

分析师： 段炼炼 021-63290498 duanll@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

## 行业仍处于去库存化之后的蓄势阶段

### 报告要点

#### ■ 医药制造业仍处于去库存化之后的蓄势阶段

2009年6月单月工业增加值增速为13.3%，较之5月有所回落，1-6月累计增速为14%，较之1-5月累计增速也略有回落，但趋势上已经企稳，和其他工业分大类行业增加值增速相比，累计增速位于第八位。我们认为主要原因在于医药制造业同样也受到经济危机影响，行业面临去库存化过程，收入和利润增速有所放缓。另外，由于上半年行业政策面临较大不确定性，企业大多处于观望状态，也在一定程度上影响生产、经营。

从行业应收账款和存货（产成品）增速来看，2008年中期以后存货增速出现明显增长，远超过销售收入增速，到2009年2月回落，5月有所反弹，符合历史经验规律，我们判断，5月医药制造业去库存过程已经完成，企业进入补库存阶段，预计3季度行业处于蓄势阶段，3-4季度左右行业增速有望回升。

#### ■ 板块整体行情未到，以局部热点为主，事件催化下可能存在补涨需求

当前医药板块估值相对大盘溢价逐步降低，仅为25%左右，板块投资安全边际提高，我们认为板块整体行情未到，仍以局部热点为主，事件催化下可能存在一定补涨需求。重点推荐西南合成、广济药业等进攻型股票，建议长线投资者逢低吸纳一致药业、双鹭药业、江中药业、天士力、恒瑞医药、华东医药等。

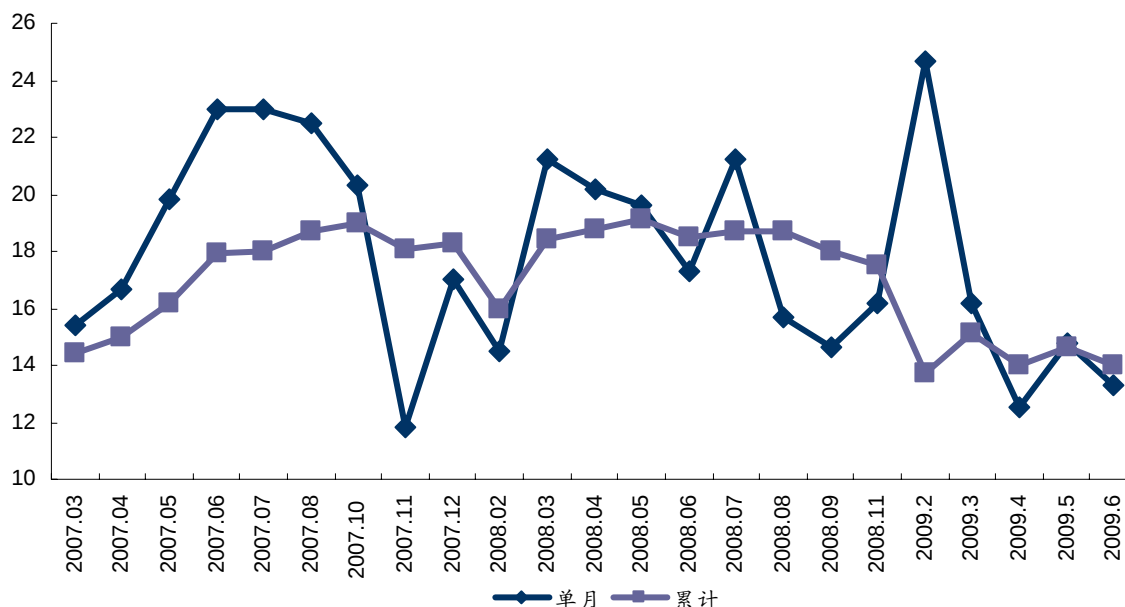
## 第一，医药制造业仍处于去库存化之后的蓄势阶段

2009 年 6 月单月工业增加值增速为 13.3%，较之 5 月有所回落，1-6 月累计增速为 14%，较之 1-5 月累计增速也略有回落，但趋势上已经企稳，和其他工业分大类行业增加值增速相比，累计增速位于第八位。我们认为主要原因在于医药制造业同样也受到经济危机影响，行业面临去库存化过程，收入和利润增速有所放缓。另外，由于上半年行业政策面临较大不确定性，企业大多处于观望状态，也在一定程度上影响生产、经营。

从行业应收账款和存货（产成品）增速来看，2008 年中期以后存货增速出现明显增长，远超过销售收入增速，到 2009 年 2 月回落，5 月有所反弹，符合历史经验规律，我们判断，5 月医药制造业去库存过程已经完成，企业进入补库存阶段，预计 3 季度行业处于蓄势阶段，3-4 季度左右行业增速有望回升。

我们在《蓄势待发，攻守兼备——2009 年医药行业中期投资策略报告》和《去库存基本结束，下半年基本面环比好转——2009 年 1-5 月医药制造业经济数据分析》报告中分析各子行业去库存化情况，化学原料药行业率先见底反弹，弹性最大，化学制剂、生物制品行业、医疗器械行业其次，中成药行业和中药饮片行业基本未受到影响。

图 1：医药制造业工业增加值单月和累计增速（%）



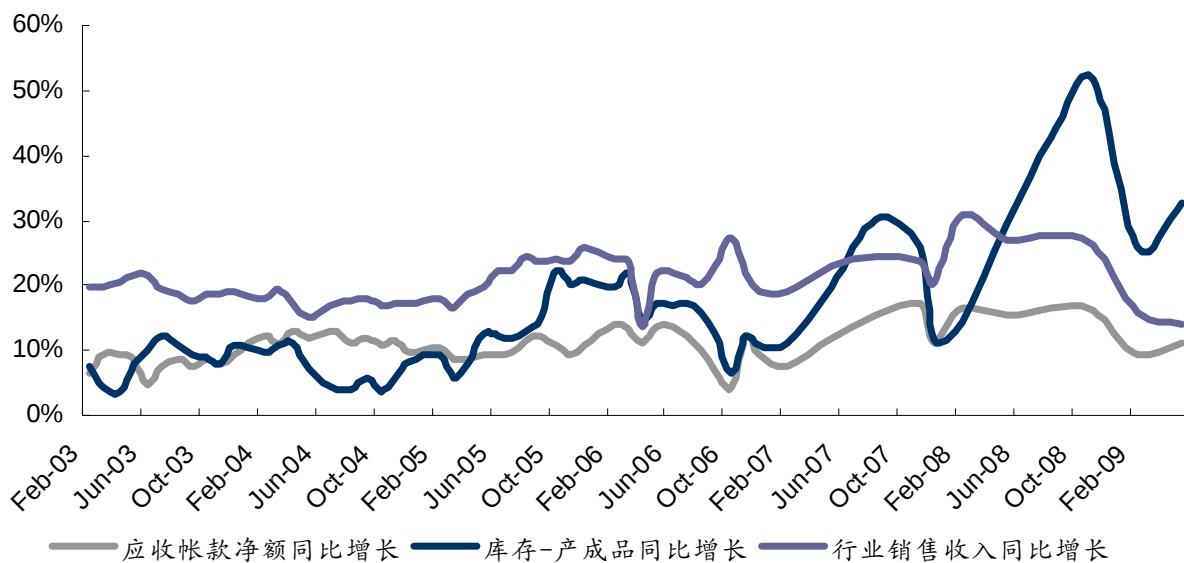
资料来源：国家统计局

表 1: 工业分大类行业增加值增长速度(2009 年 6 月)

| 大类行业        | 累计   | 本月   | 大类行业            | 累计   | 本月   |
|-------------|------|------|-----------------|------|------|
| 废弃资源和废旧材料回  |      |      |                 |      |      |
| 收加工业        | 23.3 | 39.5 | 通用设备制造业         | 7.3  | 8.3  |
| 其他采矿业       | 19.4 | 10.3 | 化学原料及化学制品制造业    | 7.2  | 9    |
| 非金属矿采选业     | 19.1 | 20.7 | 烟草制品业           | 7    | 9    |
| 农副食品加工业     | 17   | 19.1 | 金属制品业           | 6.9  | 10.4 |
|             |      |      | 皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品 |      |      |
| 黑色金属矿采选业    | 16   | 23.9 | 业               | 6.5  | 7.8  |
| 木材加工及木、竹、藤、 |      |      |                 |      |      |
| 棕、草制品业      | 14.4 | 15.6 | 造纸及纸制品业         | 6.3  | 10.9 |
| 饮料制造业       | 14.3 | 19.2 | 印刷业和记录媒介的复制     | 6.2  | 8.8  |
| 医药制造业       | 14   | 13.3 | 有色金属冶炼及压延加工业    | 6    | 14.9 |
| 食品制造业       | 12.7 | 14.6 | 家具制造业           | 5.8  | 8.3  |
| 燃气生产和供应业    | 12.6 | 15.1 | 橡胶制品业           | 5.3  | 13.3 |
| 专用设备制造业     | 12.4 | 14   | 水的生产和供应业        | 5.1  | 3.9  |
| 非金属矿物制品业    | 11.9 | 13.9 | 化学纤维制造业         | 3.9  | 16.2 |
| 有色金属矿采选业    | 11.3 | 16.9 | 煤炭开采和洗选业        | 3.2  | 3.2  |
| 纺织服装、鞋、帽制造业 | 11.3 | 13.1 | 电力、热力的生产和供应业    | 2.4  | 7    |
| 电气机械及器材制造业  | 10.4 | 12   | 工艺品及其他制造业       | 2    | 4.8  |
| 石油和天然气开采业   | 9.7  | 11   | 黑色金属冶炼及压延加工业    | 1    | 5.8  |
|             |      |      | 仪器仪表及文化、办公用机械   |      |      |
| 塑料制品业       | 9.2  | 13.8 | 制造业             | -0.4 | 4.7  |
|             |      |      | 通信设备、计算机及其他电子   |      |      |
| 文教体育用品制造业   | 8.8  | 0.6  | 设备制造业           | -0.6 | 6.5  |
|             |      |      | 石油加工、炼焦及核燃料加工   |      |      |
| 交通运输设备制造业   | 8.8  | 17.1 | 业               | -2.9 | 3.2  |
| 纺织业         | 7.3  | 9.3  | 总计              | 7    | 10.7 |

资料来源：国家统计局

图 2: 医药制造业销售收入、应收账款和存货增速

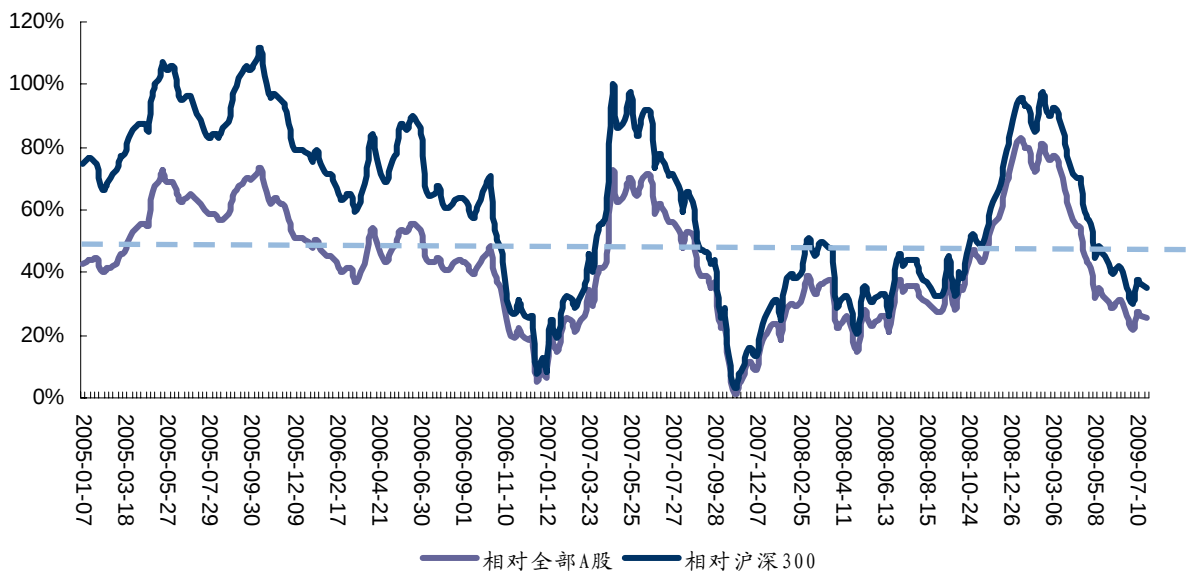


资料来源：CEIC

## 第二，板块整体行情未到，以局部热点为主，事件催化下可能存在补涨需求

当前医药板块估值相对大盘溢价逐步降低，仅为 25% 左右，板块投资安全边际提高，我们认为板块整体行情未到，仍以局部热点为主，事件催化下可能存在一定补涨需求。重点推荐西南合成、广济药业等进攻型股票，建议长线投资者逢低吸纳一致药业、双鹭药业、江中药业、天士力、恒瑞医药、华东医药等。

图 3：医药板块相对大盘溢价水平



资料来源：Wind

## 行业重点上市公司估值指标与评级变化

| 证券代码   | 公司简称 | EPS (元) |      |      | P/E (X) |     |     | 评级 |
|--------|------|---------|------|------|---------|-----|-----|----|
|        |      | 08A     | 09E  | 10E  | 08A     | 09E | 10E |    |
| 600276 | 恒瑞医药 | 0.68    | 1.04 | 1.25 | 53      | 35  | 29  | 推荐 |
| 000963 | 华东医药 | 0.39    | 0.50 | 0.65 | 34      | 27  | 21  | 推荐 |
| 002038 | 双鹭药业 | 0.87    | 1.25 | 1.75 | 39      | 27  | 20  | 推荐 |
| 000028 | 一致药业 | 0.54    | 0.82 | 1.08 | 35      | 23  | 18  | 推荐 |
| 600535 | 天士力  | 0.52    | 0.66 | 0.82 | 33      | 26  | 21  | 推荐 |
| 600750 | 江中药业 | 0.44    | 0.57 | 0.71 | 34      | 26  | 21  | 推荐 |
| 000650 | 仁和药业 | 0.32    | 0.51 | 0.72 | 55      | 35  | 25  | 推荐 |

资料来源：长江证券研究部

## 分析师介绍

段炼炼，武汉大学生物技术专业硕士研究生毕业，从事医药行业研究。

## 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工      | 电话              |             | E-mail                |
|-----|---------|-----------------|-------------|-----------------------|
| 伍朝晖 | 副主管     | (8621) 33130735 | 13564079561 | wuzh@cjsc.com.cn      |
| 甘 露 | 华东区客户经理 | (8621) 63296362 | 13701696936 | ganlu@cjsc.com.cn     |
| 吕 洁 | 华东区客户经理 | (8621) 33130450 | 13564863429 | lvjie@cjsc.com.cn     |
| 杨 忠 | 华南区客户经理 | (8621) 33130737 | 13916835319 | yangzhong@cjsc.com.cn |
| 李 靖 | 华北区客户经理 | (8621) 63299572 | 13761448844 | lijing2@cjsc.com.cn   |

## 投资评级说明

|      |                                                                                                                                                                                                                                |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>看 好： 相对表现优于市场<br>中 性： 相对表现与市场持平<br>看 淡： 相对表现弱于市场                                                                                                                  |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>推 荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间<br>中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间<br>减 持： 相对大盘涨幅小于 -5%<br>无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

## 重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。