

医药行业 2010 年 2 月份月报

2009 年高业绩增长难掩估值过高

健康护理/医药

同步大势

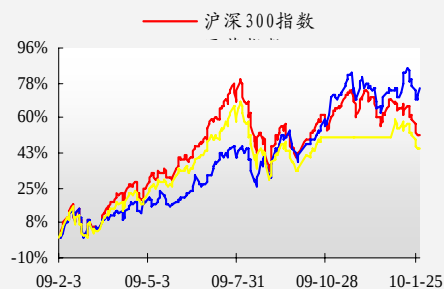
维持评级

2010 年 2 月 3 日

投资要点:

- 2009 年 1 月份医药板块整体上涨超过 2%，跑赢大盘超过 10 个百分点，继续展现出在大盘弱市情况下避风港的角色，但是板块目前绝对估值和相对估值都已经处于历史的高位，缺乏安全边际。
- 1 月份行业的焦点主要集中的基本药物的各地落实以及医院改革的试点方面，如我们所预计的，基本药物由于地方政府财政能力不足，进度缓慢，而医院改革只是在 16 个城市的三甲医院进行试点，医疗体制改革是一个长期而曲折的过程，不可能一蹴而就。
- 1 月份 60%以上的医药类上市公司都公布了 2009 年的业绩预测或业绩快报，整体看，医药类上市公司在 2009 年取得了辉煌的业绩，业绩增长在 50%以上的公司接近 40 家，但是分析上市公司盈利增长的原因，主营业务带来的增长不超过 30%。
- 2 月份我们认为应该采取保守性的策略，介入一些市场对未来增长预期较低，同时估值也较低的公司，如华东医药，三精制药，三九医药等，商业公司由于还会继续享受利率下降带来的财务费用减少，以及行业整合的预期，可以继续看好。
- 创业板医药公司 2009 年的市盈率已经下降到 50-70 倍之间，和主板公司的市盈率差距不大，其中有一些企业还是具有领先于行业的成长性，因此如果这些企业随着创业板整体继续下跌，其投资价值将会逐步显现。

走势图



分析师: 宋晗

TEL: (8621)6336 7000 - 254

FAX: (8621)6337 3209

Email: songh@nescn

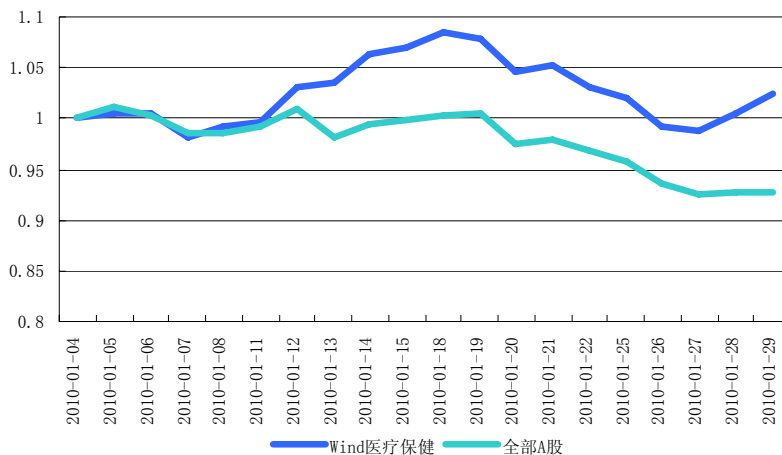
地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

1、一月份市场走势分析

2009 年 1 月份，受到货币政策紧缩的影响，A 股市场出现了较大幅度的回调，A 股整体下降了 8%。在这轮下跌过程中，医药板块整体上涨超过 2%，跑赢大盘超过 10 个百分点，继续展现出在大盘弱市情况下避风港的角色。1 月份是年报业绩预告集中披露的时期，医药板块有近一半的个股披露了 2009 年的业绩预告，其中 80% 都是预计业绩同比增长在 30% 以上，其中 70% 的业绩增长在 50% 以上。2009 年良好的业绩增长趋势给市场以更强的信心，抵消了医药板块目前高企的估值水平。

图一、医药板块 1 月份跑赢大盘



数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

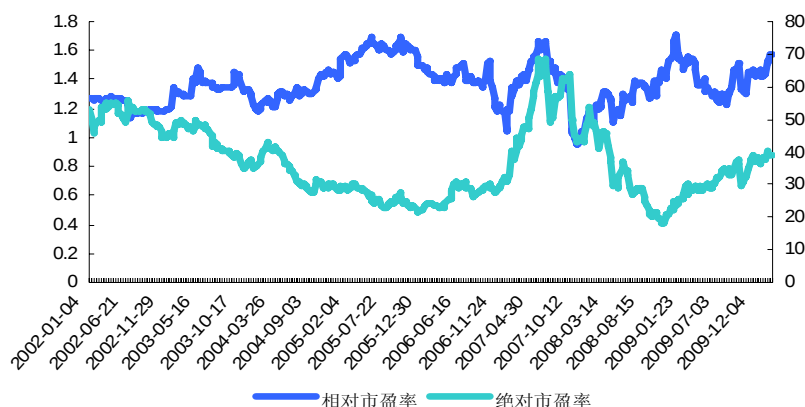
医药板块 2009 年预计实现净利润超过 200 亿元，相对于目前 7600 亿元的总市值，整体的市盈率在 38 倍左右，但是如果剔出非经常性损益以及低估值的原料药股，目前行业 2009 年整体的市盈率已经接近 50 倍，是市场整体市盈率的 2 倍，即使医药板块 2010 年整体业绩有 30% 的增长，而市场整体业绩增长 10%，2010 年的绝对市盈率超过 35 倍，相对市盈率也接近 1.7 倍，在历史上都处于较高的水平，因此医药板块已经透支了 2010 年全年的业绩增长。

2 月份如果宏观经济政策没有太明显的变化，市场继续维持目前的格局，则医药板块在良好的业绩预期支持下将可能继续保持强势特征。从 1 月份上涨幅度较大的个股来分析，主要是业绩超过预期的个股，如长春高新和江中药业，以及估值相对较低的个股，如康缘药业、益佰制药和华东医药等。由于业绩预告已经基本完成，后续上市公司 2009

年业绩超过预计的可能性不大，因此相对低估值的个股在 2 月份可能会获得较多的关注和补涨的机会。

但是从 2010 年上半年乃至全年来分析，医药板块的空间有限。

图二、医药板块历史估值水平图



数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

表一、1 月份医药板块涨幅前 10 名

证券代码	证券简称	1 月涨跌幅 (%)
000661.SZ	长春高新	26.5344
600535.SH	天士力	24.0625
600055.SH	万东医疗	20.4701
600557.SH	康缘药业	20.0477
600750.SH	江中药业	19.931
000788.SZ	西南合成	18.9172
000790.SZ	华神集团	18.8659
002198.SZ	嘉应制药	18.0991
600594.SH	益佰制药	17.1045
000963.SZ	华东医药	16.3043

数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

2、行业基本面分析

我们在以前的报告中提到，随着 2009 年医疗体制改革推出了多项措施以后，2010 年医疗体制改革进入了试点和观察效果的时期。2010 年的第一个月市场主要集中的基本药

物的配送商的选择以及医院改革的试点方面。在基本药物的配送环节上，原来国家计划推出统一的方案，但是从目前的趋势来看，由于基本药物是以各省为单位展开，各省还增加了补充的基本药物，因此配送也基本上也由各省来制定配送商的选择方法。从目前各省的方案来看，各省的方式各不相同，归纳起来可以划分为四类：第一类是设定省、地两级配送商，规定每一级的数量，公开招标，确定配送商数量。省级配送商进行全省配送，地级配送商进行当地配送，医疗机构在中标企业中进行选择。全省的配送商中标数量通常在 20-30 家左右，如湖北、江西、云南等省。第二类是不划分省、地级，全省对配送商统一招标，按照区域报名，每个区域确定规定数量的中标配送商，医疗机构从中进行选择，每个地区确定多少家各省不等，通常为 3-5 家，医疗机构从中选择 1-3 家，全省中标数量通常在 40-60 家不等，如江苏省。第三类对配送商的选择门槛较低，只要符合要求就可入围，由医疗机构或当地卫生机构在其中选择，如广西、浙江。广西入围 120 家；浙江则有 213 家。第四类是全省或市选择固定数量的配送商，如河南省的讨论稿中为 12 家。

在各地确定了配送商以后，基本药物制度将会进入正式实施阶段，计划在 2 月底之前完成 30% 的覆盖，到 2010 年底实现 60% 的覆盖。但是目前对于实施基本药物以后对基层医院零差价销售药物带来的损失的补偿方案还没有完全确定，按照目前的形势看需要地方政府作为主力来承担这一部分的费用，这可能要等 2010 年各地的财政预算计划制定以后才能够确定，从目前的信息来看，地方政府，尤其是中西部地区的地方政府在补贴基层医疗机构的难度较大，可能需要中央政府的支援。在这种情况下，完成 2 月底 30% 覆盖，2010 年底 60% 覆盖的难度较大。

1 月份，卫生部有关领导透露，医疗体制改革的另一个重点领域，公立医院的改革将在 16 个城市开展试点工作，主要进行公立医院的产权结构，管理职能，单病种付费，提高医生服务在医疗服务中的占比等方面进行试验和探讨，希望能够通过对医院资源的优化来实现提高效率，降低医疗费用的目的。另一方面大力开展三甲医院和 2000 多家县医院的联合工作，通过三甲医院的扶持来提高县级医院的技术水平，尽快把县医院提高到二甲医院的水平，解决我国基层医疗机构技术能力弱的不足，缓解我国人民群众对高层次医疗的普遍需求与我国医疗资源过多的集中在大城市、大医院之间的矛盾。

医疗体制改革按照既定的方案在稳步的推进，因此我们延续以往的观点，医疗体制改革目前还处于试点阶段，对医药行业的影响并不都是正面的，医药行业也要承担一部分的医疗体制改革的成本，因此在看到医疗体制改革给医药行业带来的容量扩大的同时，

我们也应该看到医疗体制改革带来的药品价格的下降和单人次药品消费的减少。

3、上市公司业绩预告分析

在医药行业整体增长有限，估值又过高的情况下，各个上市公司的增长情况就成为我们选择投资品种的重要因素，截至 1 月底，共有 74 家上市公司公布了 2009 年的业绩预告或业绩快报，占医药类上市公司总数的 60% 以上，其中 90% 以上的公司业绩实现正增长。从中我们或许可以看出医药类上市公司在 2009 年增长的主要因素从而预计 2010 年医药类上市公司的走向。

1) 业绩快报全部正增长

截至 1 月底，共有 11 家公司公布了业绩快报，11 家公司在 2009 年都实现了盈利，而且无论是销售收入和净利润都实现了二位数的增长。

表二、医药类上市公司业绩快报一览

证券代码	证券简称	销售收入（万元）			属于母公司的净利润（万元）		
		2009 年	2008 年	增长率	2009 年	2008 年	增长率
000788.SZ	西南合成	91775	55252	66.10%	6457	1438	349.03%
300026.SZ	红日药业	22508	18700	20.36%	8088	6438	25.63%
002317.SZ	众生药业	55040	48430	13.65%	10035	7438	34.92%
600161.SH	天坛生物	110025	96775	13.69%	21166	15455	36.95%
600511.SH	国药股份	519460	438547	18.45%	22634	19383	16.77%
600253.SH	*ST 天方	226570	183292	23.61%	1690	-8396	
600750.SH	江中药业	189002	145764	29.66%	19500	15018	29.84%
300016.SZ	北陆药业	21681	17722	22.34%	3486	2605	33.82%
600380.SH	健康元	369500	293849	25.74%	48400	-2695	
000513.SZ	丽珠集团	259585	205864	26.10%	48160	5207	824.91%
300003.SZ	乐普医疗	56520	38388	47.23%	29131	20137	44.66%

数据来源：上市公司公告、东北证券研究所

从数据中我们可以看出，11 家公司的销售收入增长在 15-25% 之间，基本上和行业的增长数据相符，西南合成销售收入增长幅度较大来源于新的资产的注入，而乐普医疗的接近 50% 的销售收入增长则反映了血管支架这一细分子行业依然处于快速增长期。净利润增长幅度在 20-35% 之间，基本上都快于销售的增长速度，说明上市公司的销售利润率

水平有所提高，这和整个行业的发展趋势相同。

业绩增长较快的是西南合成，业绩的增长主要来自于资产注入以及维生素E的复产，而2010年的增长则主要看维生素E的产能和价格是否能继续保持增长的态势。天坛生物也享受到并表成都蓉生所带来的业绩的增长。丽珠集团业绩大幅增长一方面是主营业务带来的利润增长了70%以上，主要是因为高毛利率品种销售占比增加使得毛利率提高近10个百分点。另一方面2008年和2009年在投资收益上的巨大差异也使得业绩增长超过8倍。健康元则分享了丽珠集团的快速增长。而乐普医疗的增长则主要来自于销售收入的

2) 预增公司原因各不相同

目前有50家医药类上市公司预计2009年利润实现增长，其中预计业绩增长在50%以上的公司超过30家，预计业绩增长超过100%的也超过20家，反映了医药类上市公司在2009年所享受到的政策优惠、流感疫情所带来的突发性业绩增长以及利率下调带来的财务费用的下降。

表三、业绩预增的医药上市公司一览

证券代码	证券简称	业绩预告日期	业绩预告摘要
002219.SZ	独一味	2009-10-28	增长0~10%
002118.SZ	紫鑫药业	2009-10-22	增长10%左右
002107.SZ	沃华医药	2009-10-24	增长0%-15%
002022.SZ	科华生物	2009-10-27	增长幅度小于30%
002038.SZ	双鹭药业	2009-10-23	增加幅度小于30%
002287.SZ	奇正藏药	2009-10-30	增长0~30%
002099.SZ	海翔药业	2009-10-23	增加幅度小于30%
002275.SZ	桂林三金	2009-10-22	增减变动幅度小于30%
002004.SZ	华邦制药	2009-10-23	增长15~35%
002252.SZ	上海莱士	2009-10-28	增长10%~40%
000522.SZ	白云山A	2009-11-16	增长5%~45%
002262.SZ	恩华药业	2009-10-29	增长20%~50%
002332.SZ	仙琚制药	2010-01-28	上升30%-50%
002030.SZ	达安基因	2009-10-28	增长小于50%
600420.SH	现代制药	2010-01-23	增长50%以上
600713.SH	南京医药	2010-01-29	增长50%以上
600276.SH	恒瑞医药	2010-01-27	增长50%以上
600351.SH	亚宝药业	2010-01-05	增长50%以上

600129. SH	太极集团	2009-10-31	增长 50%以上
600867. SH	通化东宝	2010-01-19	增长 50%以上
300015. SZ	爱尔眼科	2010-01-27	增长 40%-60%
600518. SH	康美药业	2010-01-27	增长 60%以上
000766. SZ	通化金马	2010-01-05	约增长 68.80%.
002223. SZ	鱼跃医疗	2009-10-20	增长 50%~70%
000153. SZ	丰原药业	2010-01-30	增长 60%~80%
002294. SZ	信立泰	2010-01-30	增长约 67%-84%
000411. SZ	英特集团	2010-01-28	增长 40%~90%
600422. SH	昆明制药	2010-01-26	增长 50%~100%
000566. SZ	海南海药	2010-01-30	增减变动 50%-100%
600833. SH	第一医药	2010-01-23	增长 50%~100%左右
600849. SH	上海医药	2010-01-14	增长 100%以上
600607. SH	上实医药	2010-01-14	增长 100%以上
600530. SH	交大昂立	2010-01-27	盈利 1,500 万元-2,500 万元
600993. SH	马应龙	2010-01-09	净利润增长 120%以上
000963. SZ	华东医药	2010-01-28	增长 85.6%~131.3%
002020. SZ	京新药业	2009-10-24	预计利润在 400-700 万元
600055. SH	万东医疗	2010-01-27	增长约 140%以上
600252. SH	中恒集团	2010-01-19	增长 150%以上
600079. SH	人福科技	2010-01-14	增长 120%~150%
000650. SZ	仁和药业	2010-01-20	增长 114%~156%
000756. SZ	新华制药	2009-10-29	净利润 9000 万元, 增长 150%以上
600285. SH	羚锐制药	2010-01-28	增长 160%以上
000919. SZ	金陵药业	2010-01-16	上升 150%~200%
600976. SH	武汉健民	2010-01-22	增长 200%左右
002007. SZ	华兰生物	2010-01-15	增长幅度为 200%-230%
600196. SH	复星医药	2010-01-12	增长 250%以上
000661. SZ	长春高新	2010-01-20	增长 248%~278%
600866. SH	星湖科技	2010-01-26	增长 650%以上
600842. SH	中西药业	2010-01-14	增长 660%以上

数据来源：上市公司公告、东北证券研究所

在 2009 年，医药类上市公司取得了可以成为辉煌的业绩增长的背后，我们需要注意一些细节问题，这对于我们分析 2010 年医药类上市公司的业绩增长有所帮助。

第一点是中小板上市公司的医药公司增长速度显著放缓，业绩开始分化，20 家中小板公司已经全部公布了业绩快报或预报，其中 13 家公司的增长速度在 30%以下，2 家公司在 30-50%之间，3 家公司在 50%以上，2 家公司下降，1 家公司扭亏。这样的业绩在医

药类上市公司整体中表现并不突出。一方面是 2004 年上市的一批公司随着销售收入规模的扩大，原有业务已经进入了瓶颈期，增速下滑，需要拓展新的业务来延续之前的增长，另一方面 2007 年以后上市的公司良莠不齐，业绩波动幅度较大。在三家增长超过 50% 的公司中，鱼跃医疗代表了医改背景下医疗器械企业的机会，信立泰则是创新性仿制药生产企业的代表，而华兰生物则通过拓展疫苗行业，在 2009 年提供甲型流感疫苗而实现业绩的大幅增长。未来中小板医药企业的分化会更为明显，一些企业会成长为全业务模式的大型制药集团，一些则继续走在专业化的道路上，而一些企业将会被市场淘汰。

第二点是主营业务外的收益在业绩增长中唱主角，在增长超过 50% 的 30 多家公司中，有一半以上的公司至少部分业绩增长来自于主营业务以外。有的是房地产业务增加收益，如长春高新、中恒集团和华东医药。有些是来自证券投资，如马应龙、金陵药业、恒瑞医药、第一医药、复星医药和中西药业等。有的则是通过资产注入实现增长，如现代制药和仁和药业。有的则来自于其他一次性收益，如上实医药、人福药业和丰原药业等。这些一次性的收益虽然并不能完全抹杀一些公司在主营业务上取得的业绩增长，但是如果剔除这些因素，医药行业的大面积，高幅度的增长就不会这么明显。

第三点是利率的下调对一些上市公司的业绩增长影响明显，最为突出的就是贷款较多的医药商业类公司，四家以医药商业作为主业的商业类上市公司上海医药、南京医药、华东医药和英特集团的业绩增长都在 50% 以上，其中财务费用下降的贡献度很大。增长最快的上海医药，其业绩增长的 70% 以上都是财务费用下降所带来的。2010 年由于签订的贷款利率还维持在低位，因此 2010 年财务费用的下降还会给相关上市公司，尤其是医药商业企业带来一定的收益，但是随着加息周期的到来，这种收益将会逐步淡化。

第四点是在主营业务快速增长的企业中，昆明制药和海南海药是推出股权激励的企业，而新华制药和星湖科技则是产品毛利率大幅提高带来的业绩的增长。管理层股权激励对上市公司业绩释放的影响需要进一步的观察。而 2006 年以来几乎所有的原料药品种的价格都有过明显的上涨行情，这让我们要重新审视原料药行业。在环保日益加强的今天，污染权能否成为一种资源而给相关企业带来超额收益。2010 年原料药的价格波动依然会成为市场关注的重点。

3) 预减和预亏企业亏损额扩大

共有 13 家企业预计 2009 年业绩亏损和下降，其中 6 家企业亏损，4 家企业业绩下滑。

在亏损企业中，大部分企业是由于原有资产不实，进行了大笔的计提而造成当年亏损，其中华北制药由于计提了 6 亿多元的减值而造成大幅亏损，但是公司的主营业务基本上不受影响，当年的亏损对未来公司业绩的释放有一定的帮助。而其他的亏损企业则是主营业务多年没有起色，有些已经连年亏损，依靠自身的力量已经很难再实现公司的正常运转。

在业绩下降的公司中，主要是原料药生产企业。2008 年产品价格的高峰使得 2008 年的业绩基数较高，2009 年的业绩有所下滑。2010 年大宗原料药产品的价格还会有一定的波动，对相关上市公司的业绩产生较大的影响。

表四、业绩预减预亏个股一览

证券代码	证券简称	业绩预告日期	业绩预告摘要
600490. SH	中科合臣	2010-01-12	较大幅度的亏损
600812. SH	华北制药	2010-01-28	亏损
600613. SH	永生投资	2010-01-29	亏损
600771. SH	ST 东盛	2009-10-30	亏损
600671. SH	天目药业	2009-12-10	亏损 5800 万元左右
000809. SZ	中汇医药	2010-1-19	净利润约-600.00 万元左右
000545. SZ	吉林制药	2010-1-29	净利润亏损约 4300 万元左右
000607. SZ	华立药业	2010-01-30	净利润约-65,000,000.00 元
000590. SZ	紫光古汉	2010-01-26	净利润约-5200 万元左右
000952. SZ	广济药业	2009-10-28	下降 50%~60%
002001. SZ	新和成	2009-10-24	下降 20%-50%
600297. SH	美罗药业	2009-10-31	下降 50%以上
002198. SZ	嘉应制药	2009-10-22	下降幅度为 0%~15%

数据来源：上市公司公告、东北证券研究所

4、投资建议

医药板块一直处在高成长预期与高估值之间的矛盾中，2009 年前三季度医药板块整体的主营业务利润增长了 22%。按照目前公布的业绩预告判断，2009 年全年医药板块主营业务利润增长在 27%左右，其中有不少渠道补充库存和流感疫情爆发带来的销售收入的增加。2010 年医药行业存在一定的不确定性，上市公司也面临着原材料成本、人工成本、财务成本、转型成本等多项成本上升的压力，预计 2010 年整体的业绩增长会略低于

2009 年，在 22-25%之间，达不到市场预计的 30%以上的增长。

因此在目前的价格上，大部分的医药股缺乏足够的安全边际，随着年报的逐步披露，市场对医药股的预期也将会有所下调，进而影响到医药股的股价。

2 月份我们认为应该采取保守性的策略，介入一些市场对未来增长预期较低，同时估值也较低的公司，如华东医药，三精制药，三九医药等，商业公司由于还会继续享受利率下降带来的财务费用减少，以及行业整合的预期，可以继续看好。

另外经过 1 月份的大幅调整，创业板医药公司 2009 年的市盈率已经下降到 50-70 倍之间，和主板公司的市盈率差距不大，其中有一些企业还是具有领先于行业的成长性，因此如果这些企业随着创业板整体继续下跌，其投资价值将会逐步显现。

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。