

稳健中前行 —— 医药工业企业 2009 年 1-5 月份效益数据解读

医药行业

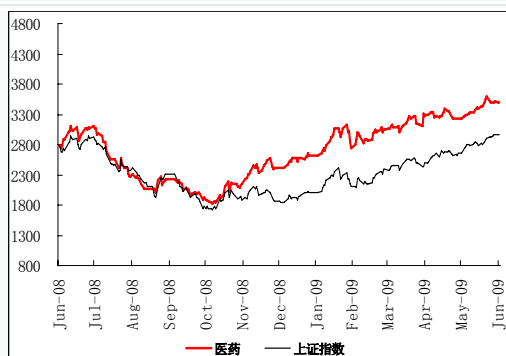
增持（维持）

报告日期：2009 年 6 月 30 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	3499.91	8.43%
天相流通指数	3327.45	11.67%
上证指数	2975.31	13.00%

行业指数近一年走势图



相关报告：

《医药行业 09 年 1-2 月数据分析及板块一季度预测》
2009 年 4 月 2 日

《利润增速或已迈过最低点——医药行业 08 年报及 09 年一季报综述》
2009 年 5 月 5 日

《需求稳健确保行业成长——09 年医药行业投资策略》
2008 年 12 月 19 日

天相医药组

010-66045615 chenheng@txsec.com

010-66045728 huzj@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 医药行业2009年1-5月份收入、利润总额增长率横向比较情况；
- 分析子行业前五月的收入和利润总额增速，并结合相关板块及部分上市公司做出中报的业绩预测
- 建议下半年重点关注医药行业的“白马股”

投资要点：

- **医药行业再次展现稳健增长的特征。**2009年1-5月份医药制造业收入增速为18.07%，在26个行业中列第二，全国工业企业收入增速仅为-0.81%；利润总额增速排名第四，录得16.83%，大大领先于全国工业企业-22.85%的利润总额增速。
- **行业亏损面创出新低。**在经历了年初的亏损企业家数大幅上升后，到5月份，这一数量已经从2月份的1436家快速减少至1265家，基本回归到正常水平。就亏损面而言，2009年5月份仅录得19.60%，是有记录以来最小的一次。这充分说明医药行业在短暂的回调以后，已经率先摆脱经济危机带来的影响，以稳健的速度继续向前发展。
- **行业盈利能力保持稳定。**行业收入同比增速有所回落，但回落的幅度并不大。利润总额增速、毛利率等指标变化不大。三项期间费用率全面下降，资产负债率虽略有上升，但仍低于50%，处于正常水平。
- **各细分行业均表现出回暖迹象。**1) 化学药品原药在经历了一季度的快速下滑后，1-5月份数据显示下滑趋势已大幅放缓。2) 化学药品制剂收入和利润总额前五个月的增速均为20%左右，表现出稳健快速的成长。3) 中药行业一直是国家大力扶持的行业。今年上半年继续保持了良好的发展势头。4) 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，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。
- **投资机会。**通过半年时间的回调，一些医药白马股已经不白了，估值也从高地变成了相对的“洼地”。我们认为具有良好成长性的白马股投资机会已经显现。推荐投资者关注天士力、天坛生物等蓝筹股。

目录

1.	医药行业总体运行状况分析	4
1.1	再次展现稳健增长的特征	4
1.2	行业亏损面创出新低	5
1.2	盈利能力保持稳定	6
1.3	期间费用率再次下降	9
1.4	资产负债率略有上升	9
2.	主要细分行业现状和发展前景分析	10
2.1	主要子行业收入利润占比与前两月相比变化不大	10
2.2	细分行业分析	11
2.2.1	化学药品原药	11
2.2.2	化学药品制剂	12
2.2.3	中成药	13
2.2.4	生物、生化制品制造业	15
3.	行业未来总体判断及下半年投资策略	16

图表目录

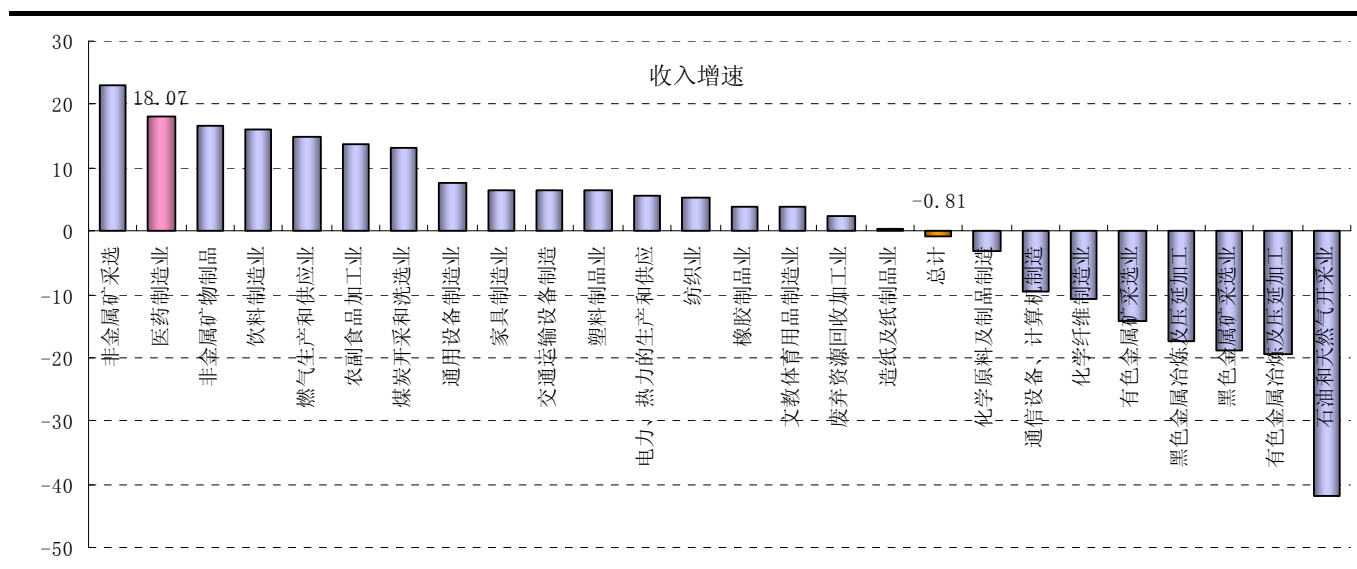
图表 1: 各行业 2009 年 1-5 月收入增速.....	4
图表 2: 各行业 2009 年 1-5 月利润总额增速.....	5
图表 3: 医药行业企业单位数及亏损面.....	5
图表 4: 医药制造业销售收入及其同比增速.....	6
图表 5: 医药制造业销售成本及其同比增速.....	7
图表 6: 医药制造业利润总额及其同比增速.....	7
图表 7: 医药制造业毛利率.....	8
图表 8: 单月平均效益数据.....	8
图表 9: 医药制造业期间费用率.....	9
图表 10: 医药制造业资产负债率.....	10
图表 11: 主要子行业收入利润占比变化.....	10
图表 12: 医药制造业与医药类上市公司收入、利润总额增速对比.....	11
图表 13: 化学药品原药收入和利润总额及其同比增速.....	12
图表 14: 化学药品原药行业与上市公司收入、利润总额增速对比.....	12
图表 15: 化学药品制剂收入和利润总额及其同比增速.....	13
图表 16: 化学药品制剂行业与上市公司收入、利润总额增速对比.....	13
图表 17: 中成药收入和利润总额及其同比增速.....	14
图表 18: 中成药行业与上市公司收入、利润总额增速对比.....	14
图表 19: 生物、生化制品制造业收入和利润总额及其同比增速.....	15
图表 20: 生物、生化制品制造业与上市公司收入、利润总额增速对比.....	15
图表 21: 医药板块股价指数相对上证指数估值溢价水平.....	16
图表 22: 部分重点上市公司 EPS 预测和投资建议.....	17

1. 医药行业总体运行状况分析

1.1 再次展现稳健增长的特征

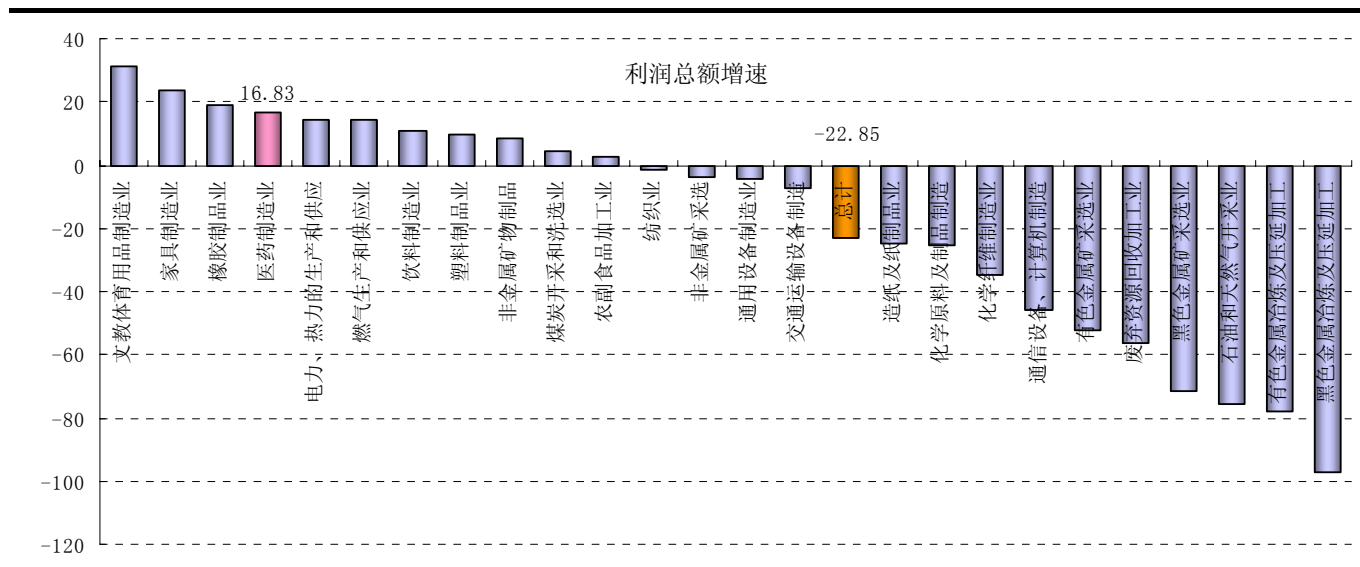
我们选择国家统计局的分类标准，再结合二级市场的行业分类，选取较有代表性的 26 个行业作为比较对象。结果显示，2009 年 1-5 月，销售收入和利润总额均实现正增长的行业并不多见，而以食品、医药为代表的非周期性行业在这轮经济周期表现相对强势，无论收入还是利润均保持正增长。其中医药制造业再次表现出稳健增长的特征，收入增速为 18.07%，在 26 个行业中列第二，全国工业企业收入增速仅为-0.81%；医药制造业利润总额增速排名第四，录得 16.83%，大大领先于全国工业企业-22.85% 的利润总额增速。

图表 1：各行业 2009 年 1-5 月收入增速



资料来源：国家统计局、天相投顾整理

图表 2：各行业 2009 年 1-5 月利润总额增速

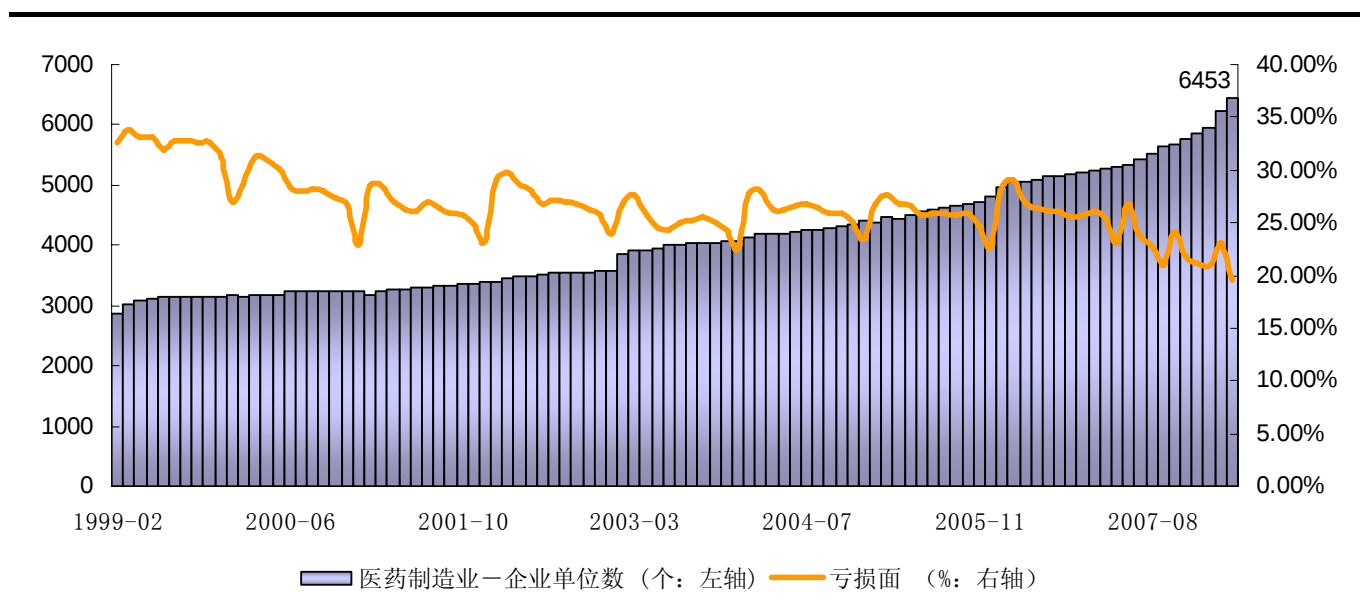


资料来源：国家统计局、天相投顾整理

1.2 行业亏损面创出新低

在经历了年初的亏损企业户数大幅上升后，到 5 月份，这一数量已经从 2 月份的 1436 家快速减少至 1265 家，基本回归到正常水平。就亏损面而言，2009 年 5 月份仅录得 19.60%，是有记录以来最小的一次。这充分说明医药行业在短暂的回调以后，已经率先摆脱经济危机带来的影响，以稳健的速度继续向前发展。

图表 3：医药行业企业单位数及亏损面

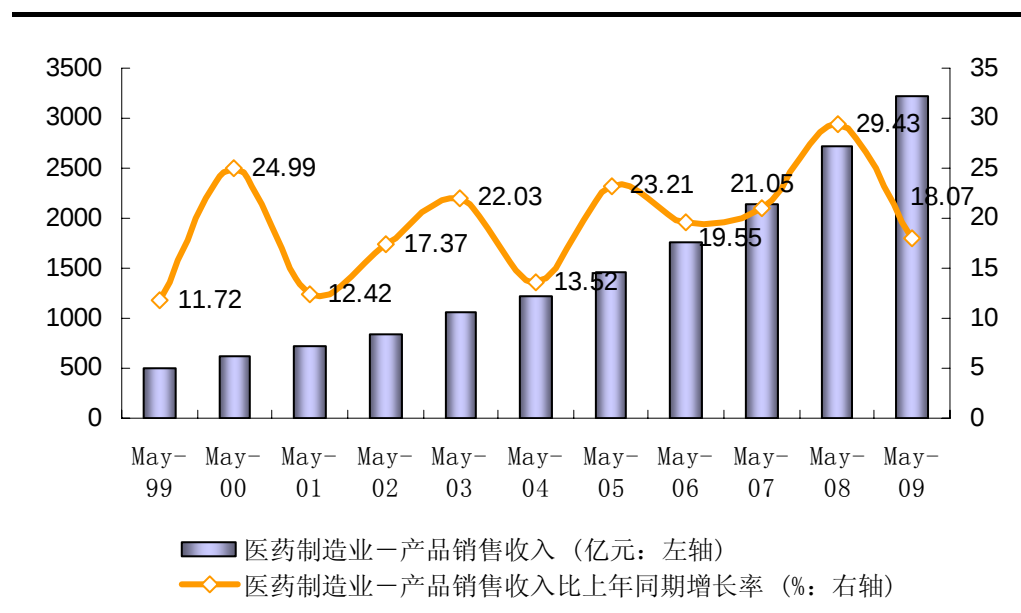


资料来源：国家统计局、天相投顾整理

1.2 盈利能力保持稳定

2009 年 1-5 月份，行业收入同比增速有所回落，但回落的幅度并不大。并且如果从横向来看，医药行业在经济危机的背景下仍能保持 18%以上的增速已经是难能可贵了，同期全国工业企业的收入同比增速仅为-0.81%。相对于今年 1-2 月份 18.96% 的增速，1-5 月份的销售收入的增速略有放缓，我们认为这主要是因为 2008 年上半年化学药品原药价格上涨导致整体行业的 2008 前五月的收入基数较大，所以今年前五月的收入增速有所回落。

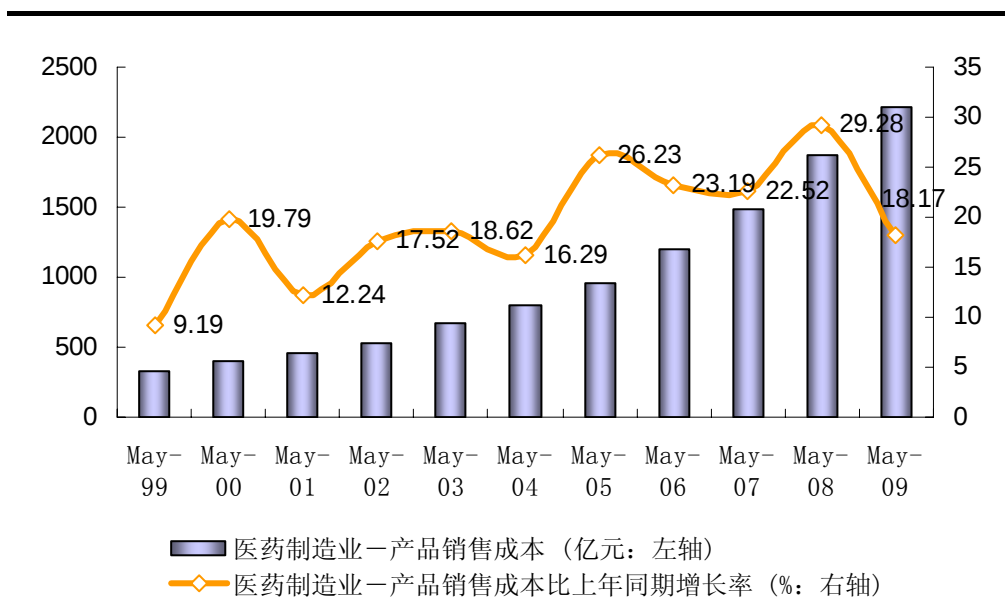
图表 4：医药制造业销售收入及其同比增速



资料来源：国家统计局、天相投顾整理

医药行业的销售成本同比增速基本和收入增速保持一致，这说明了医药行业的盈利能力保持稳定，盈利空间并没有被压缩。2009 年 1-5 月份，医药制造业销售成本为 2217.65 亿元，同比增速为 18.17%。

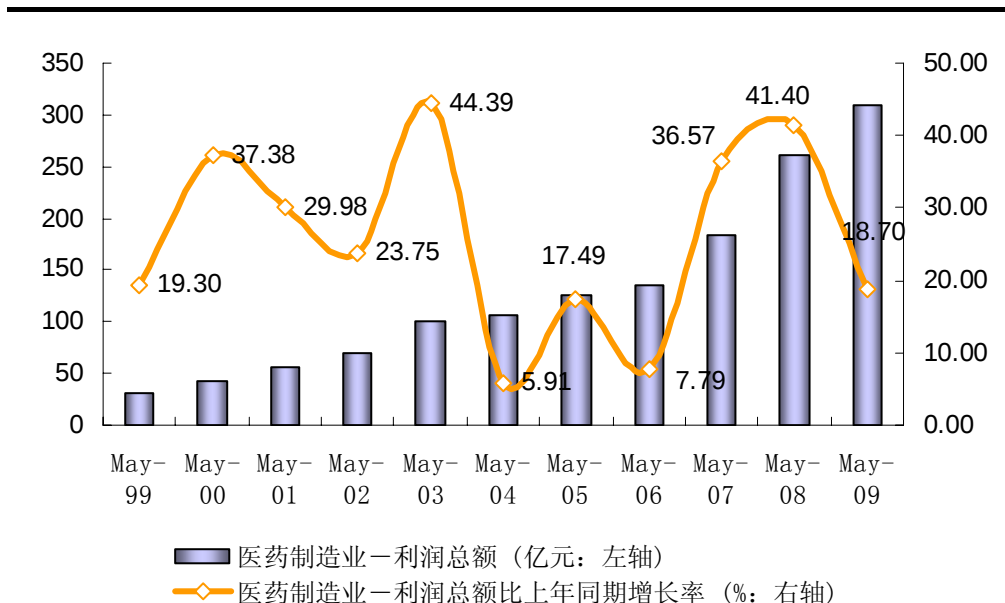
图表 5：医药制造业销售成本及其同比增速



资料来源：国家统计局、天相投顾整理

数据显示，医药行业 2009 年 1-5 月份实现利润总额 309.14 亿元，同比增长 18.70%。全国工业企业 1-5 月份的利润总额仅为 8501.57 亿元，同比下降了 22.85%。从这一数据的横向对比可以看出医药制造业企业的利润受大环境影响较小，具有较大的刚性。

图表 6：医药制造业利润总额及其同比增速

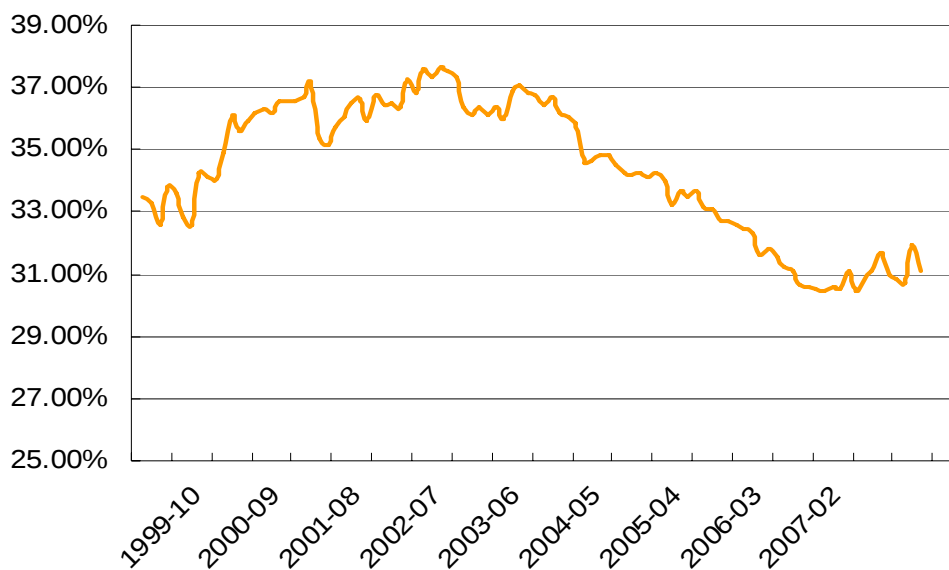


资料来源：国家统计局、天相投顾整理

由于近期大宗商品价格开始上涨，医药作为石油、粮食的下游行业也受到一定的影响，具体表现为成本的上升略快于收入的增长速度，毛利率有所下降。今年 1-5 月，医药制造业的毛利率为 31.13%，相对于 1-2 月份的 31.92%下降了 0.79 个百分点。



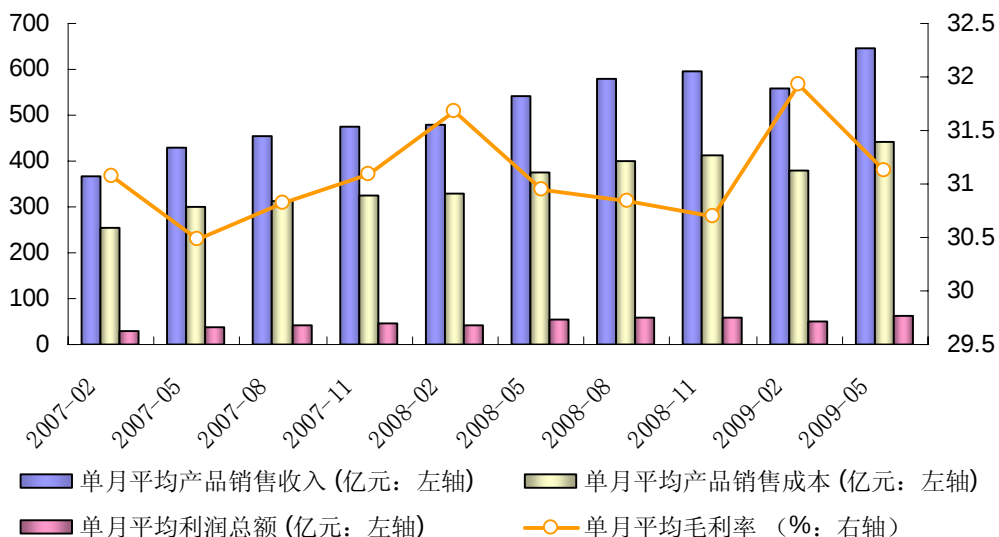
图表 7：医药制造业毛利率



资料来源：国家统计局、天相投顾整理

为了看出环比的变化，我们把收入、成本、利润总额的统计局数据分别做了单月平均处理。数据显示，医药制造业在经历了 2009 年前两个月的暂时回调后，在 3-5 月份表现出强劲的反弹。有理由相信，医药行业的需求刚性以及政府积极的政策扶持将使行业更加稳健、快速地发展。

图表 8：单月平均效益数据

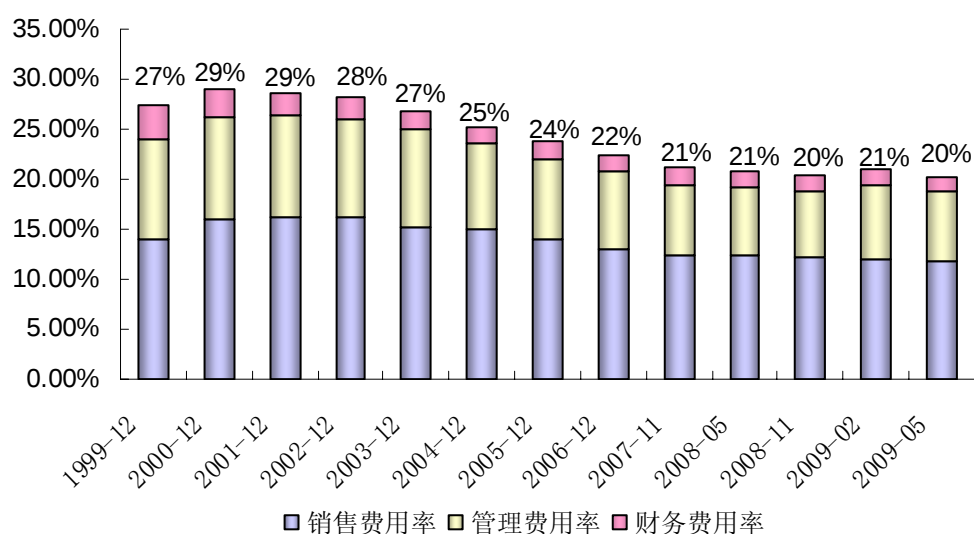


资料来源：国家统计局、天相投顾整理

1.3 期间费用率再次下降

2009 年 1-5 月份，医药制造业企业的期间费用率为 20.13%，同比下降了 0.67 个百分点，和 1-2 月份相比，也下降了 0.94 个百分点。其中销售费用率为 11.85%，比前两个月的 11.99% 下降了 0.14 个百分点，管理费用率下降最快，比前两个月下降了 0.65 个百分点，财务费用率下降 0.16 个百分点，三项费用率全面下降。我们认为管理费用率相对于前两月下降较快的原因是 1-2 月份正值春节期间，因此在福利待遇发放方面会有所增加，而 3-5 月份在不存在春节因素的情况下，管理费用率开始回落。

图表 9：医药制造业期间费用率



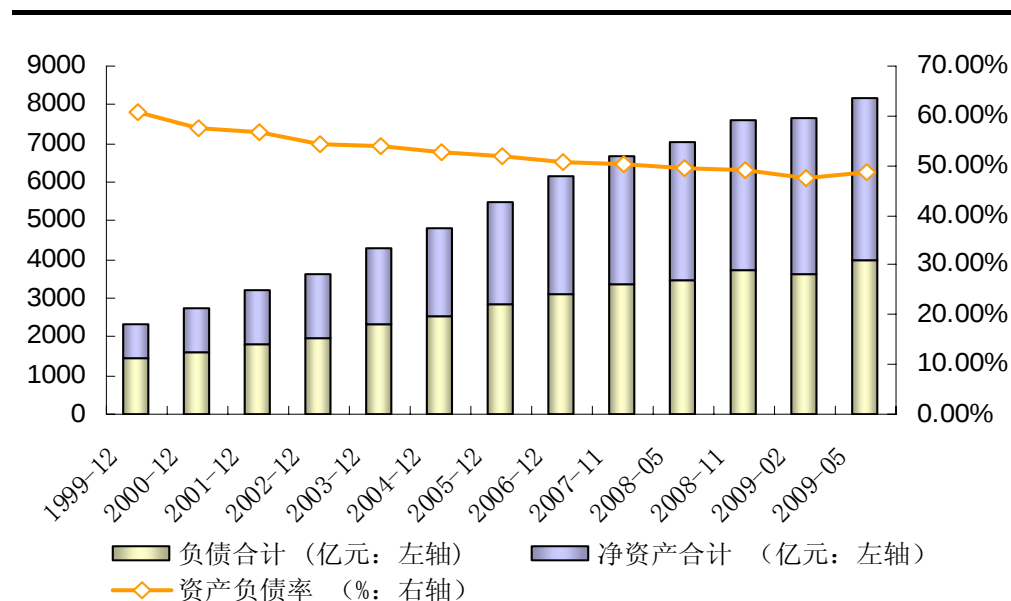
资料来源：国家统计局、天相投顾整理

1.4 资产负债率略有上升

至 2009 年 5 月，医药制造业企业的资产负债率为 48.72%，较 2 月份上升 1.13 个百分点，但仍小于 50%，处于正常水平。



图表 10：医药制造业资产负债率



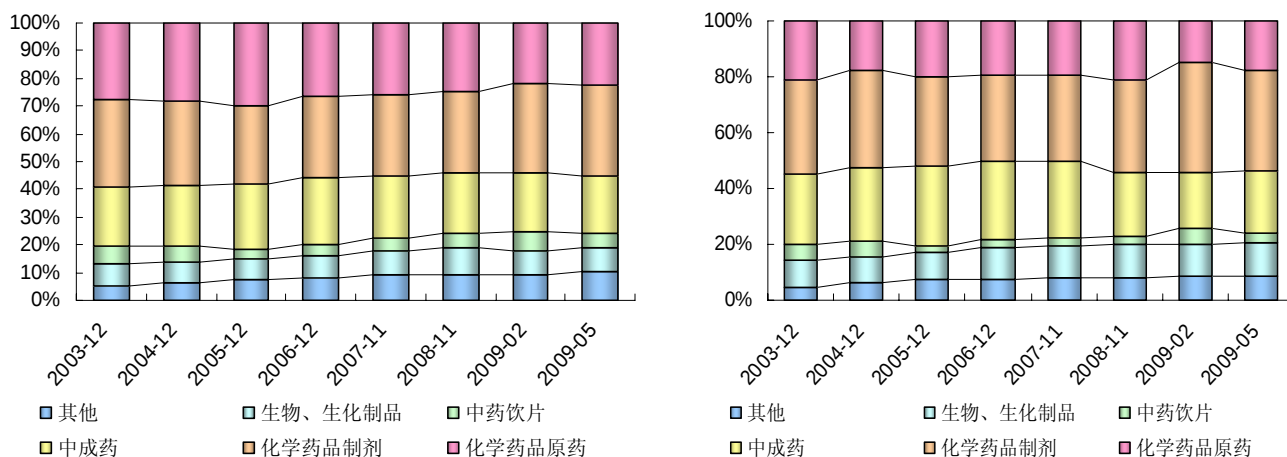
资料来源：国家统计局、天相投顾整理

2. 主要细分行业现状和发展前景分析

2.1 主要子行业收入利润占比与前两月相比变化不大

化学药品原药、化学药品制剂和中成药仍然我国医药制造业的支柱产业。2009年1-5月三者共计实现收入2442.82亿元，占医药全行业收入的比重为75.9%，实现利润总额235.17亿元，占行业利润总额的76.1%。

图表 11：主要子行业收入利润占比变化



资料来源：国家统计局、天相投顾整理

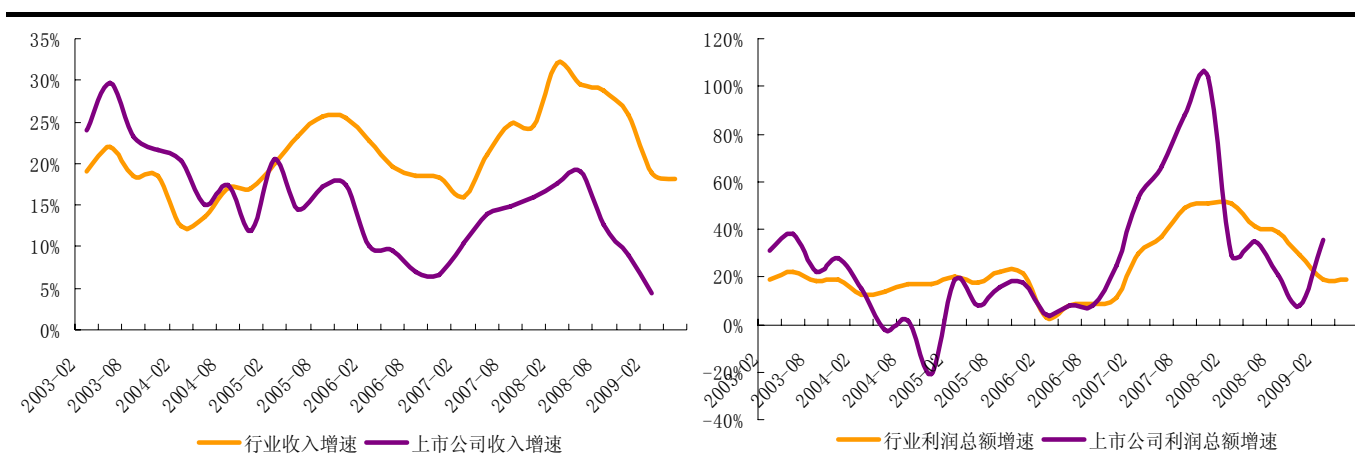
我们对所有医药行业上市公司（剔除 ST 股和医药流通企业）的定期报表数据进行统计，并作出一些必要的调整后与国家统计局提供的行业数据进行比较，发现两者销售收入增速高度相关，而利润总额增速在趋势上也呈现出一定的相关性。

我们以医药行业上市公司（剔除 ST 股和医药流通企业）作为样本，利用其报表的收入进行加总并计算出收入的同比增速，再和行业收入增速进行对比，发现虽然两者的绝对数虽然相差较大，但其变化趋势相关性较强。由行业 2009 年 1-5 月份收入增速可以看出，上市公司在中报的收入增速可能会与一季报的同比增速基本持平或略有增长，大概在 8-10% 左右。

行业与上市公司收入同比增速绝对值相差较大的原因主要是行业样本数量增加幅度大于上市公司样本增长幅度。

在行业与调整后的上市公司利润总额同比增速比较时，我们发现两者在趋势变化上具有一定的相关性。由行业 2009 年 1-5 月份利润总额增速可以看出，上市公司在中报的利润总额增速可能会比一季报的同比增速有所减缓。我们认为这可能与 2008 年上半年基数较大有关。预计上市公司 2009 年中报的利润总额同比增速将在 20% 左右。

图表 12：医药制造业与医药类上市公司收入、利润总额增速对比



资料来源：国家统计局、天相投顾整理

2.2 细分行业分析

2.2.1 化学药品原药

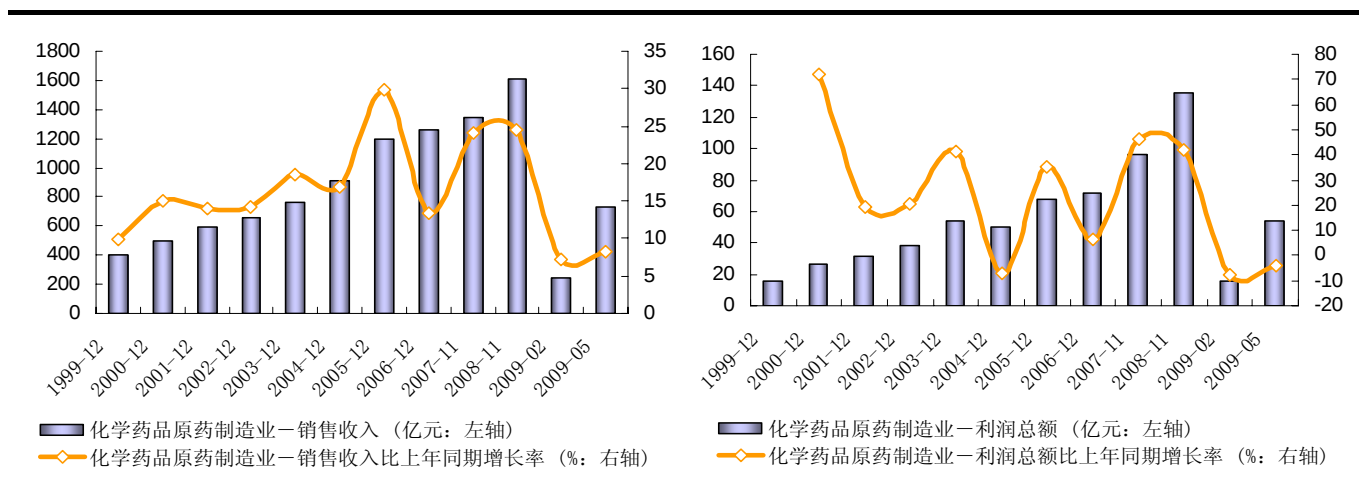
化学药品原药在经历了一季度的快速下滑后，1-5 月份数据显示下滑趋势已大幅放缓。化学药品原药制造业 1-5 月份实现销售收入 728.8 亿元，同比增长 8.31%，利润总额 54.1 亿元，增速-3.97%，比 1-2 月份放缓 3.72 个百分点。

正如我们在前期的报告中指出的一样，化学药品原药在 3-5 月份开始率先回暖，收入和利润总额增速开始回升。我们认为随着经销商去库存化的结束，以及下游需求并不如年初市场预期的那么差，原料药行业有可能在三季度继续回暖。但是需要注意的是，由于 2008 年的 6、7、8 月份均是旺季，因此 2009 年的 1-8 月份同比增速可能再次下滑，但是环比数据将越来越好。



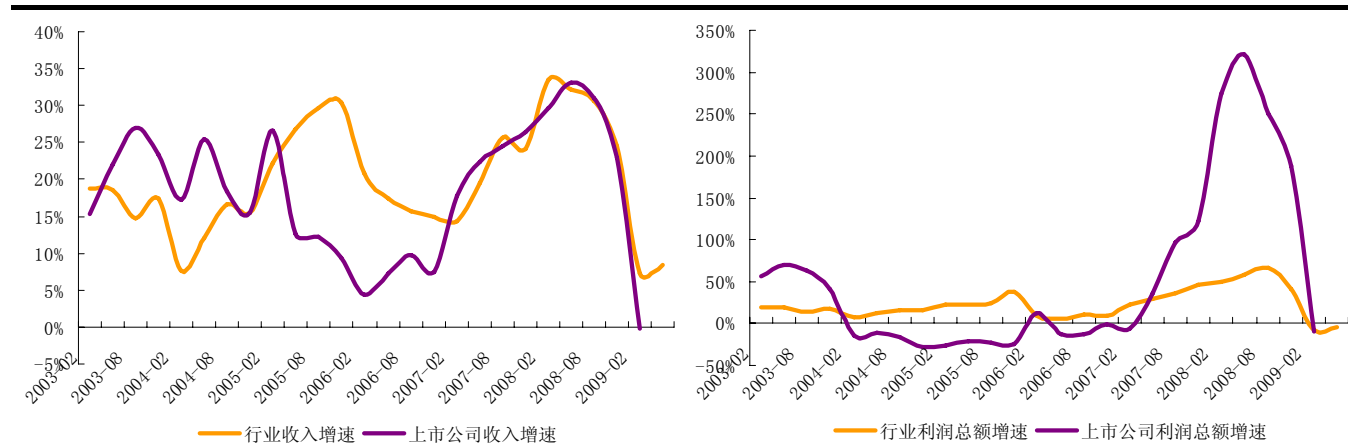
从原药行业上市公司和统计局数据的相关性我们预测原料药行业中报收入将出现同比小幅增长的情况，增幅在 5%左右，利润总额增速也将为正值，也在 5%左右。我们仍然建议关注技术壁垒较高、政策扶持力度较大的大宗维生素原料药，由于产业格局的稳定和下游需求的恢复，相关上市公司如东北制药、华北制药将存在趋势性的机会。

图表 13：化学药品原药收入和利润总额及其同比增速



资料来源：国家统计局、天相投顾整理

图表 14：化学药品原药行业与上市公司收入、利润总额增速对比



资料来源：国家统计局、天相投顾整理

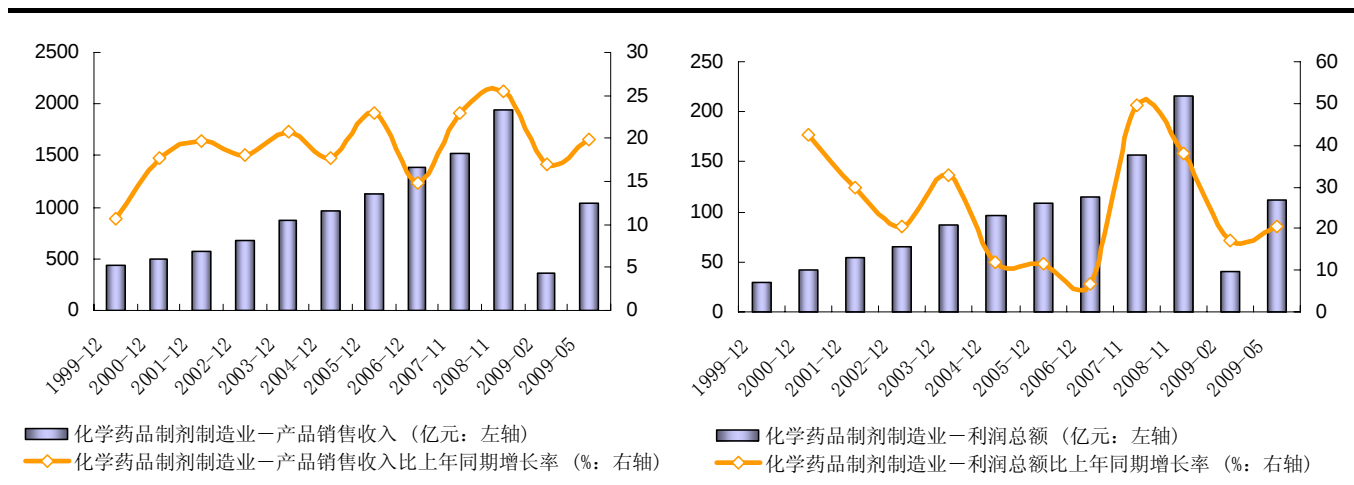
2.2.2 化学药品制剂

化学药品制剂是需求最为刚性的子行业，因此其收入和利润总额增速历年来均为正值。虽然在 2009 年 1-2 月份收入和利润总额增速受到大环境的影响有所下滑，但是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。2009 年 1-5 月，化学药品制剂实现销售收入 1039.06 亿元，同比增长 19.93%，增速比 1-2 月份提高了近 3 个百分点，利润总额为 111.55 亿元，同比增长 20.51%，表现出稳健快速的增长。



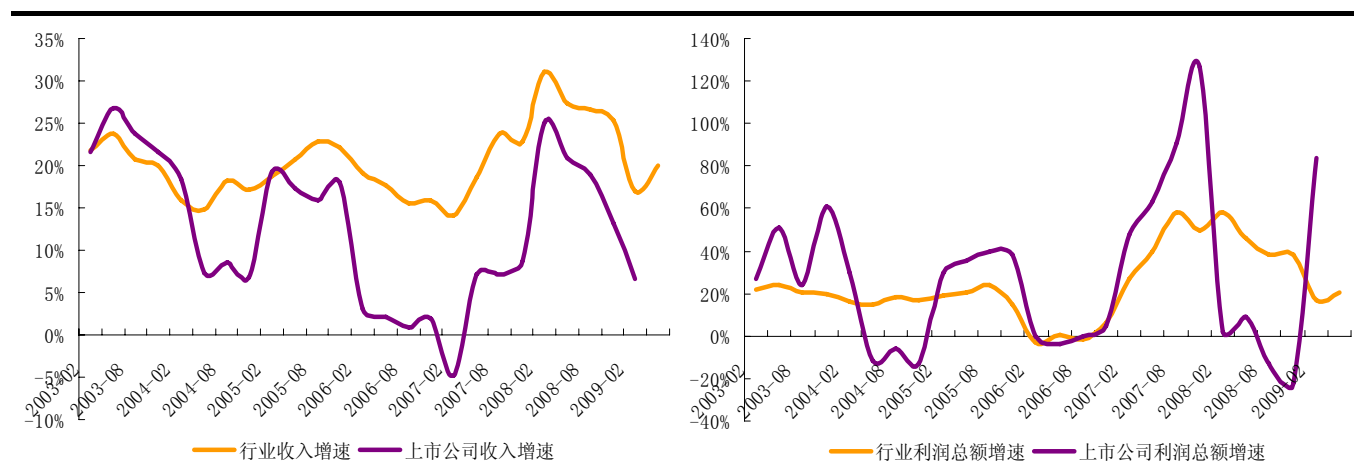
在与统计局的行业数据做对比时，我们发现上市公司的收入增速的同步性较强，但是利润总额增速方面波动较大，这可能跟上市公司具有较多的投资收益有关，我们预计上市公司的中报业绩将比较稳定，收入增速在 15% 左右，利润总额增速较有所回调，将向行业增速回归，可能同比会有 40% 左右的增速。上市公司方面我们仍然建议关注可能会受益于医改市场扩大和研发实力突出的专科用药生产企业。如恒瑞医药、双鹤药业和华东医药。

图表 15：化学药品制剂收入和利润总额及其同比增速



资料来源：国家统计局、天相投顾整理

图表 16：化学药品制剂行业与上市公司收入、利润总额增速对比



资料来源：国家统计局、天相投顾整理

2.2.3 中成药

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。

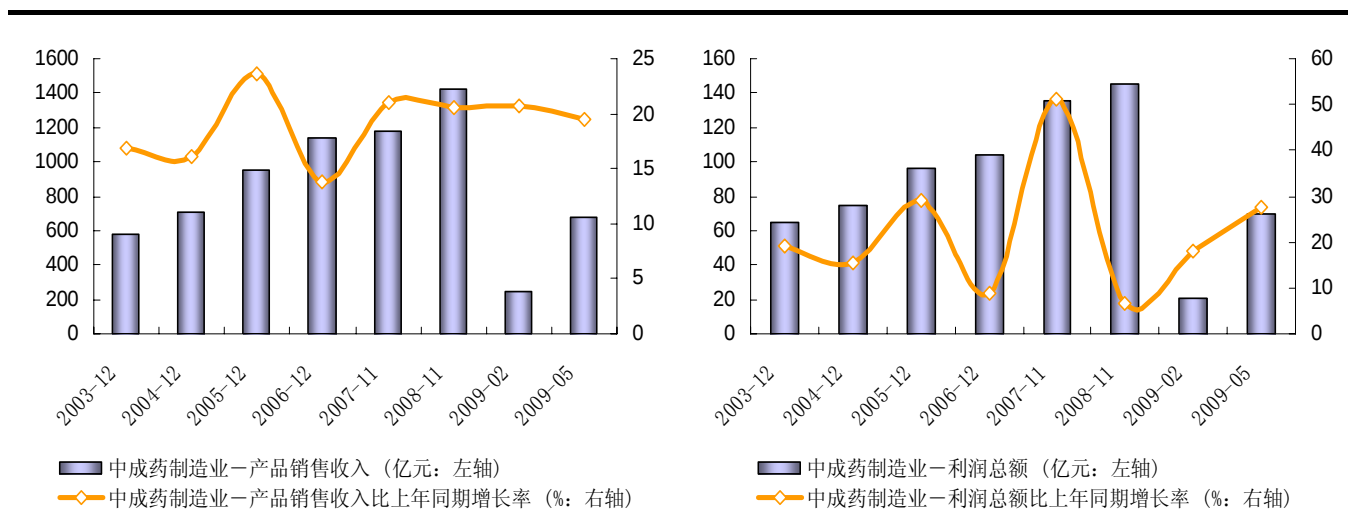


今年前五个月，中成药制造业实现销售收入 674.96 亿元，同比增长 19.44%，利润总额 69.62 亿元，同比增长 27.46%，继续保持了良好的发展势头。

在与统计局行业数据做比较时，我们发现相关上市公司的利润总额增速相关性较高，而收入增速较行业低不少。这可能与中成药行业的企业特点有关，中成药企业多而小而杂，而上市公司都是行业内的重要生产企业，收入基数较大，因此增速可能会慢于行业。我们预计中成药行业上市公司的中报收入增速会恢复到 5-8%，利润总额增速会在 20%左右。

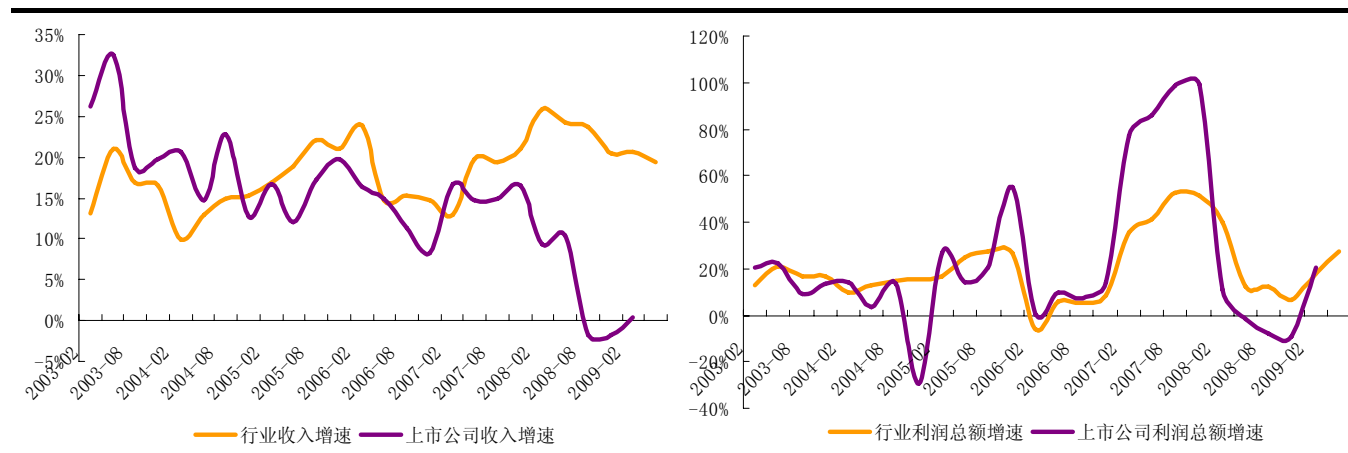
上市公司方面我们建议关注具有独家产品或将进入医改基本药物目录的企业，这些企业或将受益于进入基本药物目录后市场容量的扩大，和品牌效应的累计，实现业绩的快速增长。

图表 17：中成药收入和利润总额及其同比增速



资料来源：国家统计局、天相投顾整理

图表 18：中成药行业与上市公司收入、利润总额增速对比



资料来源：国家统计局、天相投顾整理



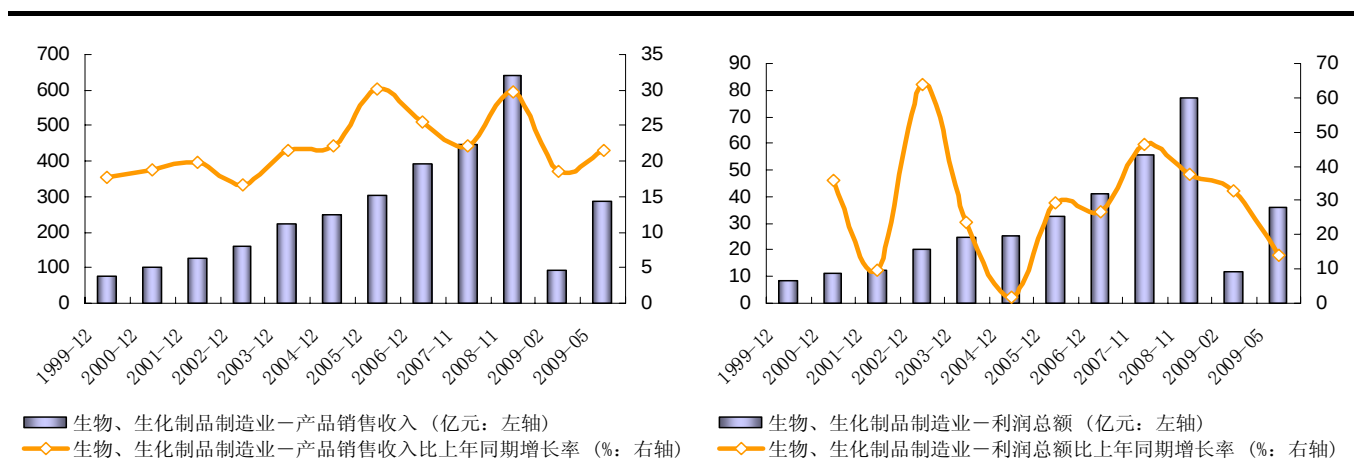
2.2.4 生物、生化制品制造业

生物、生化制品制造业今年前五个月共实现销售收入 296.35 亿元，同比增长 21.46%，实现利润总额 35.87 亿元，同比增长 13.85%。

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。

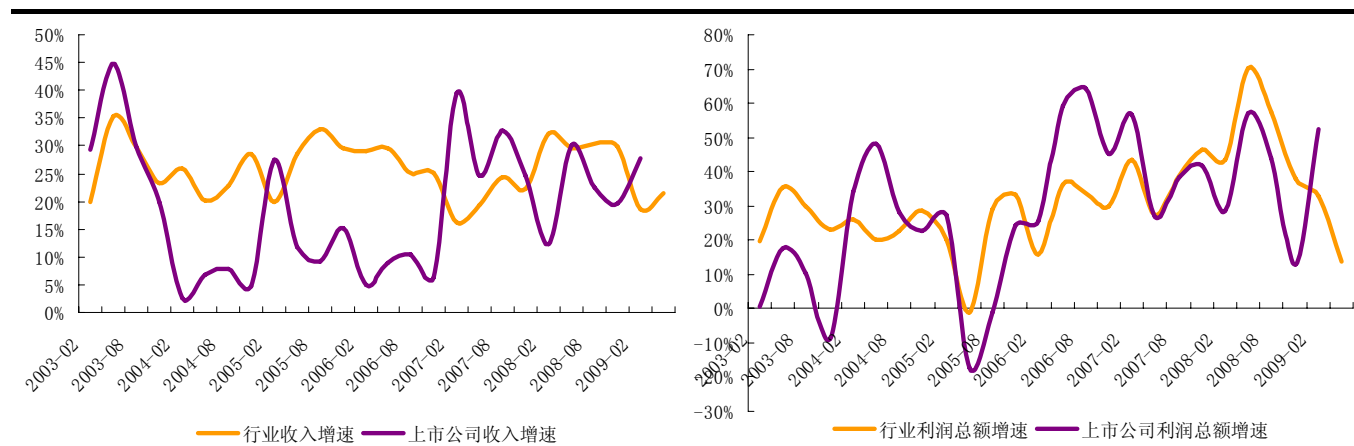
预计相关上市公司中报收入增速在 20-25%左右，利润总额增速在 35-40%。我们建议关注创新能力和市场开拓能力较强的双鹭药业、科华生物；疫苗行业的龙头企业天坛生物。

图表 19：生物、生化制品制造业收入和利润总额及其同比增速



资料来源：国家统计局、天相投顾整理

图表 20：生物、生化制品制造业与上市公司收入、利润总额增速对比



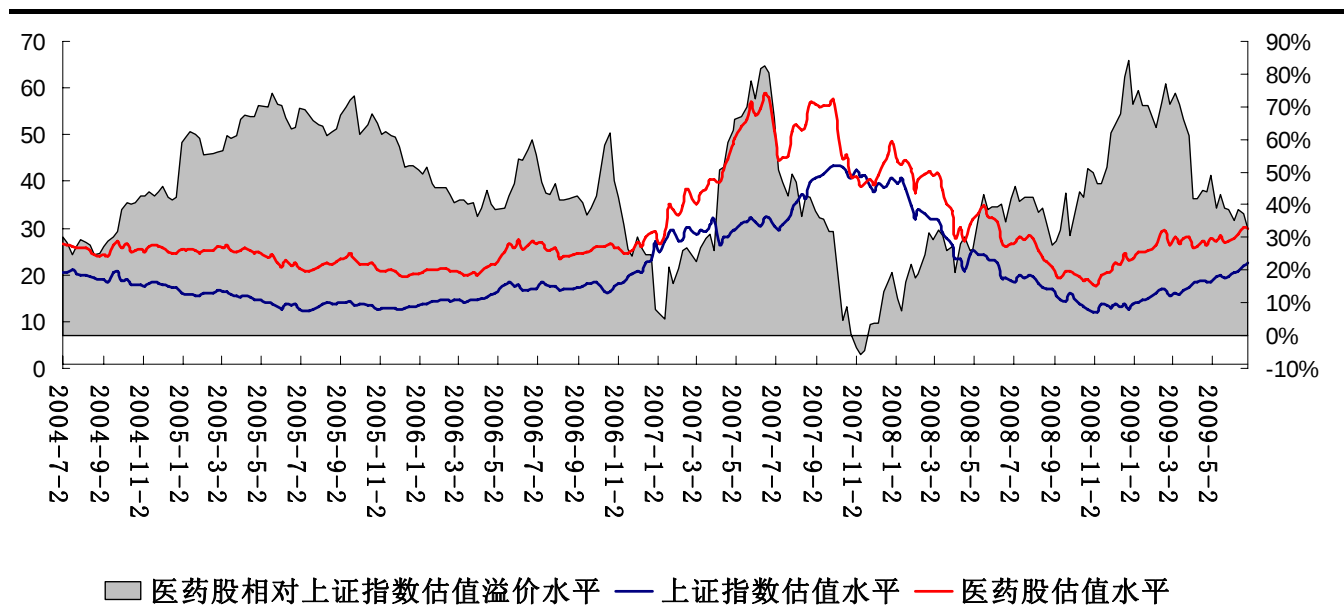
资料来源：国家统计局、天相投顾整理

3. 行业未来总体判断及下半年投资策略

对于医药行业，我们继续看好行业的发展前景。首先，医药行业作为弱周期行业，能够体现一定防御性。其次，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，使得其成长性也在一定程度上得到了保证。同时目前行业绝对估值水平已接近历史较低水平，并且整个行业将受益于新医改的逐步实施以及突发的公共卫生事件，因此我们维持医药行业“增持”的投资评级。

由于 2008 年的跌幅不深，行业表现出较强的抗跌性，因此今年上半年在大盘一路上涨的时候，医药白马股普遍滞涨。通过半年时间的回调，一些白马股已经不白了，估值也从高地变成了相对的“洼地”。“上半年看预期、下半年看业绩”，我们认为具有良好成长性的白马股投资机会已经显现。在经济未来走向不甚明确的情形下，医药行业中蓝筹股仍然是值得投资的良好标的。再结合受益于医改的情况，推荐投资者关注天士力、天坛生物等蓝筹股。

图表 21：医药板块股价指数相对上证指数估值溢价水平



资料来源：天相投资分析系统

图表 22：部分重点上市公司 EPS 预测和投资建议

公司代码	公司简称	投资评级	每股收益（元）			动态市盈率（倍）		
			2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
600062	双鹤药业	增持	0.80	1.12	1.34	30	22	18
002262	恩华药业	增持	0.23	0.36	0.43	58	37	30
600196	复星医药	增持	0.56	0.50	0.63	26	29	23
600276	恒瑞医药	增持	0.68	1.07	1.28	52	33	28
002001	新 和 成	增持	4.02	2.53	3.17	9	14	11
000597	东北制药	增持	1.07	1.70	2.05	20	12	10
002038	双鹭药业	增持	0.88	1.24	1.65	37	26	19
600161	天坛生物	增持	0.27	0.41	0.47	83	55	48
600056	中国医药	增持	0.68	0.57	0.75	21	25	20
002223	鱼跃医疗	增持	0.40	0.58	0.74	57	39	31
000028	一致药业	增持	0.54	0.80	0.93	35	23	20
000538	云南白药	增持	0.87	1.16	1.43	41	31	25
600436	片仔癀	增持	1.01	1.11	1.22	25	22	21
000999	三九医药	增持	0.51	0.66	0.80	31	25	20
600329	中新药业	增持	0.49	0.57	0.65	37	32	28
600993	马应龙	增持	0.49	0.72	0.81	45	31	27
600535	天士力	增持	0.52	0.65	0.80	32	26	21
600557	康缘药业	增持	0.44	0.57	0.74	33	26	20
600518	康美药业	买入	0.17	0.25	0.33	47	33	25

资料来源：公司公告、天相投顾

注：表中市盈率根据 2009 年 6 月 29 日股价计算得到

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：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100