

化学制药

——制剂继续向好，原料药持续低迷

健康护理/医药

投资要点:

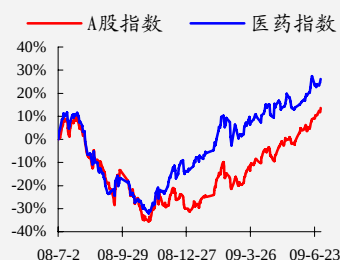
- 统计局公布了 1-5 月份工业企业的运行数据,医药行业平稳增长,前五个月共实现销售收入 3220 亿元,同比增长 18.07%,比 2008 年同期减少了 11 个百分点,比 2009 年 1-2 月份减少了 0.9 个百分点,实现利润总额 309 亿元,同比增长 16.83%,比 2008 年同期减少 30 个百分点,比 2009 年 1-2 月份减少 3 个百分点;
- 如果剔除原料药的因素,行业的增速要快于第一季度,维持全年销售收入增长 20%,利润增长 25%的预测 ;
- 化学制剂子行业 2009 年 1-5 月份实现销售收入 1039 亿元,同比增长 19.93%,增速比 2008 年同期减少了 7.5 个百分点,但是比 2009 年 1-2 月份提高了近 3 个百分点,2008 年第四季度和 2009 年第一季度基本上就是这一轮周期的底部;
- 2009 年 1-5 月份,中成药子行业实现销售收入 675 亿元,同比增长 19.44%,比 2008 年同期只下降了不到 5 个百分点,是所有子行业中增长最快和下降幅度最小的子行业。实现利润总额 70 亿元,同比增长 27.93%,增长速度也领先行业,表现为较好的抗波动性;
- 2009 年 1-5 月份化学原料药子行业共实现销售收入 729 亿元,同比增长 8.30%,增速比去年同期大幅下滑,但是比 2009 年 1-2 月份有所恢复,1-5 月份实现利润总额 54 亿元,同比下降了 4.13%,是医药行业中唯一负增长的子行业;
- 2009 年 1-5 月份生物生化子行业实现销售收入 286 亿元,同比增长 21.46%,依然是增长最为快速的子行业,利润总额 36 亿元,同比增长 20.69%,比 2008 年同期和 2009 年 1-2 月份都大幅的放缓,主要是 2008 年同期的基数较高以及一些生化提取物产品的价格有所波动。生物生化子行业,尤其是生物子行业未来依然是增长最快的子行业;
- 从各个子行业销售收入占比变化来看,制剂行业依然是未来几年医药行业增长的主力,化学原料药占比会维持下降的态势,生物生化子行业保持增长,但是占比依然较小;从行业的发展和上市公司的估值来看,我们认为下半年低估值的制剂类个股更有投资价值,包括天士力、双鹤药业、三精制药和白云山,以及从原料药向制剂转型的个股海正药业和华海药业。

优于大势

维持评级

2009 年 7 月 1 日

走势图



重要公司

评级

三精制药	推荐
海正药业	推荐
华海药业	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

FAX: (8621)6337 3209

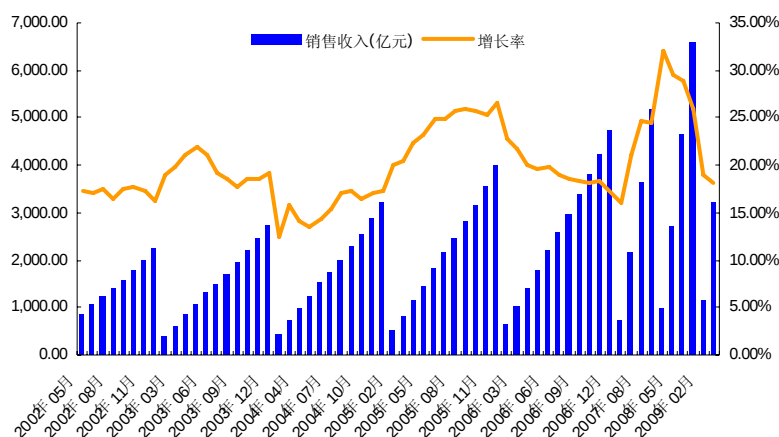
Email: songh@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20

(邮编 200002)

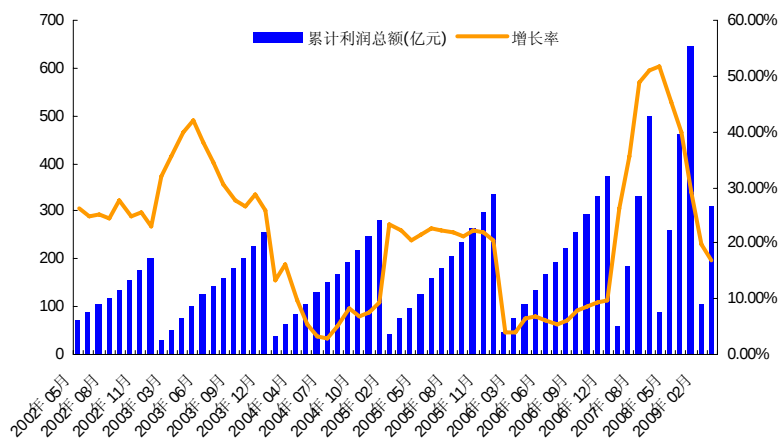
近期，统计局公布了 1-5 月份工业企业的运行数据，医药行业平稳增长，前五个月共实现销售收入 3220 亿元，同比增长 18.07%，比 2008 年同期减少了 11 个百分点，比 2009 年 1-2 月份减少了 0.9 个百分点，实现利润总额 309 亿元，同比增长 16.83%，比 2008 年同期减少 30 个百分点，比 2009 年 1-2 月份减少 3 个百分点。虽然行业整体的趋势还是向下，但是主要是波动比较大的原料药出现了负增长，而化学制剂和中成药这两个子行业的增长速度要快于 2009 年 1-2 月份，呈现了较好的增长迹象，生物生化的增长也波动较大，总体来看依然保持着较好的增长态势。未来随着原料药行业销售量恢复以及销售价格回升以及制剂行业保持目前的增长速度，我们认为 2009 年医药行业整体销售收入增长 20%，利润增长 25% 能够实现。

图一、医药行业销售收入增长图



数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

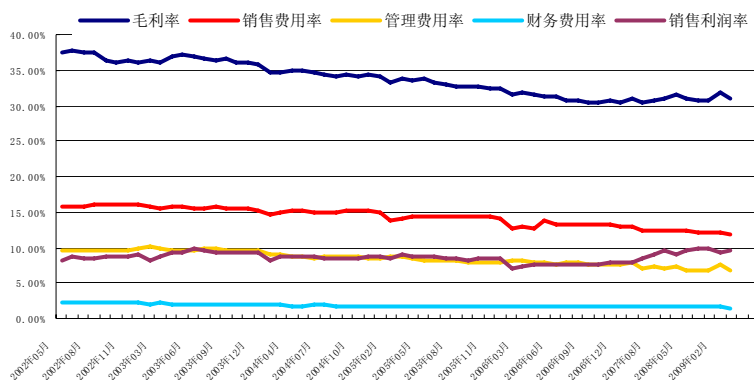
图二、医药行业利润总额增长图



数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

行业 2009 年 1-5 月份毛利率为 31.13%，比 2008 年同期高出 0.2 个百分点，从 2007 年开始，医药行业已经扭转了行业毛利率不断下降的趋势；销售费用率一直呈现下降的趋势，2009 年 1-5 月份，销售费用率比去年同期下降了 0.5 个百分点，是历史上下降幅度最大的一次，未来销售模式的转变使得销售费用的下降成为医药行业利润增加的重要来源；管理费用率在 2008 年下降到最低点以后有所增加，2009 年 1-5 月份比 2008 年同期提高了 0.1 个百分点，研发能力成为医药企业未来竞争的基础，管理费用率继续下降的空间不大；随着贷款利率的下调，医药行业的财务成本大幅降低，财务费用率下降；销售利润率（利润总额/销售收入）有所恢复，和 2008 年同期基本持平，有进一步提高的可能性。

图三、医药行业毛利率、费用率和利润率示意图



数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

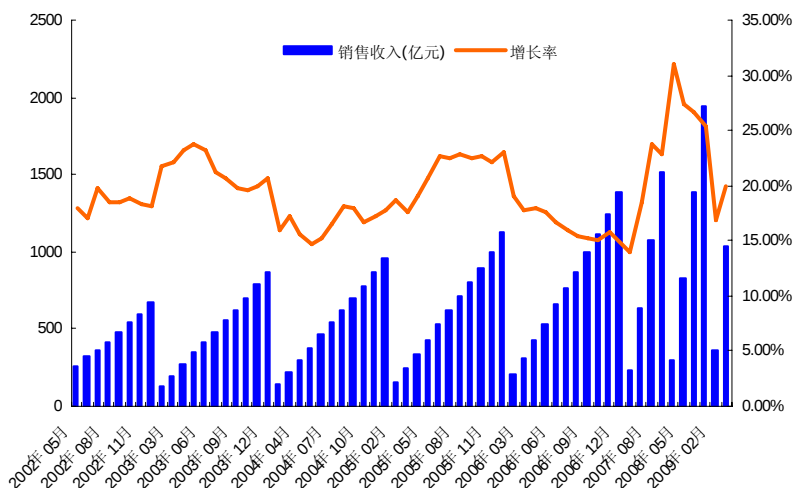
在各个子行业中，处于下游的制剂子行业率先得到了恢复，无论是化学制剂还是中成药在 2008 年第四季度和 2009 年第一季度都已经确认了增长的底部，化学原料药和生化产业处于产业链的上端，而且产品很多是用于畜牧业和其他工业，因此受到宏观经济的影响更大，但是目前无论是销量还是价格已经是阶段性的底部，而且有反弹的迹象，未来两个季度将会逐步回升。

1. 化学制剂子行业

化学制剂子行业 2009 年 1-5 月份实现销售收入 1039 亿元，同比增长 19.93%，增速比 2008 年同期减少了 7.5 个百分点，但是比 2009 年 1-2 月份提高了近 3 个百分点，2008 年第四季度和 2009 年第一季度基本上就是这一轮周期的底部。化学制剂销售收入占医药工业的比重达到了 32.27%，比重进一步提高。化学制剂子行业

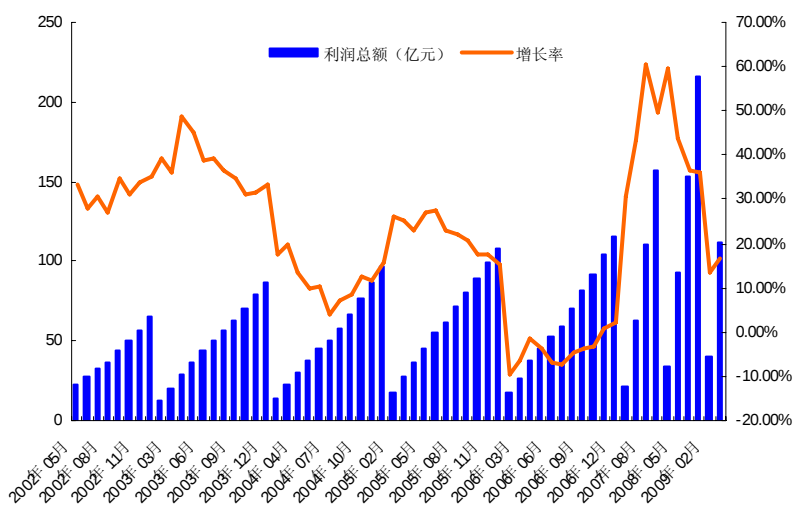
2009 年 1-5 月份实现利润总额 112 亿元，同比增长 16.83%，比 2008 年同期大幅回落 27 个百分点，但是比 2009 年 1-2 月份提高了 3.2 个百分点，增长的拐点显现。

图四、化学制剂子行业销售收入增长图



数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

图五、化学制剂子行业利润总额增长图

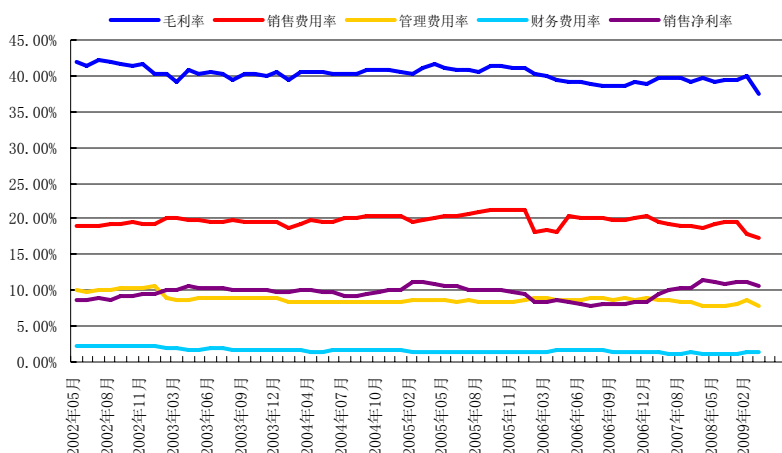


数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

化学制剂子行业 2009 年 1-5 月份毛利率和销售费用率同向大幅下降，可能是更多的企业采用降低出厂价而不是返点的形式进行销售，未来随着医药流通体系的改革，这种毛利率和销售费用率一起下降的情况还会继续，管理费用率保持在较低水平，进一步下降难度较大，财务费用率变动不明显，虽然贷款成本下降，但是由于目前医院普遍延长了账期，票据结算带来的财务费用上升。虽然销售利润率有所

下降，但是依然处于历史的高位，化学制剂子行业的盈利能力依然较好。

图六、化学制剂子行业毛利率、费用率和利润率示意图



数据来源: Wind 资讯、东北证券研究所

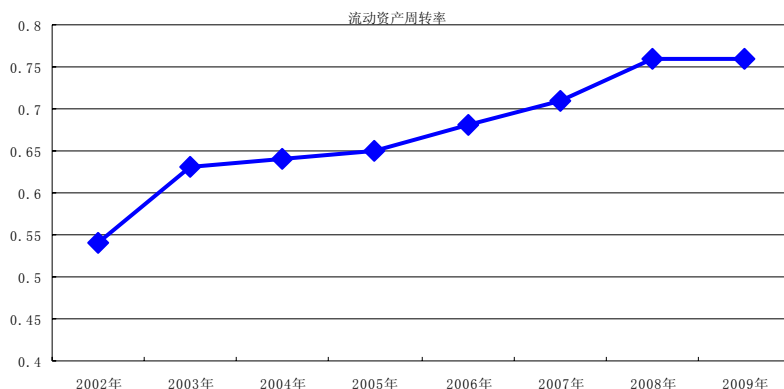
从资产结构来看，化学制剂子行业的资产负债率有所提高，比 1-2 月份提高了 2.6 个百分点，主要是回款较慢，应收应付项目同步上升，提高了负债率。化学制剂子行业的流动资产周转率在连续多年提高后，2009 年前五个月和去年持平，也验证了流动资产在企业留存较多，对化学制剂生产企业带来一定的压力，但是目前的信贷环境较为宽松，对医药生产企业的影响有限。

图七、化学制剂子行业资产负债率变化图



数据来源: Wind 资讯、东北证券研究所

图八、化学制剂子行业流动资产周转率

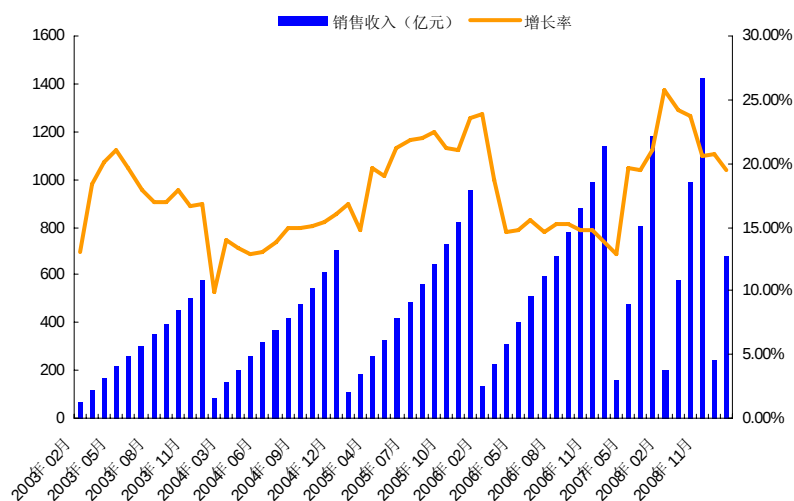


数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

2. 中成药子行业

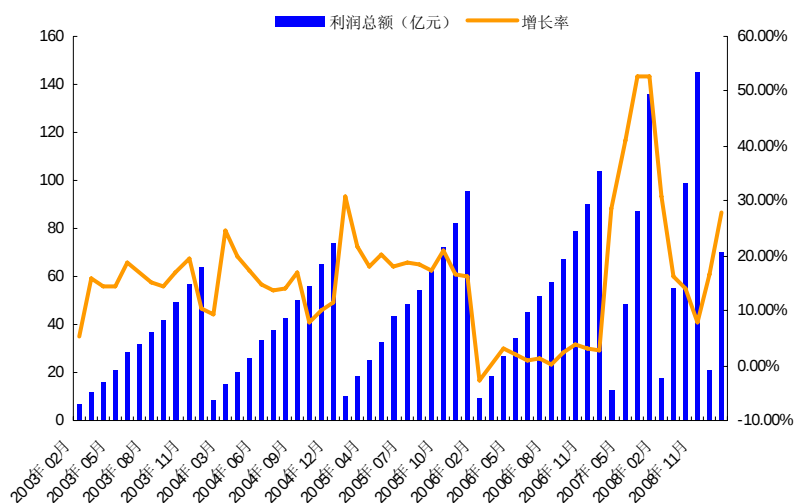
中成药子行业在 2008 年医药行业整体突飞猛进的时候，扮演了默默无闻的角色，因此相对于其他子行业来说，去年的基数相对较低，因此 2009 年的增长领先于其他子行业。2009 年 1-5 月份，中成药子行业实现销售收入 675 亿元，同比增长 19.44%，比 2008 年同期只下降了不到 5 个百分点，是所有子行业中增长最快和下降幅度最小的子行业。实现利润总额 70 亿元，同比增长 27.93%，增长速度也领先行业，表现为较好的抗波动性。

图九、中成药子行业销售收入增长图



数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

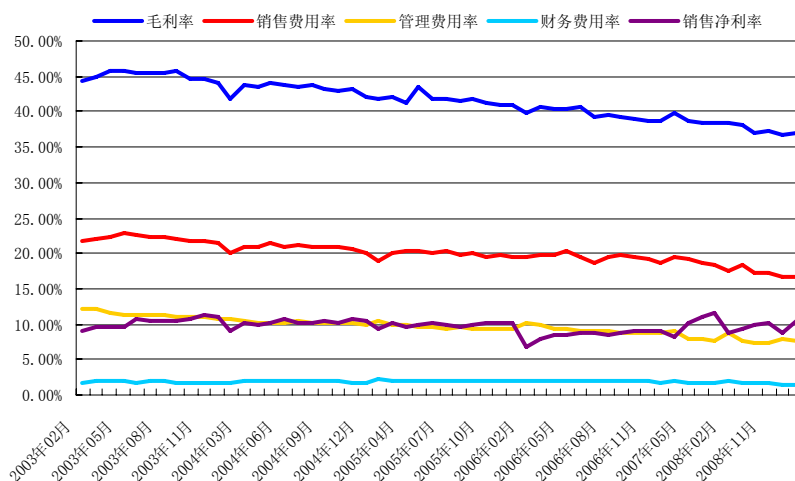
图十、中成药子行业利润总额增长图



数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

和化学制剂子行业一样，中成药子行业也表现为毛利率和销售费用率同步下降，管理费用率保持平稳，但是财务费用率大幅下降，估计是因为中成药相对于化学制药更多的面向零售终端和第三终端，多采用现款结算的方式，资产的流动性较好。由于费用率的下降远高于毛利率的下降，因此利润率水平大幅提高 0.9 个百分点，这也是利润增长快速销售收入增长的主要原因。

图十一、中成药子行业毛利率、费用率和利润率变动图



数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

2009 年 1-5 月份中成药子行业的资产负债率也有所提高，但是只提高了不到一个百分点，远低于化学制剂子行业，流动资产周转率继续保持上升的态势，2009

年 5 月份达到了 0.66，中成药子行业整体的资产流动性要好与化学制剂子行业。

图十二、中成药子行业资产负债率变动图



数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

图十三、中成药子行业流动资产周转次数



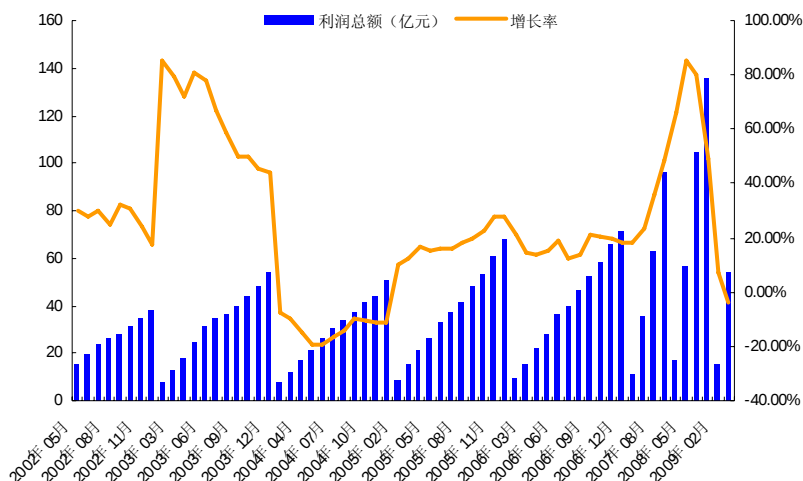
数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

3. 化学原料药子行业

2009 年 1-5 月份化学原料药子行业共实现销售收入 729 亿元,同比增长 8.30%,增速比去年同期大幅下滑,但是比 2009 年 1-2 月份有所恢复,1-5 月份实现利润总额 54 亿元,同比下降了 4.13%,是医药行业中唯一负增长的子行业。销售收入增长但是利润下降说明 3-5 月份化学原料药产品,尤其是大宗原料药产品的销售量已

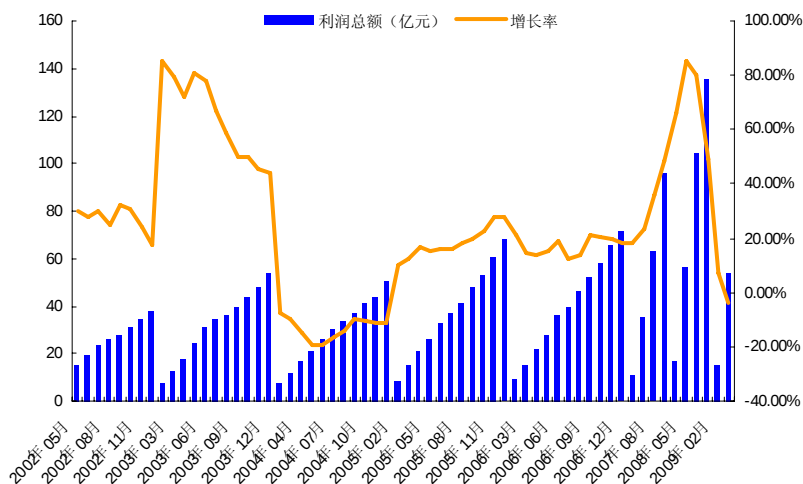
经开始逐步恢复，但是销售价格还低于 2008 年的同期，因此利润下降。未来销售价格也会逐步的回暖，但是由于去年 6-8 月份是原料药价格最高的时期，因此 1-8 月份的利润总额有可能会继续下降。

图十四、化学原料药子行业销售收入增长图



数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

图十五、化学原料药子行业利润总额增长图

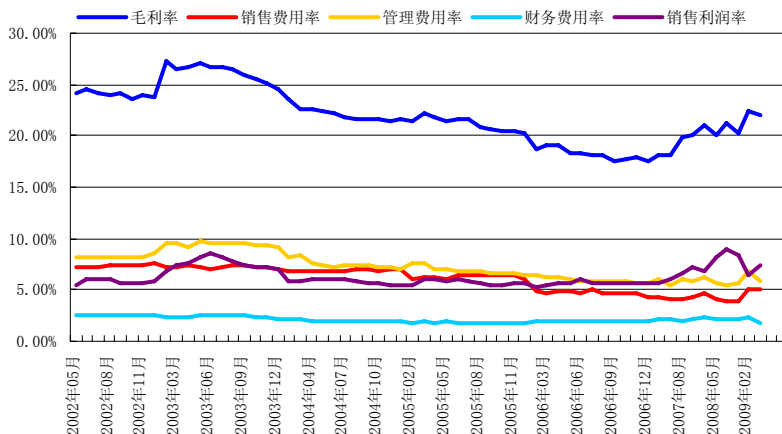


数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

虽然 2008 年 8 月份以来原料药价格大幅下跌，但是主要品种的价格依然高于 2008 年初的价格，因此化学原料药子行业的整体毛利率水平依然在上升，2009 年前 5 个月的毛利率比去年同期提高了近 2 个百分点，由于销售量大幅的下降，因此单位销售额承担的费用上升，销售费用率和管理费用率上升，2008 年的高额利润

以及利率的下降使得原料药子行业的财务费用大幅下降，总体来看，公司的利润率下降，除了费用上升以外，相关企业可能计提的坏账准备也是影响利润的重要因素。

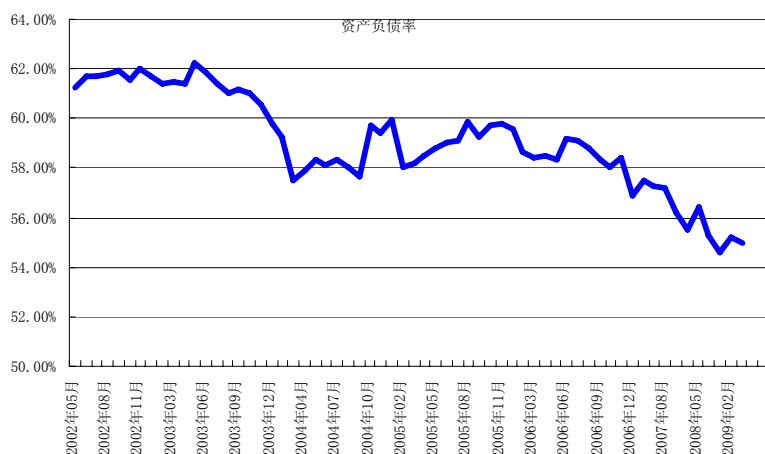
图十六、化学原料药子行业毛利率、费用率和利润率



数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

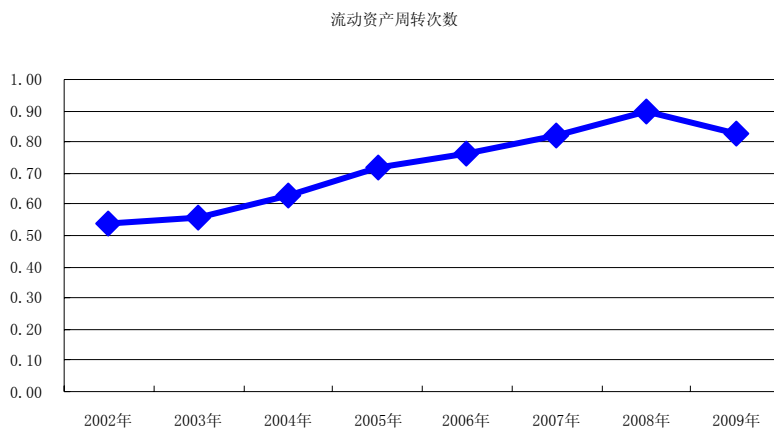
随着 2007 年以来行业整体盈利能力的增强，行业的资产质量得到了提升，表现为资产负债率逐步下降，比 2003 年高峰时期已经下降了 5 个百分点。2009 年前 5 个月的流动资产周转次数比 2008 年同期有所下降，我们看到应收款和存货都没有大幅的增加，因此增加的流动资产有可能是现金，在整个行业现金储备充裕，行业毛利率处于高位的情况下，各个厂商有扩产的冲动，有可能在形成新的产能过剩和价格战，这也是威胁化学原料药子行业盈利能力的最主要因素。

图十七、化学原料药子行业资产负债率变动图



数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

图十八、化学原料药子行业流动资产周转次数

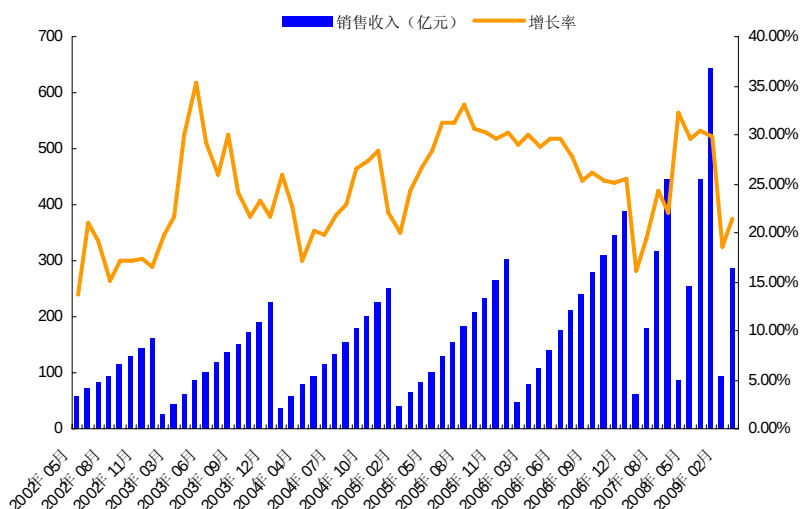


数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

4. 生物生化子行业

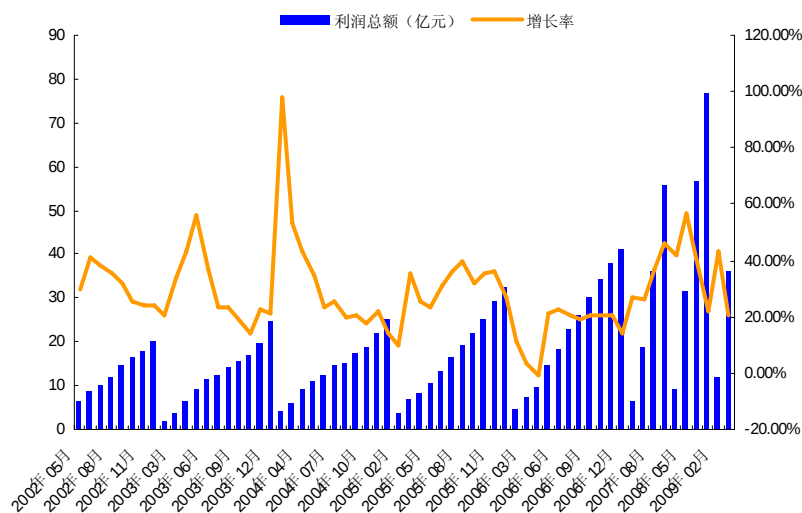
2009 年 1-5 月份生物生化子行业实现销售收入 286 亿元，同比增长 21.46%，依然是增长最为快速的子行业，利润总额 36 亿元，同比增长 20.69%，比 2008 年同期和 2009 年 1-2 月份都大幅的放缓，主要是 2008 年同期的基数较高以及一些生化提取物产品的价格有所波动。生物生化子行业，尤其是生物子行业未来依然是增长最快的子行业。

图十九、生物生化子行业销售收入增长图



数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

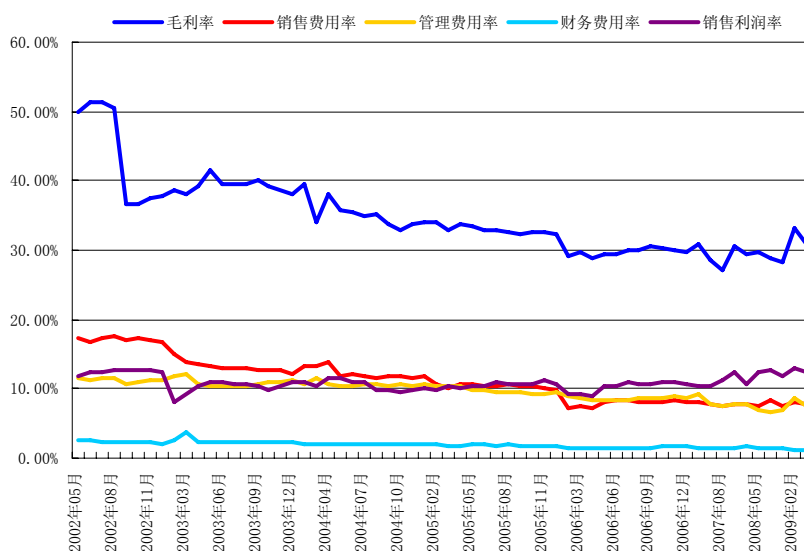
图二十、生物生化子行业利润总额增长图



数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

2009 年 1-5 月份生物生化子行业毛利率比 2008 年同期还有上升，提高了 1 个百分点，但是相对于 2009 年 1-2 月份的 33.08% 的高位有大幅的下降，因为生物药的毛利率波动不会这么大，因此我们认为可能是低毛利率的生化产品在第二季度的销售占比较大，而且价格下降。费用率和毛利率同步下降，但是低于毛利率下降的幅度，利润率比 1-2 月份有所降低，但是依然是所有子行业中利润率最高的子行业。

图二十一、生物生化子行业毛利率、费用率和利润率

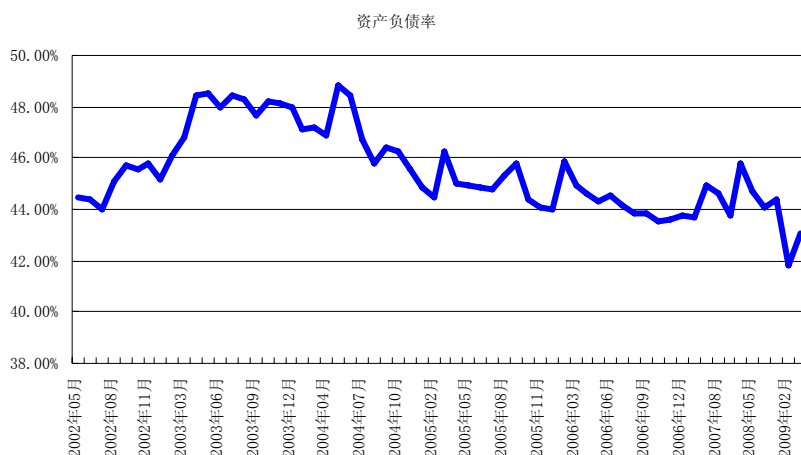


数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

生物生化子行业，尤其是生物药子行业具有轻资产、高毛利和高利润率的特

点，因此普遍资产质量要优于其他子行业，虽然有生化提取类生产企业的存在，但是生物生化子行业的资产负债率是全行业中最底的。

图二十二、生物生化子行业资产负债率



数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

5. 下半年继续关注制剂行业的低估值个股

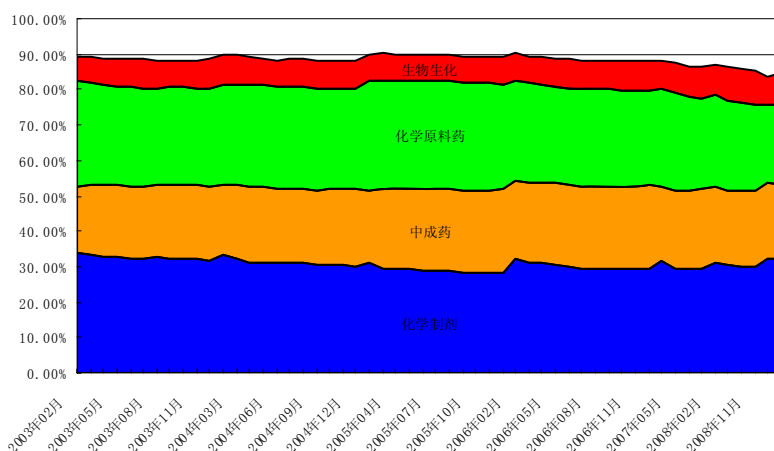
从各个子行业近些年的相对强弱来看，两个终端的制剂行业所占的比重稳中有升，一直保持在 50%以上，但是化学药和中成药的相对强度有很大的变化，在 2004 年零售终端禁止销售抗生素以后，中成药的占比一度提高，在 2006 年底达到了 24% 的最大比例，但是随着 2007 年以来中医药存废之争以及中药注射液的安全性问题，中成药在整个医药行业中的比重逐渐下降，化学药的比例达到了 32% 以上，基本上恢复到 2003 年的水平。目前来看化学药占据了一定的优势，但是在政府的强烈扶持下，中成药也有市场机会，中成药和化学药的市场份额的争夺还会继续进行，整个制剂行业在医药行业中的比重会进一步上升。

生物生化子行业随着我国生物制品和生物药品的发展逐步壮大，在医药行业销售收入中的占比已经从 6.5% 提高到 9% 的水平，无论从国际医药行业的发展趋势还是我国各个子行业所处的发展阶段来看，生物药在医药行业中的占比会进一步扩大。

化学原料药销售收入在医药行业中的占比在不断的萎缩，从能和化学制剂分庭抗礼到目前只有 22.63% 的市场份额，目前很多的原料药生产企业都在积极地打通下游产业链，进军制剂产品，未来化学原料药销售收入在整个医药行业中的占比会

进一步的下降。

图二十三、医药行业各个子行业占比变化图



在上市公司中，也呈现了和行业发展趋势相同的变化，生物制药类个股的 2009 年市盈率都在 40 以上，化学制剂和中成药 2009 年市盈率在 25-35 倍之间，而原料药个股 2009 年的市盈率在 10-15 左右。按照目前各个子行业的发展趋势，制剂子行业在未来几年内依然是市场的主要增长点，化学原料药子行业目前的高盈利状况无法长期维持，而生物制药行业整体的快速发展期还没有到来。

因此我们维持下半年策略报告的观点，下半年关注低估值的制剂类个股，包括天士力、双鹤药业、三精制药和白云山，以及从原料药向制剂转型的个股海正药业和华海药业。

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