

深度报告

医药保健

专题研究

谨慎推荐

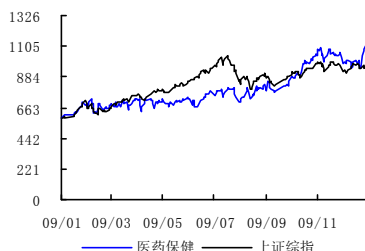
(维持评级)

2010年1月18日

本报告的独到之处

- 分析预测了重点公司的业绩和投资要点
- 汇总统计了医药上市公司的业绩预告

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

医药行业 2010 年投资策略报告：《蛋糕和机遇》
——2009-12-8

分析师：贺平鸽

电话：0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

分析师：丁丹

电话：0755-82139908

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

分析师：陈栋

电话：021-68866235

E-mail: chendong1@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

行业专题报告

(2010 版) 医药股“增长版图”

——暨重点公司 2009 年业绩预览

● 2009 年医药股 30%以上预增，整体业绩持续向好

09 年上半年约 25% 医药股业绩预增，Q4 延续了 Q3 业绩增速明显提升态势，我们预计全年预增公司将达 30% 以上。重点公司业绩亮丽：

- 增幅预计超过 100%：华兰生物、中恒集团、金陵药业、马应龙、上海医药；
 - 增幅预计 50 - 100%：恒瑞医药、华东医药、康美药业、亚宝药业、东北制药、天坛生物、南京医药；
 - 增幅预计 30 - 50%：云南白药、天士力、东阿阿胶、海正药业、三九医药、达安基因；
 - 增幅预计 20 - 30%：康缘药业、双鹭药业、科华生物、同仁堂、一致。
- 我们提高了下述公司 09-11 年业绩预测：华兰生物、中恒集团、天士力、东阿阿胶，华东医药、同仁堂、华海药业、康缘药业。预计 09-11 年主业复合增长率超过 25% 的公司包括：白药、阿胶、中恒、天士力、华兰、天坛、恒瑞、海正、双鹭、达安、康美、亚宝、华东、马应龙、一致。

● 清晰的业绩运行轨迹和影响因素

06 年行业低谷、07 年恢复性增长有 33% 公司预增、08 年受益所得税率大面积降低有 20% 公司预增；09 年的超预期因素则来自：金融危机影响减弱出口恢复、新医改出台内需拉动显现、甲流疫情刺激、利率下降财务成本降低等。在未来 10 年的黄金发展期内，细分龙头企业将明显受益于新医改政策和持续向好的行业经营环境，强者恒强。

● 维持“长期进攻、阶段性防御”投资策略，建议超配绩优医药股

当前主要公司 10~11PE 平均为 34X、27X，各类公司处于其合理稍高水平。在 09 年报和 10 年 1 季报密集披露期间，建议以积极持有上述业绩优良品种为主，并增持估值相对较低的“价涨量增”品种如天士力、中恒等。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	昨收盘 (元) 2010-1-17	EPS		PE 2010PE	投资评级
				2009E	2010E		
000538	云南白药	315	58.90	1.15	1.50	39	推荐
600535	天士力	123	25.14	0.69	0.89	28	推荐
600252	中恒集团	75	28.62	0.46	1.16	25	推荐
600276	恒瑞医药	310	49.92	1.21	1.39	36	推荐
600267	海正药业	130	26.77	0.57	0.72	37	推荐
000423	东阿阿胶	171	26.1	0.46	0.73	36	谨慎推荐
600161	天坛生物	127	16.05	0.41	0.50	52	谨慎推荐
000028	一致药业	81	28.08	0.69	0.88	32	谨慎推荐

资料来源：公司财报、国信证券预测

内容目录

1、医药上市公司业绩整体高速增长	3
1.1. 2009 年 30 % 业绩预增，较前 3 季度 25% 的预增面扩大	3
1.2 清晰的业绩轨迹和超预期因素	3
1.3. 2010 年影响因素	3
2、重点覆盖公司 2009 年业绩预览和投资要点	4
3、投资建议：超配绩优医药股，积极防御	7

图表目录

表 1: 重点关注医药公司盈利预测及投资要点	4
表 2: A 股主要医药上市公司盈利预测及估值表	7
表 3: 2009 年医药上市公司业绩预盈/预亏公司一览表(截至 2010.01.15)	9

1、医药上市公司业绩整体高速增长

1.1. 2009 年 30% 业绩预增，较前 3 季度 25% 的预增面扩大

截止 10 年 1 月 15 日，医药上市公司中已预告 09 年业绩的总体情况为：

- 预增：38 家，即 30% 的公司发布了预增公告，占已发布业绩公告的 55 家公司的 70%。其中 18 家预增幅度在 50% 以下，8 家预增 50%-100%，12 家预增 100% 以上。
- 扭亏：3 家。
- 业绩下降或亏损：11 家，其中 2 家原料药企业受累于产品价格下跌；5 家 ST 公司续亏。

预增原因：3 类

- 主业增长：29 家，主要包括华兰生物、科华生物、太极集团、双鹭药业、国药股份、上海医药、华东医药、恩华药业、鱼跃医疗、亚宝药业等；
- 主业增长+投资收益/重组：9 家，主要包括复星医药、上实医药、马应龙、中西药业、金陵药业、西南合成等；
- 扭亏：京新药业等，收入增长、投资收益/资产重组等多重因素驱动。

预增面可能增至 30% 以上：

09 年上半年约 25% 医药股业绩预增，Q3-Q4 经营形式良好，我们预计全年预增公司会增至 30% 以上。

1.2 清晰的业绩轨迹和超预期因素

- 2006 年：行业“低谷”、公司“拐点”；
- 2007 年：上市公司业绩大面积预增——33%。超预期因素：行业恢复性增长，上市公司在相对较低基数上恢复性增长；
- 2008 年：约有 23 家——20% 预增。超预期因素：56% 公司（近 70 家公司）获高新认证，30% 公司所得税率由 33% 大幅降低至 15%，显著增厚了业绩；
- 2009 年：30% 以上公司业绩预增。超预期因素：金融危机影响逐季减弱（多数原料药出口量价提升）、新医改出台行业需求逐季显现、甲流疫情刺激、贷款利率降低财务费用降低等。
- 未来轨迹：2009-2020——医药行业黄金发展时期。新医改 09-11 年 8500 亿元投入，刺激“需求扩容 VS 供给集中度提高”，开启“良性发展”的医药行业黄金 10 年。行业仍保持稳定高速增长，上市公司则业绩加快分化，呈现强者恒强态势，利好各细分领域龙头公司。

1.3. 2010 年影响因素

- 有利因素：新医改配套政策进入执行期，8500 投入促使医疗资源完善

(消费场所扩大)、全民医保推进促使“扩面、提标、降结余率”(消费能力提高)、基本药物目录实施促使市场扩容(消费实现)。促使——基本药物目录独家品种、以及新进入 2010 版医保目录的品种有望销量明显放大;独家品种在销量放大的同时,价格甚至有望提升。“价涨量增”促使业绩提升是 2010 年部分公司的核心看点。

➤ **不利因素:** 新一轮各省的招标,将促使竞争性药品的价格下降。

小结: 09 全年业绩预增面扩大,表明 4 季度延续了 3 季度以来行业和公司增速明显提升的态势,符合我们在前期报告中的判断,同时我们维持“2010Q1、2010H1 医药上市公司业绩仍高速增长”的判断,这是基于 09H1 的低基数,以及医药行业向好的大趋势。

2、重点覆盖公司 2009 年业绩预览和投资要点

重点跟踪的上市公司中,绝大部分保持良好、持续增长。其中:

- 业绩增幅超过 100% 的包括: 华兰生物、中恒集团、金陵药业、马应龙、上海医药;
- 业绩增幅预计 50-100% 的包括: 恒瑞医药、华东医药、康美药业、亚宝药业、东北制药、天坛生物、南京医药;
- 业绩增幅预计 30-50% 的包括: 云南白药、天士力、东阿阿胶、海正药业、三九医药、达安基因;
- 业绩增幅预计 20-30% 的包括: 康缘药业、双鹭药业、科华生物、同仁堂。

上调业绩: 根据对最新经营形式的判断,我们提高下述公司 09-11 年业绩预测: 华兰生物、中恒集团、天士力、东阿阿胶,华东医药、同仁堂、华海药业、康缘药业。

09-11 年主业复合增长率超过 25% 的公司包括: 中恒集团、天士力、华兰、天坛、恒瑞、科华、双鹭、达安、康美、亚宝、华东、马应龙、海正、一致。

个股 09 年业绩预览和投资要点参见表 1。

表 1: 重点关注医药公司盈利预测及投资要点

(EPS 均按现有股本摊薄,单位: 元/股)

品牌中药									
净利润单位: 百万元		08A	09Q1	09H1	09Q1~3	09E	10E	11E	股本 百万
云南白药	净利润	465	113	266	411	614	799	1022	534
000538	增长率	40.9%	33.0%	33.8%	34.6%	32%	30%	28%	
推荐	EPS	0.87	0.21	0.50	0.77	1.15	1.50	1.91	
东阿阿胶	净利润	287	76	159	242	373	478	597	654
000423	增长率	39.5%	-0.1%	21.0%	31.9%	30%	28%	25%	
谨慎推荐	EPS	0.44	0.12	0.24	0.37	0.57	0.73	0.91	

要点: 每家公司都拥有独特的产品资源,品牌卓著、盈利能力突出,为长期稳定成长奠定基础。产品“提价”是中长期趋势,改善管理和营销水平、拓展产品链空间是不断的追求。

工商并举,业绩优异。1) 白药中央产品: 如期进入了基本药物目录,并且在发改委调价中保持最高零售价不变,而公司近年不断增强营销力量,因此公司有动力和条件提高出厂价,以推动零售价的合理提高。继 09 年初白药膏大幅提价近 80% 之后,09 年末其它剂型的中央型产品也全面提价约 1-20%,由此增添了 2010 年增长动力;2) 医药商业: 仍有望保持高速增长;3) 药用消费品: 牙膏保持持势、药妆有望推广。

营销是决定性因素。09 年通过控制营销,公司掌握了营销主动权,为未来逐年提价奠定良好基础。1) 09 年上半年控制发货,3 季度放开后销量大幅增长,4 季度甚至出现全国性断货现象,超预期,表明 2 点: 一是营销策略得当,二是市场需求潜力大;2) 阿胶块每年产量变化不大,销售视乎提价幅度,09 年提价 21%

(4月和9月分别提价10%)，10年仍将提价；3) 复方阿胶浆09年提价10%(4月)，销售额增长约18%；3) 不断开发出的阿胶类保健品新品是未来增长点。我们相应提高了09-10年业绩预测。

同仁堂	净利润	259	80	170	233	311	357	393	521	稳定成长。逐步探索出适合同仁堂自身的营销和管理模式，略提高09-11年业绩预测。
600085	增长率	10.3%	21.7%	24.5%	29.7%	20%	15%	10%		
谨慎推荐	EPS	0.50	0.15	0.33	0.45	0.60	0.69	0.75		
马应龙	净利润	80	56	103	156	185	213	240	166	核心产品价涨量增。马痔膏09年6月、11月两次提高出厂价，从4.5元到6.1元幅度达36%，进入基本药物目录后10年销量也有望提升。09年主业EPS约0.78元，投资收益亦大幅增长促使09年整体业绩大幅预增。
600993	增长率	-39.7%	433%	116.4%	128.9%	130%	10%	12%		
暂无评级	EPS	0.49	0.34	0.62	0.94	1.12	1.23	1.37		
片仔癀	净利润	141	26	66	99	127	143	162	140	提价是长期趋势。考虑08年非经常性损益，09年主业增长约17%。在原料瓶颈下，片仔癀提价是长期趋势，今年年初已提高了内销售价(每粒提20元)，保障10年业绩平稳增长。
600436	增长率	48.0%	-13%	-5.3%	6.7%	-10%	13%	13%		
谨慎推荐	EPS	1.01	0.19	0.47	0.71	0.91	1.02	1.16		

现代中药

净利润单位: 百万元		08A	09Q1	09H1	09Q1~3	09E	10E	11E	股本 百万	要点: 看好每家企业所拥有的“独家产品”，进入基本药物目录，以及“提价”是主要看点。核心产品“价涨量增”和新产品推动业绩成长。
天士力	净利润	256	52	138	225	338	436	558	488	第二次腾飞。09年营销渠道畅通，经营现金流强劲，财务费用大幅降低，业绩增速开始显著提升。核心产品复方丹参滴丸作为独家剂型品种已进入基本药物目录，零售渠道供货价稳步提升，10年国内销售价涨量增，美国FDA二期临床有望通过。二线产品大幅增长，已能够拉动整体收入增速超过丹参滴丸的增速。新品储备丰富，为二次腾飞增添动力。我们再次提高09-11年业绩预测。
600535	增长率	37.7%	24.6%	40.2%	43.0%	32%	29%	28%		
推荐	EPS	0.52	0.11	0.28	0.46	0.69	0.89	1.14		
中恒集团	净利润	47	4	51	75	120	303	434	261	分享高速成长期。核心产品血栓通粉针进入基本药物目录并得以提价，产能瓶颈也逐步解决，10年1月1日起血栓通出厂价提高29%，10年销量也有望翻倍增长，销售额有望达到8亿元，成为一个有潜力的临床大品种。“价涨量增”促使公司制药业务业绩高速增长。龟苓膏业务处于起步阶段，也可能做大做强切入快消品市场；地产业务开始贡献良好收益。保守预计09-11年主业贡献EPS0.46、1.00、1.5元业绩。
600252	增长率	28.5%	192%	233.7%	486.2%	155%	153%	43%		
推荐	EPS	0.18	0.01	0.19	0.29	0.46	1.16	1.66		
康缘药业	净利润	142	31	70	121	177	231	277	320	热毒宁注射液增势良好。09年着力于消化渠道存货，为10年健康增长夯实基础。受益甲流，热毒宁快速增长成为业绩推动力。
600557	增长率	47.3%	10.5%	29.5%	26.4%	25%	30%	20%		
谨慎推荐	EPS	0.44	0.10	0.22	0.38	0.55	0.72	0.87		
金陵药业	净利润	83	49	112	144	202	239	270	504	核心产品脉络宁进入基本药物目录，虽然毛利率偏低，但构成中长期销量推动力。控股的宿迁医院增势良好。证券投资扭亏为盈促使业绩同比大幅增长。
000919	增长率	-73.1%	785%	189.9%	146.2%	145%	18%	13%		
谨慎推荐	EPS	0.16	0.10	0.22	0.29	0.40	0.47	0.54		
康美药业	净利润	295	109	220	321	507	608	730	1694	连续融资后扩大中药饮片规模、以及拓展贵稀中药材贸易，促使业绩仍处于快速增长阶段。
600518	增长率	64.7%	79.1%	72.6%	75.7%	72%	20%	20%		
谨慎推荐	EPS	0.17	0.06	0.13	0.19	0.30	0.36	0.43		
亚宝药业	净利润	85	31	70	109	141	216	276	316	已发业绩预增50%以上公告。预计医药工业收入同比增长25%左右。北京地产项目已经开始发售，09年可能贡献小部分收益。
600351	增长率	63.1%	57.0%	61.1%	56.1%	65%	40%	20%		
暂无评级	EPS	0.27	0.10	0.22	0.34	0.45	0.62	0.75		

化学制药

净利润单位: 百万元		08A	09Q1	09H1	09Q1~3	09E	10E	11E	股本 百万	要点: 产业升级是核心。包括原料药竞争格局逐步优化，实现从原料到制剂的全球生产转移，获取更高更稳定利润空间，关注维生素系列产品的价格趋势；国内制剂方面：10年普遍面临再次招标可能导致的产品降价。
恒瑞医药	净利润	423	213	373	473	753	866	1082	621	保持稳定快速增长。09年主业增长21%，实现EPS约1.11，非

600276	增长率	2.0%	187%	94.6%	72.2%	78%	15%	25%	经常性损益贡献预计 0.10 元。10-11 年主业仍有望保持 25%左右增速，预测仅考虑主业增速。10 年又一次面临各省招标，抗肿瘤药物价格有可能下降，但销量有望放大。公司产品线不断丰富，其它类别药物增速的国内销售处于成长期。海外制剂出口有望逐步取得进展。	
推荐	EPS	0.68	0.34	0.60	0.76	1.21	1.39	1.74		
海正药业	净利润	195	49	107	194	273	347	441	484	有望进入新一轮成长。09 年出口开始恢复，但国内制剂销售增速约 13%低于预期。10-11 年，多年储备项目和国际合作进入收获期，国内制剂销售力度加强。
600267	EPS	39.8%	10.9%	28.7%	42.4%	40%	27%	27%		
推荐	增长率	0.40	0.10	0.22	0.40	0.57	0.72	0.91		
三精制药	净利润	269	58	138	218	310	353	402	387	主导产品三精双黄连被卫生部定为甲流预防中成药之一，预计 09 年该产品收入快速增长 40%左右。但因化学药和保健药板块增长乏力，因此整体业绩表现平稳。
600829	增长率	0.4%	-1.3%	13.6%	13.2%	15%	15%	14%		
谨慎推荐	EPS	0.70	0.15	0.36	0.56	0.80	0.92	1.05		
华东医药	净利润	169	58	123	199	312	384	441	434	08 年非经常性亏损造成业绩基数下降，09 年工业和商业主业稳定增长，促使业绩大幅增长，预计 09-11 年主业 EPS 约 0.62、0.78、0.93 年，房地产各贡献 0.10 元。上调 09-11 年业绩预测。
000963	增长率	-2.6%	19.0%	36.0%	61.5%	85%	23%	15%		
暂无评级	EPS	0.39	0.13	0.28	0.46	0.72	0.88	1.02		
华海药业	净利润	150	35	71	101	165	206	258	299	09 年业绩平淡。未来 2-3 年面临全球合同生产转移的机遇。上调了 10-11 年预测。
600521	EPS	13.7%	10.5%	-7.8%	5.0%	10%	25%	25%		
谨慎推荐	增长率	0.50	0.12	0.24	0.34	0.55	0.69	0.86		
东北制药	净利润	358	157	317	435	537	564	592	334	09 年维 C 延续高景气，促使业绩大幅增长，10 年竞争者增多，价格下滑不可避免，但在国家限制政策下竞争格局不会根本性变化，VC 仍可能带来较好利润。下调了 10-11 年预测。
000597	增长率	653.1%	434%	126.6%	64.4%	50%	5%	5%		
谨慎推荐	EPS	1.07	0.47	0.95	1.30	1.61	1.69	1.77		
哈药股份	净利润	862	224	465	727	992	1170	1346	1242	业务涵盖化学原料/制剂、中药、保健品、生物制药，业绩稳定成长，财务稳健。
600664	增长率	45.7%	59.6%	23.4%	17.7%	15%	18%	15%		
谨慎推荐	EPS	0.69	0.18	0.37	0.59	0.80	0.94	1.08		
生物制药										
净利润单位: 百万元		08A	09Q1	09H1	09Q1~3	09E	10E	11E	股本 百万	要点: 关注甲流疫情和甲流、流感疫苗空间; 诊断试剂方面关注 10 年血筛市场是否打开; 关注中生集团并入国控后的整合变化。
天坛生物	净利润	133	38	76	60	200	244	268	488	
600161	增长率	27.4%	141%	33.5%	-40.0%	50%	22%	10%		蓉生收购完成能够合并报表，贡献新增利润约 5000 万元；甲流疫苗获国家收储 600 万支; 贡献约 1.15 收入并增厚 EPS0.10 元; 抵消了麻风腮系列未达预期的影响。2010 年：甲流疫苗仍有望获得同样收储量，麻风腮系列疫苗产销量将扩大但价格下降约 40%。
谨慎推荐	EPS	0.27	0.08	0.16	0.12	0.41	0.50	0.55		
双鹭药业	净利润	218	47	118	190	277	371	473	251	09 年报业绩可能仍不会合并参股公司业绩。股权激励首次行权需在明年 2 月份卖出。第二次行权需在明年 6 月后卖出。第三次行权可能发生在明年 8 月份。贝科能目前已经恢复销售，可能进入广东、北京等省的新医保目录。
002038	增长率	61.6%	36.0%	23.0%	18.2%	27%	34%	28%		
推荐	EPS	0.87	0.19	0.47	0.75	1.10	1.47	1.88		
科华生物	净利润	166	44	98	162	213	269	331	410	09H2 试剂增速环比明显提升。全年看仪器业务仍将是利润增长的主要贡献力量，其中我们预计自产仪器同比将翻番以上增长。公司有 2 亿元打新股资金，Q4 可能有部分投资收益。
002022	增长率	40.7%	30.1%	21.6%	18.0%	29%	26%	23%		
谨慎推荐	EPS	0.40	0.11	0.24	0.39	0.52	0.66	0.81		
华兰生物	净利润	187	34	77	190	595	685	698	360	因甲流疫苗超预期，09 年业绩已大幅预增。其中估计血液制品贡献净利约 2.6 亿元增 40%/EPS0.73 元，甲流疫苗收储 4000 万支贡献收入约 7.6 亿元/净利 3.35 亿元/EPS0.93 元，甲流疫苗净利率高达约 44%。10 年投浆量有望扩大，血液制品业绩增长约 30%/EPS0.95，甲流采购量若下降则季节性流感疫苗量扩大，总销量及贡献业绩持平或略增。11 年血制品增 20%，疫苗贡献将降低。
002007	增长率	55.5%	60.9%	1.5%	61.3%	218%	15%	2%		
中性	EPS	0.52	0.10	0.21	0.53	1.65	1.90	1.94		
达安基因	净利润	39	8	21	34	54	72	90	241	试剂销售收入保持 20%以上较快增长。净利润的较快增长也得益于会计政策调整至 08 年基数降低。公司本身的管理、营销体系尚需完善，费用还要持续投入和增长。公司宣布了首期股权激励草案，但激励力度较小。
002030	增长率	11.6%	23.7%	22.6%	42.9%	37%	34%	25%		
中性	EPS	0.16	0.03	0.09	0.14	0.22	0.30	0.37		

医药商业

净利润单位: 百万元		08A	09Q1	09H1	09Q1~3	09E	10E	11E	股本 百万	要点: 行业集中度加速提升, 龙头公司增长更快。关注国控系、上药系的整合与扩张进程。 已公布业绩快报, 收入同比增长 18.5%, 归属母公司股东净利润同比增长 17%。业绩低于市场一致预期的约 7% 主要是 Q4 收入增长 16% 低于预期。目前股价部分包含了对国药控股回归 A 股可能性的预期。 上半年出售零售资产的投资收益基本被资产减值和政府补贴减少对冲。09 年商业板块收入继续保持 23% 以上的快速增长, 工业板块头孢产品预计增长 35% 左右, 但联邦止咳露仍小幅下降。苏州万庆今年还处于技改阶段, 整合效应 09 年尚不能体现。 已出业绩预告 100% 以上公告。新上药重组方案已获国资委批准。原上海医药业绩正常反映, 因此相对 08 年低基数有较大幅度增长。由于新上药整合尚未完成, 10-11 年业绩预测仍为原上药口径。 过去 5 年公司每年 Q4 都经营性亏损。08Q4 单季亏损近 1 千万。09 年业绩弹性还看 Q4, 只要减亏或微利都能使业绩有明显的同比涨幅, 本业绩预测中我们暂估计 Q4 有 0.04 元 EPS, 但存在较大不确定性。
国药股份	净利润	194	58	126	189	227	311	388	479	
600511	EPS	47.8%	22.1%	17.5%	23.7%	17%	37%	25%		
推荐	增长率	0.40	0.12	0.26	0.39	0.47	0.65	0.81		
一致药业	净利润	155	43	99	146	197	255	331	288	
000028	增长率	23.9%	13.3%	25.2%	18.0%	28%	29%	30%		
谨慎推荐	EPS	0.54	0.15	0.34	0.51	0.69	0.88	1.15		
上药医药	净利润	82	43	70	131	168	205	246	569	
600849	增长率	23.7%	67.5%	55.3%	63.8%	105%	22%	20%		
谨慎推荐	EPS	0.14	0.07	0.12	0.23	0.30	0.36	0.43		
南京医药	净利润	30	10	31	43	55	64	74	301	
600713	增长率	-35.0%	0.6%	11.0%	7.4%	80%	18%	15%		
无评级	EPS	0.10	0.03	0.10	0.14	0.18	0.21	0.25		

药品包材

净利润单位: 百万元		08A	09Q1	09H1	09Q1~3	09E	10E	11E	股本 百万	原材料价格有所下降, 但作为一个壁垒相对不高的产业, 终端药用玻璃瓶和胶塞产品价格也相应下降。加之公司业绩释放动力不足, 下半年下游抗生素行业的快速增长可能不会传导到公司财报上。
山东药玻	净利润	142	36	75	110	159	183	216	257	
600529	增长率	23.8%	22.0%	12.3%	11.5%	12%	15%	18%		
谨慎推荐	EPS	0.55	0.14	0.29	0.43	0.62	0.71	0.84		

资料来源: 国信证券经济研究所。

3、投资建议: 超配绩优医药股, 积极防御

当前主要公司 10~11PE 平均为 34X、27X, 在一大批公司 09-11 年业绩符合增长率超过 25% 的情况下, 当前动态估值处于合理稍高水平。

在即将到来的 09 年报和接下来的 10 年 1 季报密集披露期, 若大盘疲弱, 则医药股的靓丽业绩和确定性成长将具有良好吸引力, 预期中的 10Q2 板块性行情有可能提前体现。

维持我们在年度策略报告中提出的“长期进攻, 阶段性防御”和“超配”策略, 建议 1 季度以积极持有上述业绩优良品种为主, 并增持估值相对较低的“价涨量增”品种如天士力、中恒等。

表 2: A 股主要医药上市公司盈利预测及估值表

股票 代码	公司 简称	股价 10-1-15	EPS (元)				PB	PE				ROE 2009H	EV/EBI TDA	PEG 09~11	总市值 亿元	投资评级
			08	09E	10E	11E		08	09E	10E	11E					
品牌中药																
000538	云南白药	58.90	0.87	1.15	1.50	1.91	9.3	68	51	39	31	8.2%	50	1.71	314.56	推荐
000423	东阿阿胶	26.10	0.44	0.57	0.73	0.91	7.6	59	46	36	29	10.9%	42	1.66	170.70	谨慎推荐
600085	同仁堂	22.86	0.50	0.60	0.69	0.75	4.0	46	38	33	30	5.8%	21	2.59	119.06	谨慎推荐
600436	片仔癀	40.06	1.01	0.91	1.02	1.16	7.2	40	44	39	35	8.9%	31	9.07	56.08	谨慎推荐
600332	广州药业	11.78	0.23	0.23	0.30	0.36	2.9	52	51	39	33	3.6%	24	3.02	95.52	中性
600993	马应龙	41.74	0.49	1.12	1.23	1.37	7.5	86	37	34	30	11.8%	60	0.90	69.20	无评级

600329	中新药业	23.94	0.49	0.78	0.89	1.04	6.0	49	31	27	23	10.9%	22	1.09	88.50	无评级
000989	九芝堂	13.98	0.67	0.51	0.60	0.70	3.4	21	27	23	20	6.3%	15	20.74	41.61	无评级
平均值							5.5	50	39	33	29	8.3%	31	1.59	91.52	
现代中药																
600535	天士力	25.14	0.52	0.69	0.89	1.14	6.3	48	36	28	22	7.4%	26	1.23	122.68	推荐
600252	中恒集团	28.62	0.18	0.46	1.16	1.66	14.4	159	62	25	17	10.3%	82	0.57	74.68	推荐
600557	康缘药业	24.22	0.44	0.55	0.72	0.87	7.5	55	44	34	28	7.2%	37	1.73	77.44	谨慎推荐
000919	金陵药业	12.57	0.16	0.40	0.47	0.54	3.6	77	31	27	23	6.2%	34	0.64	63.35	谨慎推荐
600518	康美药业	10.66	0.17	0.30	0.36	0.43	4.4	61	36	30	25	5.5%	38	1.01	180.62	谨慎推荐
600594	益佰制药	19.02	0.42	0.53	0.62	0.77	6.7	46	36	31	25	7.9%	24	1.58	44.73	无评级
600351	亚宝药业	18.92	0.27	0.45	0.62	0.75	7.0	70	42	31	25	8.4%	34	1.04	59.88	无评级
600479	千金药业	27.10	0.60	0.64	0.81	1.02	6.7	45	42	33	27	6.9%	35	2.17	59.00	无评级
600750	江中药业	25.14	0.44	0.55	0.68	0.79	8.0	57	46	37	32	10.6%	30	2.14	74.38	无评级
002107	沃华医药	24.96	0.33	0.40	0.55	0.69	6.1	76	63	45	36	5.9%	56	2.25	40.93	无评级
平均值							7.1	69	44	32	26	7.6%	40	1.44	79.77	
生物制药																
600161	天坛生物	26.05	0.27	0.41	0.50	0.60	17.5	95	65	52	43	10.3%	45	2.17	127.19	谨慎推荐
002038	双鹭药业	53.30	0.87	1.10	1.47	1.88	14.7	62	48	36	28	14.2%	53	1.64	134.05	推荐
002022	科华生物	21.98	0.40	0.52	0.66	0.81	12.6	54	42	33	27	15.1%	41	1.63	90.17	谨慎推荐
002030	达安基因	15.89	0.16	0.22	0.30	0.37	10.7	98	72	53	43	6.2%	45	2.29	38.26	中性
002007	华兰生物	60.60	0.52	1.65	1.90	1.94	17.5	117	37	32	31	6.8%	81	0.67	218.24	中性
002252	上海莱士	38.92	0.65	0.79	0.94	1.04	8.8	59	49	41	38	7.6%	42	2.96	62.27	无评级
600867	通化东宝	13.51	0.10	0.22	0.38	0.50	4.2	138	61	36	27	1.9%	43	0.85	64.73	无评级
平均值							12.3	89	54	40	34	8.9%	50	1.74	0.00	
化学制剂																
600276	恒瑞医药	49.92	0.68	1.21	1.39	1.74	12.8	47	41	36	29	16.1%	57	1.12	309.88	推荐
600829	三精制药	20.04	0.70	0.80	0.92	1.05	5.5	23	24	21	19	10.3%	18	1.67	77.47	谨慎推荐
000963	华东医药	20.55	0.39	0.72	0.88	1.02	9.4	53	29	23	20	14.0%	24	0.75	89.20	无评级
000566	海南海药	17.70	0.20	0.45	0.61	0.65	9.1	88	39	29	27	10.9%	46	0.83	37.41	无评级
000522	白云山	13.17	0.16	0.18	0.27	0.65	7.1	81	73	48	20	6.5%	25	1.24	61.77	无评级
600062	双鹤药业	24.29	0.67	0.85	1.06	1.28	4.1	36	28	23	19	7.4%	22	1.17	138.86	无评级
002004	华邦制药	48.80	0.67	0.92	0.98	1.15	7.8	73	53	50	42	7.8%	41	2.70	64.42	无评级
002262	恩华药业	22.16	0.23	0.34	0.46	0.61	10.8	98	65	48	36	8.4%	50	1.66	39.89	无评级
平均值							8.3	62	44	35	27	10.2%	35	1.39	102.36	
化学原料药																
600267	海正药业	26.77	0.40	0.57	0.72	0.91	5.6	66	47	37	29	6.8%	30	1.51	129.51	推荐
600521	华海药业	27.86	0.50	0.55	0.69	0.86	7.4	56	51	40	32	6.5%	34	2.57	83.36	谨慎推荐
000597	东北制药	26.64	1.07	1.61	1.69	1.77	4.5	25	17	16	15	17.1%	14	0.91	88.93	谨慎推荐
600488	天药股份	9.99	0.09	0.13	0.17	0.45	3.6	108	77	60	22	1.9%	38	1.11	54.23	无评级
600812	华北制药	11.80	0.26	0.22	0.36	0.54	19.4	45	53	33	22	5.3%	15	1.90	121.37	无评级
600216	浙江医药	36.40	2.16	2.47	2.91	3.40	7.4	17	15	13	11	17.5%	12	0.90	163.82	无评级
002001	新和成	52.95	4.02	3.07	3.62	3.76	7.5	13	17	15	14	16.9%	10	(7.84)	181.12	无评级
平均值							7.9	47	39	31	21	10.3%	22	1.48	117.48	
医药商业																
600511	国药股份	28.50	0.40	0.47	0.65	0.81	13.7	70	61	44	35	13.5%	47	2.33	136.46	推荐
000028	一致药业	28.08	0.54	0.69	0.88	1.15	10.3	52	41	32	24	13.4%	29	1.41	80.91	谨慎推荐
600849	上海医药	15.13	0.14	0.30	0.36	0.43	4.8	105	50	42	35	4.1%	22	1.36	86.12	谨慎推荐
000963	华东医药	20.55	0.39	0.59	0.75	0.91	9.4	53	35	27	23	14.0%	24	1.07	89.20	无评级
600713	南京医药	9.91	0.10	0.20	0.29	0.39	5.7	98	48	34	25	6.1%	20	0.85	29.82	无评级
平均值							8.8	76	47	37	30	10.2%	29	1.40	84.50	
医疗器械																
600587	新华医疗	18.58	0.22	0.29	0.36	0.41	3.9	84	64	52	45	3.0%	42	2.83	24.97	中性
600055	万东医疗	11.34	0.13	0.20	0.26	na	4.9	87	57	43	na	2.8%	42	na	24.55	无评级
002223	鱼跃医疗	35.62	0.40	0.63	0.86	1.11	12.3	89	56	41	32	10.9%	65	1.40	55.03	无评级
平均值							7.0	86	59	45	39	5.6%	49	2.11	34.85	
药品包材																
600529	山东药玻	16.13	0.55	0.62	0.71	0.84	2.7	29	26	23	19	4.9%	17	1.04	41.52	谨慎推荐
综合类																

600664	哈药股份	19.40	0.69	0.80	0.94	1.08	4.2	28	24	21	18	8.4%	16	1.53	240.95	谨慎推荐
000999	三九医药	21.71	0.51	0.66	0.84	1.03	6.1	42	33	26	21	9.8%	27	1.24	212.52	无评级
000513	丽珠集团	43.38	0.18	1.27	1.59	1.96	6.4	246	34	27	22	12.7%	35	0.28	128.28	无评级
600380	健康元	12.67	-0.02	0.48	0.52	0.62	4.7	NA	26	24	20	7.3%	44	(0.07)	139.10	无评级
600196	复星医药	21.14	0.56	1.35	0.80	0.92	4.3	38	16	26	23	8.2%	25	0.87	261.67	无评级
平均值							5.1	89	27	25	21	9.3%	30	0.98	196.50	
全部平均值							7.8	68	43	34	27	8.8%	35	1.47	105.19	

数据来源: Wind、国信证券研究所。

注: 08EPS 按现有股本摊薄; 绿色阴影部分为国信暂未覆盖公司, 盈利预测取 wind 预测中值; 计算平均值时剔除负值和偏离极大值。阿胶按权证行权后股本摊薄。

表 3: 2009 年医药上市公司业绩预盈/预亏公司一览表(截至 2010.01.15)

证券代码	证券简称	总股本 百万	2008EPS	预计 2009EPS	业绩预告摘要	业绩变动简要说明
业绩预增: 1) 主业增长						
000756.SZ	新华制药	457	0.07	0.20	增长 150%以上	高毛利率产品销售规模扩大; 采购成本同比较大幅度下降; 节能降耗带来产品成本下降
002099.SZ	海翔药业	161	0.16	0.18	增加幅度小于 30%	产品结构有所改善, 综合毛利率有一定提升
002294.SZ	信立泰	114	1.03	1.65	增长 50%-60%	收入增长
000522.SZ	白云山 A	469	0.16	0.18	增长 5%-45%	获高新认证, 享受 15%所得税税率, 增加净利润约 3000 万元
002262.SZ	恩华药业	180	0.23	0.34	增长 20%-50%	收入增长
002007.SZ	华兰生物	360	0.52	1.65	增长 200%-230%	09 年共接到 4000 万剂甲流疫苗订单带来收入、利润大幅增长
002022.SZ	科华生物	410	0.40	0.50	增幅小于 30%	收入增长
002030.SZ	达安基因	241	0.16	0.22	增幅小于 50%	收入增长
002038.SZ	双鹭药业	251	0.87	1.05	增幅小于 30%	主要产品中四个基因工程产品继续保持平稳增长, 欧宁、雷宁、欣瑞金、欣尔金、欣复诺增长良好, 新产品立强、欣复同、立生平胶囊处于市场推广期, 目前对公司影响不大
002252.SZ	上海莱士	160	0.65	0.75	增长 10%-40%	投产量逐步恢复; 利息收入增加
002223.SZ	鱼跃医疗	155	0.40	0.72	增长 50%-70%	经营业绩持续增长; 高毛利产品比重增加; 采购成本下降幅度较大; 新产品 X 光机、体温计等毛利率较高、收入增长较快
000591.SZ	桐君阁	196	0.11		不会有大幅变动	业绩不会有大幅变动
000963.SZ	华东医药	434	0.39	0.60	增长 40%-70%	医药商业收入和中美华东主要产品收入较去年同期有较大增长; 管理费用和财务费用同比有较大幅度减少; 全资子公司杭州杨歧房地产已取得预售房款 30820 万元, 但业绩预告不包括杨歧房地产收益
600849.SH	上海医药	569	0.14	0.61	增长 100%以上	收入增长较大
000766.SZ	通化金马	449	0.04	0.06	增长约 69%	收回三利化工欠款冲减坏账准备 194 万元, 增加净利润 194 万元
002107.SZ	沃华医药	164	0.33	0.36	增长 0%-15%	产品覆盖医院数量和营销队伍人数有较大增加, 新增医院的实际销量低于预期水平

002118.SZ	紫鑫药业	122	0.44	0.49	增长 10%左右	收入增长; 原料及人工成本增加使净利润增长有所放缓
000999.SZ	三九医药	979	0.51	0.66	增长 50%-60%	收入增长; 高毛利产品占比提高
000153.SZ	丰原药业	260	0.05	0.11	增长约 50%-70%	收入增长; 成本下降
002166.SZ	莱茵生物	65	0.06	0.23	增长 50%以上	全球经济形势好转, 植物提取行业增长提速, 特别是甲流疫情增加了莽草酸产品订单, 为业绩带来一定的积极影响
002219.SZ	独一味	187	0.24	0.25	增长 0%-10%	业绩较去年同期基本持平
002275.SZ	桂林三金	454	0.60	0.75	增减幅度小于 30%	收入增长
002287.SZ	奇正藏药	406	0.33	0.37	增长 0%-30%	收入增长
600129.SH	太极集团	328	0.07	0.12	增长 50%以上	优化产品结构, 扩大销售规模, 销售收入增加; 09 年贷款利率降低, 财务费用下降
600351.SH	亚宝药业	316	0.27	0.47	增长 50%以上	收入增长
600422.SH	昆明制药	314	0.10	0.18	增长 50%-100%	营销模式改革; 加大产品推广力度, 大产品战略初见成效, 特色产品市场销售获得较大增长; 全面推进 ERP 管理, 成本费用得到有效控制
002019.SZ	鑫富药业	220	0.19	0.23	增减幅度-20%-10%	主导产品 D-泛酸钙销售价格始终处于历史相对低位, 但销量有所增长; 重庆子公司泛解酸内酯项目规模化后进一步降低主要生产成本
600511.SH	国药股份	479	0.40	0.47	增长 17%	收入增长

业绩预增: 2) 主业增长+投资收益/资产重组

000788.SZ	西南合成	260	0.06	0.19	增长 213-282%	VE 项目投产使产品综合毛利率提高; 定向增发收购的重庆大新药业纳入合并报表, 提升公司净利润。
002004.SZ	华邦制药	132	0.67	0.94	增长 15-35%	控股子公司华邦酒店处置芙蓉江资产收益, 北京颖泰嘉和的投资收益, 08 年无此收益
600842.SH	中西药业	216	0.05	0.41	增长 660%以上	出售部分持有的其他上市公司股权; 制剂业务有一定增长
002100.SZ	天康生物	164	0.40	0.63	增长 50%-70%	09 年报表合并范围增加了河南宏展实业和郑州开创饲料; 新增植物蛋白业务; 执行新的所得税优惠政策
600196.SH	复星医药	1238	0.56	2.00	增长 250%以上	国药控股香港上市, 公司通过国药产业持有国药控股对应享有的权益增加, 并计入公司当期损益
600079.SH	人福科技	472	0.17	0.43	增长 120%-150%	近年来逐渐聚焦医药产业, 收入大幅增长; 出售武汉杰士邦 5%股权、中国联合生物技术公司 66%股权获得投资收益近 1 亿元
600607.SH	上实医药	368	0.54	1.34	增长 100%以上	收入增长; 出售全资附属企业上海实业联合集团商务网络发展有限公司 100% 股权带来较大投资收益
600993.SH	马应龙	166	0.49	1.03	增长 120%以上	收入增长, 证券投资收益大幅度增加
000919.SH	金陵药业	504	0.16	0.42	增长 150%-200%	投资收益与公允价值变动收益 3300 万元, 而去年同期则为-12795 万元; 营业收入有所增长, 营业利润无较大变化

业绩扭亏:

002020.SZ	京新药业	102	-0.17	0.05	利润 400-700 万元	原料药市场逐步回升；三项费用下降
600421.SH	*ST 国药	196	-1.42		扭亏为盈	收回湖北春天医药、武汉国药医药的债务冲减坏账准备，增加损益 8900 万元
600796.SH	钱江生化	274	-0.28	0.10	净利润 2500-2800 万元	净利润 2500-2800 万元
业绩下降/亏损:						
000952.SZ	广济药业	252	0.35	0.15	下降 50%-60%	主要产品核黄素销售均价大幅下降、销量下降。
002001.SZ	新和成	342	4.02	3.15	下降 20%-50%	受金融危机影响，主导产品 VE、VA 市场需求和市场价格有所下降
600297.SH	美罗药业	350	0.11	0.09	下降 50%以上	公司下属大药厂、中药厂 9 月下旬开始全面停产搬迁，影响生产经营业绩
600771.SH	ST 东盛	244	1.36		亏损	主导产品尚处于市场开拓和培育阶段，未能取代“白加黑”，成为利润的支撑点；财务费用负担沉重
000403.SZ	S*ST 生化	212	0.95	0.11	下降 88%-90%	08 年获债务免除增加非经常性损益 33376 万元使 08 年基数高；控股子公司四川长征药业上半年亏损、山西振兴集团电业停产；若恢复上市申请未能获批，股票将退市
600385.SH	ST 金泰	148	-0.18		亏损	累计净利润可能仍为亏损。
000603.SZ	*ST 威达	140	-0.02	-0.03	亏损 320-400 万元	主营业务变化不大；08 年 6 月终止大北山租赁业务后，09 年末有大北山租赁收益
002198.SZ	嘉应制药	82	0.17	0.15	下降 0%-15%	增加市场终端促销人员和广告投入，致销售费用增长
600671.SH	天目药业	122	0.03	-0.48	亏损 5800 万元左右	市场销售费用投入较大，销售额却未能有效增长；剥离部分效益不高或亏损的非主营业务
600490.SH	中科合臣	132	-0.39		较大幅度的亏损	为迎接世博会，下半年加强环保治理整治工作，更新生产设备和改进新化学工艺，导致部分产品未按期完成生产

数据来源：Wind 资讯、国信证券经济研究所。（08 年 EPS 按现有股本摊薄）

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	黄金香	010-82252922
		廖 喆	021-60933162	高 健	0755-82130678
				郑 武	0755- 82130422
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	吴美玉	010-82252911
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922		
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陆 震	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
张栋梁	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
		陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
皮家银	021-60933160	廖绪发	021-60875168	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良		程 峰	021-60933167
		童成敦			
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-60933149
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-60875163
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	秦国文	0755-82133528	戴 军	021-60933166
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-60875169		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-60875172		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-60875171		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197		黄胜蓝	021-60875173		焦骥	010-82254202	
	13824397011			13761873797			13601094018	
	Linli2@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		刘塑	021-60875177		李锐	010-82254212	
	18925287888			13817906789			13691229417	
	wanghaow@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178		徐文琪	010-82254210	
				13817758288			13811271758	
				yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			许娅	021-60875176				
				13482495069				
			江智俊	021-60875175				
				15221772073				
			孔华强	021-60875170				
				13681669123				