

化学制药行业动态报告

优于大势

——中小板企业 2009 年中期业绩报告综述

维持评级

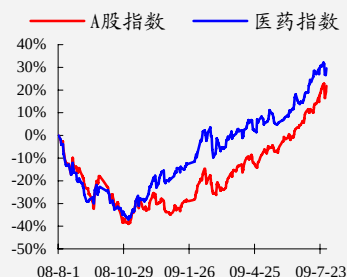
健康保健/医药

2009 年 8 月 3 日

投资要点:

- 截至 2009 年 7 月 31 日, 16 家医药类中小板上市公司已经全部公布了 2009 年中期的业绩报告或者业绩快报, 总体来看, 反映了目前行业整体的增长状况;
- 属于化学原料药的 3 家公司受到海外市场的影响, 销售收入和利润都有较大幅度的下滑, 新和成所属的大宗原料药行业依然维持较高的景气度和利润率, 海翔药业和京新药业所在的特色原料药子行业依然在低谷徘徊, 但是有一定的复苏迹象。
- 中小板中化学制剂公司较少, 华邦制药和恩华药业都属于专科药生产企业, 虽然利润都取得了较好的增长, 但是华邦药业的销售下滑, 而恩华药业的销售收入取得了 20%以上的增长, 和行业整体的增长基本相同, 反映了处于不同市场的企业的业绩的不同;
- 中成药企业销售收入和利润增长缓慢, 除了沃华医药以外, 另外 4 家企业的利润增长都在 30%以下, 和主板中成药企业的增长速度相仿, 而估值却远高于主板企业, 存在一定的高估;
- 生物制药企业在经过了 3 年的快速增长以后, 2009 年增速大幅放缓, 虽然和一些政策性因素有关, 但是销售规模扩大以后增长空间变小也是一部分因素;
- 医疗器械企业只有鱼跃医疗一家, 鱼跃医疗 2009 年取得了销售收入增长 30%以上, 利润增长 60%以上的良好业绩, 按照目前医疗器械行业的发展趋势以及公司目前的销售规模, 在今后 2-3 年内公司将有机会延续目前的增长速度;
- 从行业和企业发展规律以及目前市场估值情况来看, 我们认为投资者可以关注科华生物、鱼跃医疗以及海翔药业这三家公司。

走势图



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)

目前中小板中有 16 家医药类上市公司，包括 3 家化学原料药生产企业，2 家化学制剂生产企业，5 家中成药生产企业，5 家生物制剂生产企业和 1 家医疗器械生产企业，在行业分布上有一定的代表性。

截至 2009 年 7 月 31 日，16 家医药类中小板上市公司已经全部公布了 2009 年中期的业绩报告或者业绩快报，从这些企业中，我们可以在一定程度上看出医药类上市公司 2009 年上半年的业绩情况。

1. 中期业绩点评

16 家公司共实现销售收入万元，同比增长%，实现净利润，同比增长，比一季度的增速分别提高了个百分点和个百分点。从各个子行业来看，医疗器械子行业表现最好，而化学原料药子行业虽然下降幅度较大，但是相对于第一季度已经有所增长。

1) 化学原料药

中小板中的 3 家化学原料药企业正好分别代表了 3 个类型，新和成主要生产大宗原料药，海翔药业生产特色原料药和中间体，而京新药业则是化学原料药和化学制剂共同发展。

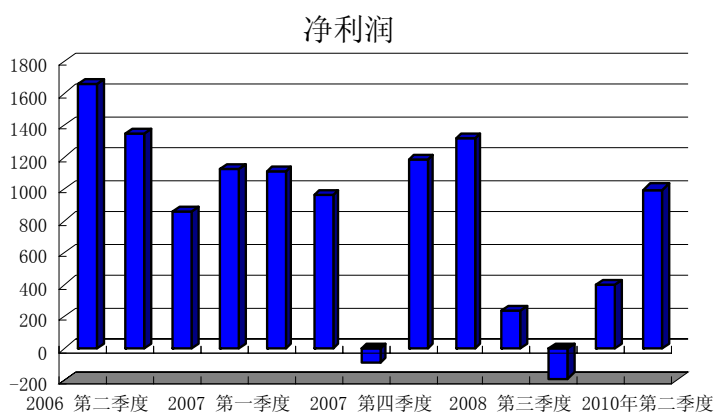
新和成公布了 2009 年中期的业绩报告，2009 年上半年实现销售收入 12 亿元，同比下降了 37%，实现净利润 3.6 亿元，同比下降了 53%。虽然新和成的业绩下滑幅度较大，但是主要原因是 2008 年的基数太高，公司依然保持了 30% 以上的销售利润率，3.6 亿元的净利润在医药行业中也是名列前茅，在维生素 E 和维生素 A 目前产业竞争格局下，新和成依然能够保持较高的利润率水平，由于 2008 年第三季度依然是维生素 E 和维生素 A 产品价格的最高峰，也是新和成业绩的高峰，因此 2009 年前三季度公司的业绩同比依然会大幅下滑，由于 2008 年四季度是公司业绩的低点，因此全年的下降幅度会有所收窄。

大宗原料药产业经过了 20 世纪 90 年代末到 21 世纪初的快速扩张以后，基本上形成了稳定的竞争格局，无论是国内外，没有规模优势的生产厂家都已经被挤出了市场，形成了目前一段行业产能扩张的空白期。寡头垄断式的竞争格局给行业内的垄断企业带来了丰厚的利润。在高利润率的诱惑下，肯定会有行业外的企业试图进入这一市场，而行业内的企业将会通过不断的价格变化来阻止潜在的竞争者的进入，因此虽然产品的价格会保持在相对的高位，但是价格的波动幅度依然会很高，因此新和成这样的企业的业绩波动性会很大。长远来看，30% 以上的销售利润率，40% 以上的净资产收益率无法长时间保持。

海翔药业发布了 2009 年中期的业绩快报，销售收入 4 亿元，同比下降 30%，

净利润 1380 万元，同比下降 45%。和新和成这样的大宗原料药生产企业不同，海翔药业所属的特色原料药生产企业正处于行业的困难期。在 2002-2004 年特色原料药在我国兴起，领先进入者获得高额利润的情况下，很多小化工企业纷纷进入这一领域，由于特色原料药的订单每批数量少，因此即使很小的化工企业也可以实现批量生产。在这种情况下，有限的一些特色原料药品种很快被众多厂家所生产，竞争非常激烈。目前正处于消化过剩产能的时期，产品价格不断下滑，行业内企业的销售额和利润都受到较大的影响。海翔药业从 2006 年上市以后，利润就不断的下滑，即使在 2008 年商品牛市的情况下也未能扭转。2009 年第二季度公司实现净利润接近 1000 万元，已经恢复到了历史的平均水平，预计主要是原材料成本下降使得毛利率有所恢复。但是在产品价格依然不断走低的情况下，公司业绩有大幅增长的可能性较小。

图二、海翔药业单季度净利润



数据来源：Wind 咨询，东北证券研究所

京新药业和海翔药业类似，虽然公司有 1/3 的收入来自于高毛利率的制剂产品，但是原料药产品依然占主要地位，公司原料药产品的环保问题一直无法解决，生产受到了较大的影响，而且公司的主要产品喹诺酮类抗生素由于药品安全性问题，市场销售也受到一定的影响，因此 2008 年公司有较大幅度的亏损。2009 年上半年公司实现销售收入 2.5 亿元，同比增长 8%，扭转了第一季度持续下滑的趋势，实现净利润 166 万元，同比增长 123%，但是由于基数较小，因此并不具备参考意义，而且公司的主营依然亏损，依靠政府的补贴才实现正的净利润。

由于公司在生产上的问题无法很快的解决，而公司主要产品喹诺酮类抗生素市场恢复难度也较大，因此公司还将维持微利的状态。

表一、化学原料药中小板公司中期数据

证券代码	证券简称	2009 年 中期 EPS	2009 年中期 营业收入	增长率 (%)	一季度增 长率 (%)	2009 年中 期净利润	增长率 (%)	一季度 增长率 (%)
002001.SZ	新和成	1.05	1215847411	-37.20	-36.00	3.59E+08	-53.13	-47.68
002099.SZ	海翔药业	0.09	413736305	-30.47	-18.32	13805459	-44.88	-66.56
002020.SZ	京新药业	0.016	248402000	8.21	-12.39	1665328	122.87	-1.49

数据来源: Wind 咨询, 东北证券研究所

预计新和成 2009 年的每股收益在 2.4-2.7 元之间, 目前的市盈率在 13-15 倍左右, 未来公司业绩超过 2008 年的可能性较小, 目前的股价即使短期还有上升的空间, 但是从中长期的角度不是非常理想的投资品种。

预计海翔药业 2009 年每股收益 0.2 元, 京新药业每股收益 0.06 元。海翔药业和京新药业所处的行业目前处于谷底中, 两家公司 2009 年的市销率在 1.5 倍左右, 在整个原料药企业中处于中等偏低的水平, 公司业绩的回升一方面取决于行业复苏的情况, 另一方面也取决于公司管理层危机处理的能力以及在这一行业继续发展的意愿。

2) 化学制剂

由于中小板有一定的创新含意, 因此相对于主板来说, 中小板中化学制剂企业并不多, 只有华邦制药和恩华药业两家, 前者是专业生产治疗皮肤病用药的企业, 而后者是生产精麻产品的企业。

华邦制药 2009 年上半年销售收入 2.6 亿元, 同比下降了 10%, 实现净利润 6040 万元, 同比增长 130%, 主要是主营业务利润增长 50%, 另外公司上半年获得了超过 3400 万的投资收益。公司的几个主要产品都有一定程度的下滑, 主营利润增长的主要来源是费用的下降, 三项费用共计下降了 2700 万元。还需要观察费用下降的原因, 如果是管理能力上升使费用降低, 则公司的全年业绩将会有较大的提升, 但是如果只是临时性差异, 或者是公司对医药行业的投入下降, 则公司在医药行业方面的销售收入会进一步减少, 从而影响到公司的长期收益。

恩华药业 2009 年上半年实现销售收入 5.5 亿元, 同比增长 12%, 净利润 2966 万元, 同比增长 43%。收益于国内麻醉用药和精神科用药的快速增长, 恩华药业上半年工业销售收入增长了 20%以上, 保持着较快的增长速度, 利润增长快于销售收入增长主要来自于所得税率的下调。恩华药业的麻醉药品已经在医院建立了良好的销售网络, 而精神类药物是未来增长最快的药品类别, 因此公司全年依然能够保持工业销售收入和利润的快速增长。

预计华邦制药 2009 年每股收益为 0.75 元, 恩华药业每股收益为 0.31 元, 对

应的市盈率分别为 30 倍和 43 倍，在化学制剂上市公司中处于较高的水平，相对来说，恩华药业所处的细分行业未来快速增长的可能性更大，因此虽然目前的估值水平较高，但是其成长性有望抵消高估值。

表二、化学制剂中小板公司中期数据

证券代码	证券简称	2009 年中期 EPS	2009 年中期营业收入	增长率 (%)	一季度增长率	2009 年中期净利润	增长率 (%)	一季度增长率 (%)
002004.SZ	华邦制药	0.46	262101407	-9.83	-14.61	60407516	130.96	169.92
002262.SZ	恩华药业	0.16	550419984	11.92	14.51	29657235	42.96	37.73

数据来源：Wind 咨询，东北证券研究所

3) 中成药

中小板医药公司中，以中成药为主业的上市公司达到了 5 家。在这些上市公司中，多数都是依靠一到两个品种进行发展，因此这一两个品种就决定着这家公司的增长速度。虽然中药子行业在 2009 年上半年的业绩增长比较可观，但是中小板的几家中药类上市公司并没有享受到行业的增长，增长速度普遍在 30% 以下。

沃华医药 2009 年上半年实现销售收入 1.07 亿元，同比增长 18%，净利润 3931 万元，同比增长 34%，是几家公司中增长最快的。公司的主要产品心可舒销售收入增长 30% 以上，销售额相对于 2007 年中期上市的时候已经增长了 1 倍，增长势头良好，但是公司其他品种的表现不佳，拖累了公司的业绩。公司目前的股价已经偏高，即使有厂房搬迁带来的一次性收益的影响，盈利水平已经不能支持目前的股价。

桂林三金 2009 年上半年实现销售收入 4.8 亿元，同比增长 9%，净利润 1.6 亿元，同比增长 13.34%。受到提价因素影响，公司的主要产品三金片销售收入增长了 24%，是公司上半年业绩增长的主要因素，公司另一主打品种西瓜霜系列由于 2008 年已经提价完毕，因此 2009 年的增长速度开始放缓。由于缺乏新的增长产品，因此公司未来的增长前景并不乐观。作为一家新上市的公司，而且销售收入过 10 亿元的中型公司，目前的估值远高于同类公司，在三个月后网下申购的股份上市前，公司需要有一个价值回归的过程。

嘉应制药 从上市以后，业绩就开始逐步的下滑，2009 年上半年公司实现销售收入 2900 万元，同比下降 1.67%，净利润 578 万元，同比下降 19%，公司的产品并不具有竞争力，目前看公司也没有扭转业绩下滑趋势的迹象。目前公司的市盈率高达百倍，市销率也有 20 倍左右，从任何方面来看，公司都被严重的高估。

独一味和紫鑫药业 还没有公布 2009 年上半年的业绩快报。但是从公司的业绩

预报中可以看出，这两家公司的利润增长都在 30% 以下，我们认为在 10-15% 左右，医改带来的对药品销售终端的不确定性延缓了中小医药企业的扩张步伐，单产品的风险性也在这一期间表现出来。

预计沃华医药 2009 年每股收益为 0.58 元（未包括搬迁收益），桂林三金 0.75 元，嘉应制药 0.16 元，独一味和紫鑫药业分别为 0.54 元和 0.52 元。5 家公司的动态市盈率都超过 30 倍，平均在 45 倍左右，而主板的中成药企业的市盈率只是在 25-28 倍左右。相对于主板的中成药企业，中小板的中成药企业在成长性上并没有突出的优势，因此高估值具有一定的不合理性。

4) 生物制药

生物制药企业包括了两家血液制品企业华兰生物和上海莱士、两家诊断试剂生产企业科华生物和达安基因以及生物药生产企业双鹭药业。在 2006-2008 年，生物制药上市公司都经历了连续的 30% 以上，甚至 100% 的增长，成为医药类上市公司中增长最快的子行业。进入 2009 年以后，这种增长遇到了一定的瓶颈，主要是在销售规模快速扩大以后，继续增长的空间变小，另一方面，政策性的因素也对上半年的增长产生一定的负面影响。

华兰生物和上海莱士主要受制于血液制品的“窗口期”制度以及血浆资源的不足，因此上半年血液制品的批签发量明显的减少，影响了上半年的销售。华兰生物上半年销售收入 2 亿元、净利润 7700 万元，都只有 1% 左右的增长，和以前 50% 以上的增长不可同日而语。而上海莱士上半年销售收入和利润，分别下滑了。下半年随着批签发数量的增加，华兰生物和上海莱士的业绩都将有所恢复，尤其是华兰生物流感疫苗一般都是在下半年销售，所以下半年的业绩要好于上半年。但是 2009 年无法保持前几年的增长速度。

科华生物和达安基因所属的诊断试剂行业增长平稳，因此两家上市公司的销售收入都保持 20% 以上的增长速度。2009 年上半年科华生物实现销售收入 2.9 亿元，同比增长 25%，利润 9800 万元，同比增长 22%。2006-2008 年，科华生物虽然销售收入增长不是非常突出，但是由于公司管理改善，费用控制较好，因此利润的增长都在 40% 以上，目前这种因素已经逐步的消退，因此利润增长和销售收入增长基本同步，未来公司还是需要新产品的推出来实现新的增长，血筛产品、诊断仪器以及海外市场可能是公司未来增长的重点。达安基因业绩一直稳定增长，2009 年上半年实现销售收入 1.4 亿元，同比增长 22%，利润 2130 万元，增长 24%，虽然公司有一些新的业务的前景很好，但是在短期并不能释放利润，公司的快速增长期还没有来到。

双鹭药业是生物制药企业的典型代表，依靠贝科能单品 100% 以上的增长实现了公司整体的快速增长，随着贝科能销售规模达到 2.5 亿，继续快速增长的难度显

著增加。而且医改方案的不确定对于贝科能这种在医保边缘徘徊的药品的发展前景也带来了一定的疑问。双鹭药业 2009 年上半年实现销售收入 1.7 亿元，净利润 1.2 亿元，70%的销售净利率依然冠绝行业，但是销售收入增长率下降到 7%，而剔除非经常性损益利润增长率也只有 11%。在全年医改前景依然未明的情况下，公司全年的增长率应该在 20%以下。

预计华兰生物和上海莱士 2009 年每股收益分别为 0.73 元和 0.62 元，科华生物和达安基因每股收益为 0.48 元和 0.25 元，双鹭药业每股收益 1.12 元，目前 5 家公司 2009 年的市盈率都在 30 倍以上，而达安基因的市盈率更在 60 倍以上。相对来说，科华生物从成长的稳定性和目前的估值水平上来看，未来股价上升的可能性更大。

5) 医疗器械

中小板中只有鱼跃医疗一家以医疗器械为主的上市公司，收益于国家医改对医疗器械市场的拉动作用，鱼跃医疗保持了良好的增长态势，2009 年上半年实现销售收入 2.7 亿元，同比增长 36%，实现净利润 4588 万元同比增长 66%，康复系列产品已经取代医用供氧产品，成为公司新的增长点。未来公司在医院市场和零售市场都有产品推出，而医疗器械在我国医药产品销售中的占比也会不断地增加，在这种趋势下，公司的业绩将维持目前的高增长态势。

预计鱼跃医疗 2009 年每股收益 0.66 元，2009 年的市盈率已经达到了 40 倍，但是在高增长的情况下，目前的股价依然有一定的吸引力。

2. 投资建议

随着中小板企业的快速发展，从销售规模和利润规模上来看，中小板企业已经不逊于主板的上市公司，这也和我国医药企业普遍规模较小有关。目前 16 家中小板企业的平均市值达到了 54 亿元，超过医药类上市公司平均 50 亿元的市值规模。而中小板企业的估值也普遍高于行业平均的估值，在业绩增速放缓的情况下，中小板企业目前的高估值不具有必然的合理性，只有一些估值合理，成长性又优于行业整体的公司目前还有投资的价值。

我们认为科华生物的估值水平合理，未来的成长性也比较有保证，而鱼跃医疗目前虽然股价较高，但是由于医疗器械行业在政策的作用下具有较好的成长性，因此目前的高估值具有一定的合理性。另外海翔药业的行业处于低谷期，一旦行业有所复苏，公司的业绩将会有较大幅度的增长，目前市值不高，可以作为关注的对象。

表五、中小板医药类上市公司 2009 年业绩预测与估值

证券代码	证券简称	2009 年中期 EPS	2009 年 EPS	2009 年市盈率
002020.SZ	京新药业	0.016	0.06	144.83
002198.SZ	嘉应制药	0.07	0.16	94.25
002099.SZ	海翔药业	0.09	0.2	42.95
002118.SZ	紫鑫药业	0.16	0.52	34.81
002262.SZ	恩华药业	0.16	0.31	45.32
002219.SZ	独一味	0.23	0.54	57.06
002004.SZ	华邦制药	0.46	0.75	29.92
002030.SZ	达安基因	0.09	0.25	63.40
002223.SZ	鱼跃医疗	0.3	0.66	38.05
002252.SZ	上海莱士	0.29	0.62	44.89
002107.SZ	沃华医药	0.24	0.58	55.93
002022.SZ	科华生物	0.24	0.48	36.48
002038.SZ	双鹭药业	0.48	1.12	29.38
002007.SZ	华兰生物	0.21	0.73	46.27
002001.SZ	新和成	1.05	2.55	14.35
002275.SZ	桂林三金	0.39	0.75	45.13

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