年销售收入增长1倍，利润也增长1倍。这两家公司都享受到以前发展的成果，但是有由于在这3年的过程中没有新的投入，因此今后几年也要面临着大量的固定资产投入的压力，这两家公司的领先优势将会逐步丧失。相反的情况，一些在近些年加大投资力度的企业可能在未来3年的循环中获得较好的发展。而且这些二线企业的市盈率普遍要低于一线企业，因此在新的周期有更好的盈利空间。二线企业中我们认为双鹤药业和天士力所处的行业地位，近些年的投资领域以及目前的估值水平上来看都有一定的低估，存在较好的投资机会。另外海正药业和华海药业作为未来5年的投资品种，也可以继续关注，在低位逐步收集筹码，获得长期增长的收益。

由于我国医药企业的规模都比较小，因此目前还都处于内生性增长阶段，很少有企业能通过大规模并购来获得发展这一企业发展的第三阶段，但是由于我国国有资本的特殊性，同一集团内部的整合还是频频上演。未来1-2年内业内最为关注的可能就是国药集团、上药集团和哈药集团的内部整合而对相关上市公司带来的投资机会。上药集团的重组方案将在6月底出炉，相关上市公司在今年已经有了较大的涨幅，反映了重组给相关上市公司带来的可能收益。国药集团由于规模较大，牵扯的利益方较多，目前还只是形成方案的过程中，两家子公司一致药业和国药股份以及利益方复星医药都有一定的投资机会。相对来说，我们更看好哈药集团的重组，首先哈药集团的重组有时间限制，将在不到两年内完成，另外哈药集团的外资股东也迫切希望通过整体上市来实现获利推出。在这种背景下，哈药股份和三精制药都有很好的投资机会，哈药股份和三精制药目前的估值在医药类上市公司中偏低，有很高的安全边际，相对来说，三精制药未来获得较高收益的可能性更高。

3) 医药商业

医药商业在医药行业中是一种特殊的业务形态，其实和商业的联系更为紧密，因此获利的根本在于规模、周转率、费用控制以及是否能够快速推出符合市场需要的业务模式。在目前医疗体制改革需要重新建立医药商业的流通模式的大背景下，大型的医药商业企业都有很大的发展空间。除了国药控股和九州通在全国布局以外，划省而治的局面初步形成，各省的龙头企业未来将专注于省内资源的整合，而弱势的企业是选择被本省企业吞并还是引入外来企业将影响未来的竞争格局。在以医药商业为主业的上市公司中，国药股份、一致药业和上海医药占据国内医药消费最大的三个市场，虽然地域内竞争激烈，但是由于市场间大，背后还有集团的支持，因此生存压力不大。桐君阁、英特集团地处竞争最激烈的地区，发展空间不大。南

京医药目前占据了三省市场，在江苏市场已经有了垄断性的地位，而且在市场创新方面一直走在前列。虽然目前还在消化前期快速扩张时期的业务，但是随着内部整合完毕，费用率的逐步降低将有效的提高公司的盈利能力。目前最低的市销率水平也增加了公司的吸引力。

4) 医疗器械

医疗器械应该是在医疗体制改革中受益最为明确的子行业，大量的基层医疗机构的建设需要配备各种医疗器械，但是我们应该看到目前国内医疗器械的生产水平还不高，医疗器械设计更多的是使用物理原理而不是化学原理，我国在精密仪器设计制造的整体水平就远落后于国际水平，所以在高端的医疗器械上还无法于国际医疗器械巨头竞争。在中低端市场，目前国内有上万家医疗器械生产企业，比药品生产企业还要多，竞争的激烈程度有过之而无不及。在需求端，目前医疗器械基本上面对医院市场，通过招标的形式采购，医院或者当地政府对医疗器械的采购有较大的决定权，并在一定程度上有垄断优势，因此医疗器械生产企业的盈利前景并不乐观。在上市公司中，只有三家是完全的医疗器械生产企业，目前市场充分考虑到医改可能带来的收益，并给与极高的估值，未来再有超过预期的可能性不大。

总体而言，我们需要综合考虑上市公司在行业内的地位以及发展的阶段，并结合目前的估值水平来考虑上市公司的投资价值。下半年我们重点推荐三精制药、东北制药、双鹤药业、天士力、白云山、海正药业、华海药业和南京医药。

图表 13、推荐公司一览

代码	名称	每股收益（元）			市盈率		
		2008	2009	2010	2008	2009	2010
600267.SH	海正药业	0.44	0.57	0.83	39.38	30.05	20.64
600521.SH	华海药业	0.50	0.60	0.76	27.84	23.31	18.31
600829.SH	三精制药	0.70	0.83	0.95	23.53	19.72	17.34
000597.SZ	东北制药	1.07	1.72	1.66	19.53	12.17	12.59
600713.SH	南京医药	0.12	0.28	0.36	58.82	24.99	19.62
000522.SZ	白云山 A	0.16	0.29	0.40	49.24	28.06	20.02
600535.SH	天士力	0.52	0.60	0.73	31.24	27.26	22.38
600062.SH	双鹤药业	0.85	1.04	1.28	28.71	23.41	19.05

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, 东北证券有限责任公司(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。

东北证券有限责任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