

医药行业 2010 年 3 月份月报

年报进入密集期，当心业绩下调风险

同步大势

维持评级

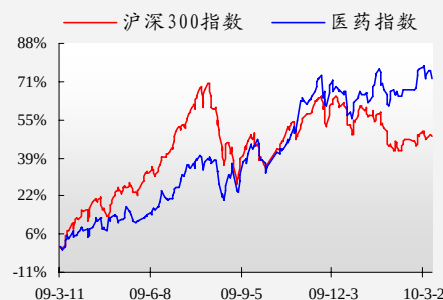
健康护理/医药

发布时间：2010 年 3 月 10 日

投资要点：

- 2 月份医药板块继续领先大盘，主要是春节后，尤其是 2 月 23 日公布公立医院改革试点方案以后医药板块表现较好。
- 《公立医院改革试点意见》规划出公立医院改革的目的和路径，主要从公立医院布局、管办分开、政府补偿、医院管理、医院监管以及多元化办医等几个方面给出了指导意见，以配合目前在多个城市开展的试点工作。
- 截至 3 月 6 日，共有 15 家医药企业公布了 2009 年的年报，15 家企业销售收入增长超过 20%，扣除非经常性损益的利润增长超过 40%，反映出医药行业良好的增长态势，大企业普遍业绩良好，并表现出不错的成长性，中型企业业绩改善最大，但是波动性也较大。
- 2 月底，所有的中小板公司和创业板公司都公布了 2009 年的业绩快报，除了少数几家公司以外，中小板和创业板中的医药企业利润增长都在 20-30% 左右，并没有表现出高于主板公司的成长性，而估值普遍在 60-80 倍左右，明显高于主板 40-45 倍的水平。
- 3 月份虽然两会期间对医疗改革关注度很高，但是未来随着《公立医院改革试点意见》的推出，医疗体制改革的政策已经基本出台，未来 2-3 年主要是各种政策的落实阶段。
- 医药板块 2009 年年报超过预期的可能性较小，投资者还是要小心年报达不到预期对股价的冲击。
- 在投资上可以选者估值较低的公司如华东医药，以及受事件性推动的公司，如目前西南地区干旱造成中药材的减产，价格上涨对相关公司的利好影响，如康美药业等。

走势图



分析师：宋晗

执业证书编号：S0550107120994

TEL: (8621)63367000-254

FAX: (8621)6337 3209

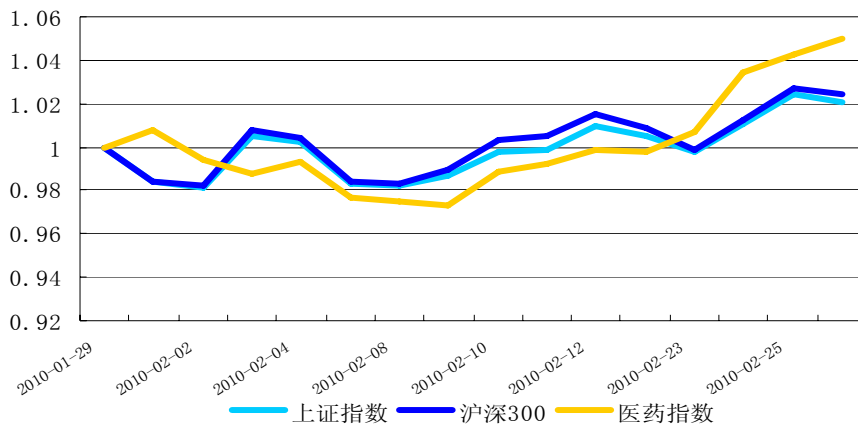
Email: songh@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

2010 年 2 月份，医药指数上涨 5%，高于上证指数 3 个百分点，高于沪深 300 指数 2.5 个百分点，2010 年连续第二个月跑赢市场指数。但是我们看到，在春节前，医药指数一直弱于市场指数，但是在春节前央行再次提高存款准备金率以及 2 月 23 日公布公立医院改革试点意见以后，医药股快速上涨，拉开了和市场指数的距离。

图一、医药板块 2 月份继续领先于市场指数



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

3 月份，市场对医药板块的关注度将主要集中在两会以及 2009 年的年报上。从目前来看，两会期间医疗体制改革将依然保持一定的热度，但是不会出台更多的政策，而是要对近两年来的一系列政策进行落实以及观察政策的效果。而已经公布的年报和业绩预报中，医药板块也是喜忧参半。在基本面上没有太多改善的情况下，目前医药板块偏高的估值水平依然是制约其进一步上涨的主要因素，个股主要还是依靠事件性因素获得一定的上涨动力。因此我们认为 3 月份医药板块继续跑赢大盘的动力会继续衰减，投资者要注意其中的风险因素。

3 月份有 60 家医药类上市公司公布 2009 年的年报，由于大部分已经公布了预告和快报，因此很少能够超出市场预期。因此我们认为投资者可以继续持有相对估值较低的华东医药，另外由于西南地区持续的干旱，对中药材的生长不利，而西南地区又是我国一些中药材的主产区，因此会影响到这些中药材 2010 年的产量和价格，虽然对中成药生产企业会有一定的不利影响，但是对于有较多存货的企业来说，价格的上涨会增加库存商品的价值，相关企业如康美药业等。

1、《公立医院改革试点意见》公布

作为医疗体制最重要的一环，公立医院的改革也拉开了帷幕，2 月 23 日，卫生部公布了《公立医院改革试点意见》，系统的论述了公立医院系统改革的目标和具体的步骤，为公立医院的改革提供了方向性的指引。

公立医院的改革分为六个方面，首先是在医院布局上，要改变目前资源集中在

少数大医院的局面，构建乡镇（社区），县（市）级以及省级中心医院的三级体系，使基础医疗资源下沉，方便人民群众就近就医；第二是改革医院的管理体系，管办分开，提高医院经营自主权；第三是补偿机制，除了强调提出政府的投入以外，也探索其他方式来补偿由于药费收入减少对医院收入的影响，另外研究医疗费用的定价方式，并引入医院和医保机构的谈判模式；第四是加强医院自身的管理，强调人事和财务两方面的管理；第五是对医院的监督，提出了社会力量对医院的监管，并严格限定特需病房在医院的比例不超过 10%；最后对社会办医给与政策性的肯定，在医保定点、科研立项、职称评定、继续教育等方面，与公立医院享有同等待遇，在服务准入、监督管理等方面一视同仁，对提供公共服务的营利性医院，采用政府购买服务的方式解决。

这次医院体制改革，主要是强调了公立医院的公益性和非营利性。政府借助给医院提供补助的情况下，给医院一个“向左走，向右走”的选择，改变目前医院游走于边缘地带的情况。医院作为我国医疗体系中最重要的一环，如果有较大的改变无疑会对整个医药产业产生根本性的影响。医院地点的变化、内部人员的更迭、不同病种费用水平的升降等都会影响到制药企业产品的销售价格。

目前改革还处于试点阶段，给制药企业足够的时间进行调整。我们的基本判断是对于普药生产企业来说，面临着一次行业的洗牌，无法肯定谁将会是最后的胜利者，而对于专科药生产企业，尤其是在某一领域已经占据统治地位的专科药生产企业来说，无论医院体系怎样变化，其药品的销售将会保持稳定。

在公布《公立医院改革试点意见》的同时，卫生部还发布了《中国国家处方集（化学药品和生物制品卷（2010 版）》、《医院处方点评管理规范（试行）》、《电子病历基本规范（试行）》等配套文件，并发布了多个病种的临床路径，在制度上对医院目前的大处方、不合理处方行为进行规范，如果落实，将会对我国的用药结构和用药水平产生一定的冲击。

因此我们延续以前医疗体制改革对制药企业影响的看法，在扩大药品需求人群的同时，不合理用药的取消在一定程度上将会影响到药品的消费。

2、年报大幕正式拉开

随着紫鑫药业第一个公布年报，2009 年年报大幕也逐步拉开，在经历了 2006-2008 年三个跌宕起伏的年度以后，2009 年医药企业又都公布了非常好的业绩预告，而年报的公布可以使我们更为翔实的了解企业的业绩增长来源，为未来对企业业绩的判断带来指引。

截至 3 月 6 日，共有 15 家医药企业公布了 2009 年的年报，15 医药企业 2009 年净利润全部为正，并且全部实现了正增长，其中 13 家企业的净利润超过 5000 万元，8 家企业净利润超过 1 亿元，恒瑞医药和华润三九两家的净利润达到了 7 亿元的规模。

虽然 2009 年有一些非经常性因素的影响，但是无可否认，医药行业已经进入了大行业、大企业时代。

15 家企业销售收入增长超过 20%，扣除非经常性损益的利润增长超过 40%，反映出医药行业良好的增长态势。

表一、医药类上市公司已公布 2009 年年报增长情况

证券简称	销售收入			净利润		
	2008 年	2009 年	增长率	2008 年	2009 年	增长率
丽珠集团	2,058,640,574	2,595,847,052	26.10%	52,073,164	481,578,250	824.81%
恒瑞医药	2,392,561,159	3,028,960,881	26.60%	422,947,064	665,730,890	57.40%
华邦制药	575,720,357	544,520,702	-5.42%	94,325,680	127,684,400	35.37%
华润三九	4,316,186,884	4,852,717,039	12.43%	500,086,807	709,489,010	41.87%
桂林三金	986,157,950	1,110,828,533	12.64%	273,726,599	307,314,926	12.27%
紫鑫药业	223,332,334	256,287,605	14.76%	53,339,721	61,078,754	14.51%
福瑞股份	141,257,490	179,975,339	27.41%	25,816,985	34,418,074	33.32%
星湖科技	982,171,059	1,366,052,248	39.08%	29,000,889	224,520,605	674.19%
亚宝药业	1,254,651,587	1,488,266,431	18.62%	85,455,888	129,294,106	51.30%
沃华医药	192,355,202	172,195,512	-10.48%	51,842,053	52,373,109	1.02%
武汉健民	1,285,790,557	1,533,865,719	19.29%	17,921,812	48,857,827	172.62%
康恩贝	1,094,915,749	1,406,541,578	28.46%	91,973,561	101,216,595	10.05%
现代制药	825,120,361	1,164,233,728	41.10%	59,418,979	89,052,253	49.87%
天药股份	876,889,859	887,062,307	1.16%	50,223,788	65,389,108	30.20%
华神集团	363,187,884	380,877,510	4.87%	5,109,261	7,204,707	41.01%

数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

下面按照主板、中小板和创业板分别讨论医药类上市公司 2009 年年报。

1) 主板公司

目前已经有 10 家主板公司公布 2009 年的年报，其中华润三九、恒瑞医药和丽珠集团三家公司销售收入超过 25 亿元，净利润在 5 亿元以上，构成了第一集团。三家公司工业部分销售收入增长都在 25% 左右，不相伯仲，但是利润方面拉开了差距，丽珠集团主营业务利润增长 60%，华润三九增长 30%，而恒瑞医药的增长只有 15%。究其原因，丽珠集团和华润三九都有中药抗感冒品种，丽珠集团的抗病毒颗粒和华润三九的感冒灵系列在 2009 年的甲型流感中都实现了大幅的增长，抗病毒颗粒增长 100% 以上，感冒灵系列由于基数较大增长 35% 以上，接近 10 亿元。另外两家公司的中药注射液品种也表现良好，增长都在 30% 以上，国家对中药产品的扶持带来了销售量的激增。这些高毛利品种的良好表现提高了公司的整体毛利率，带来了公司利润增长显著高于销售收入的增长。恒瑞医药虽然销售收入增长较快，毛利率却有所下降。从费用上看，三家公司的销售费用都大幅增长，工业部分的增长率都在 40% 以上，超过了销售收入的增长。在管理费用上，丽珠集团和华润三九的增长都在 20%

以上，而恒瑞医药的增长达到了 27%。恒瑞医药多个品种系列在临床和临床前阶段，研发费用支出增加带来管理费用的增加，而另两家在研发上的投入相对较少。财务费用的下降是医药行业 2009 年的主要增利因素之一，三家公司由于没有太多的贷款，所以表现并不明显，但是财务费用减少数也在千万元级别。三家企业 2009 年扣除非经常性损益以后，工业部分的净利润率都在 15% 以上，高出行业平均 5 个百分点以上，利润率水平继续大幅提高的空间不大。

2010 年以后，对于大型制药企业来说，无论从资金还是产品线上都占有优势，将会继续享受医改扩容带来的销售量的增长，但是也面临着扩充产品线带来的研发投入大幅增长，销售费用增加以适应营销环境的变化等不利因素。作为行业的支柱性企业，这些企业有望保持略高于行业平均增长速度的水平增长。

表二、三家大型制药企业 2009 年成本费用情况表 单位：亿元

证券简称	营业总收入	销售毛利率	营业费用率	管理费用率	财务费用率	销售净利率
华润三九	31.5	68.35%	33.02%	10.21%	0.00%	22.24%
丽珠集团	25.96	52.54%	21.04%	9.12%	0.50%	16.15%
恒瑞医药	30.29	82.71%	44.42%	14.39%	-0.28%	20.02%

数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

在其他的 7 家公司中，有 6 家公司的销售收入超过 10 亿元或者接近 10 亿元，这些公司包括了化学制剂生产企业、中成药生产企业以及化学原料药生产企业，代表了医药行业的中坚力量。6 家企业 2009 年扣除非经常性损益的净利润比 2008 年增加了 3.5 亿元，增加了 140%，增长最少的天药股份利润也增长了 30% 以上。而星湖科技由于 2009 年产品价格大幅上涨，净利润增长了 5.5 倍，反映了原料药企业产品价格波动对公司利润的放大作用。

这 6 家公司中，除了亚宝药业保持了连续的增长以外，其他 5 家的近今年利润的波动幅度都较大，说明这一级别的企业抗风险能力还有待提高。

除了亚宝药业和星湖科技以外，其他 4 家企业工业部分的销售净利润率都在 10% 以下，低于上述 3 家大型制药企业。天药股份和现代制药是因为本身是原料药企业，毛利率和利润率都较低。而武汉健民和康恩贝则是销售规模还不够，无法有效分摊公司的各项费用。

2009 年，6 家公司财务费用比 2008 年下降了 5000 多万元，占 2009 年增加利润的 15%，成为这些公司利润增长的主要因素之一。2010 年这些上市公司还会继续享受低利率的宏观环境，但是如果 2010 年开始进入加息周期，将会对这些公司产生较大的影响。

这 6 家公司作为行业的中坚力量，有很强的业绩改善空间，但是也都存在各自的问题，产品线也不够丰富，抗风险能力较弱，这也是目前这一层面的企业的主要问题。未来这些公司的业绩还有可能有所波动，需要注意其中的风险。

华神集团的主要业绩来源目前还是来自于钢结构，生物新药需要一定时间才能够真正成为获利品种。

表三、6家销售收入在10亿左右的公司业绩波动较大

证券代码	证券简称	扣除非经常性损益的净利润（亿元）				增长率		
		2009年	2008年	2007年	2006年	2009/2008	2008/2007	2007/2006
600976.SH	武汉健民	0.3337	-0.0815	0.0703	0.0824	509.00%	-215.93%	-14.68%
600351.SH	亚宝药业	1.2542	0.8152	0.4491	0.232	53.85%	81.52%	93.58%
600572.SH	康恩贝	0.925	0.512	0.738	0.4091	80.66%	-30.62%	80.40%
600866.SH	星湖科技	2.2037	0.3357	-1.4441	0.207	556.45%	123.25%	-797.63%
600420.SH	现代制药	0.7816	0.5034	0.927	0.4913	55.26%	-45.70%	88.68%
600488.SH	天药股份	0.6355	0.4832	0.2526	0.4458	31.52%	91.29%	-43.34%

数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

2) 中小板公司

2月底，除了精华制药以外的22家中小板公司都公布了2009年的业绩快报，其中紫鑫药业、沃华医药、桂林三金和华邦制药公布了2009年的年报。从数据中我们可以看出，除了华兰生物由于甲型流感疫苗带来了大笔收入以及信立泰销售收入增长60%以上，增长幅度显著以外，其他的公司的销售收入多在30%以下，而一些公司只有个位数的增长，甚至出现了负增长，销售收入的增长速度和主板公司来说没有显著的区别。

从净利润上看，除了华兰生物、信立泰和鱼跃医疗增长在60%以上，比较醒目，其他公司的业绩增长多在20-30%之间，2006-2008年上市的一批公司中有多家公司连续几年的业绩增长都在20%以下，并没有表现出成长性，反而是2004年上市的一批企业中一些有独特行业背景的公司连续多年持续快速的增长。因此我们认为由于制药企业的规模普遍较小，因此中小板普遍5亿元左右销售收入的规模在医药行业中已经不能够算小企业，除了少数企业以外，其他的企业的成长性很难领先于行业平均水平，其业绩波动性也要高于主板企业，而目前中小板企业的市盈率基本上都在60倍左右，明显高于主板40-45倍的市盈率水平，风险收益水平要低于主板的公司。

表四、中小板公司2009年业绩和市盈率一览

证券代码	证券简称	销售收入（亿元）			净利润（亿元）			市盈率
		2009年	2008年	增长率	2009年	2008年	增长率	
002001.SZ	新和成	29.04	33.14	-12.37%	10.27	13.75	-25.28%	17.56
002004.SZ	华邦制药	5.45	5.76	-5.34%	1.28	0.94	35.70%	46.93
002007.SZ	华兰生物	12.2	4.75	156.75%	6.08	1.87	224.69%	39.09
002020.SZ	京新药业	5.32	5.10	4.25%	0.04	-0.18	222.56%	303.89
002030.SZ	达安基因	3.2	2.39	33.78%	0.48	0.39	22.74%	74.49

002022.SZ	科华生物	6.21	4.87	27.48%	2.04	1.66	22.84%	51.32
002038.SZ	双鹭药业	3.89	3.58	8.66%	2.61	2.18	19.80%	47.12
002099.SZ	海翔药业	8.94	10.63	-15.90%	0.3	0.26	17.20%	74.15
002118.SZ	紫鑫药业	2.56	2.23	14.63%	0.61	0.53	14.36%	50.63
002107.SZ	沃华医药	1.72	1.92	-10.58%	0.52	0.52	0.30%	74.39
002252.SZ	上海莱士	3.88	3.10	25.22%	1.35	1.05	28.83%	48.81
002198.SZ	嘉应制药	0.62	0.66	-6.55%	0.15	0.14	9.32%	145.47
002262.SZ	恩华药业	11.11	9.52	16.64%	0.55	0.41	35.14%	70.66
002219.SZ	独一味	2.85	2.86	-0.29%	0.47	0.45	5.59%	92.61
002223.SZ	鱼跃医疗	5.38	4.01	34.04%	1.01	0.62	63.35%	57.24
002275.SZ	桂林三金	11.11	9.86	12.66%	3.07	2.74	12.16%	41.23
002287.SZ	奇正藏药	4.69	4.13	13.43%	1.61	1.36	18.56%	58.40
002294.SZ	信立泰	8.5	5.27	61.24%	2.15	1.17	83.85%	60.65
002317.SZ	众生药业	5.5	4.84	13.56%	1	0.74	34.44%	54.59
002332.SZ	仙琚制药	12.77	11.34	12.66%	0.89	0.65	36.84%	60.07
002365.SZ	永安药业	3.1	4.47	-30.72%	0.65	1.03	-36.64%	62.65
002370.SZ	亚太药业	4.3	4.15	3.51%	0.48	0.42	15.36%	0.00

数据来源: Wind 资讯, 东北证券研究所

3) 创业板公司

创业板的 9 家医药类上市公司也在 2 月底前公布了 2009 年的业绩快报, 2009 年都实现了较快的增长, 销售收入平均增长了 28%, 利润增长了 32%。其中爱尔眼科和乐普医疗的增长最为显著, 而其他几家公司没有显著的差别。

创业板公司应该具有独特的产品或者经营模式, 目前来看, 除了乐普医疗和爱尔眼科以外, 其他几家公司除了规模较小以外, 在这方面和主板以及中小板并没有什么不同。

创业板在经历了 1 月份的下跌以后, 在 2 月份经历了较大的上涨, 普遍涨幅都在 20% 以上, 估值水平已经从低点的 50-60 倍上升到目前的 60-80 倍, 普遍高于中小板公司的市盈率, 在成长性上并没有突出性的情况下, 较高的估值就意味着较少的收益和较大的风险。因此, 在目前的股价水平上, 创业板公司除了少数几家公司以外, 其他公司的投资价值不高。

表五、创业板公司 2009 年业绩与市盈率情况一览

证券代码	证券简称	销售收入 (亿元)			净利润 (亿元)			09EPS	09PE
		2009n	2008n	增长率	2009n	2008n	增长率		
300006.SZ	莱美药业	3.3	2.65	24.42%	0.41	0.33	24.67%	0.45	62.69
300015.SZ	爱尔眼科	6.06	4.39	38.00%	0.925	0.61	50.73%	0.69	78.46
300016.SZ	北陆药业	2.17	1.77	22.45%	0.35	0.26	34.34%	0.51	58.82
300003.SZ	乐普医疗	5.65	3.94	43.44%	2.91	2.01	44.51%	0.71	64.90

300030.SZ	阳普医疗	1.41	1.03	36.30%	0.27	0.20	31.95%	0.36	80.33
300049.SZ	福瑞股份	1.8	1.41	27.43%	0.34	0.26	31.70%	0.465	65.66
300039.SZ	上海凯宝	4.59	3.87	18.49%	0.69	0.58	19.68%	0.63	74.76
300009.SZ	安科生物	1.91	1.56	22.05%	0.45	0.35	30.24%	0.54	64.56
300026.SZ	红日药业	2.25	1.87	20.32%	0.81	0.64	25.80%	1.61	59.74

数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

3、投资建议

医疗体制改革的政策出台已经进入阶段性尾声，能给行业带来想象力的消息都展现出来，未来一个阶段就是比较艰苦的实施阶段。目前公布了 2009 年年报，能够超过市场预期的不多，在这种情况下，目前已经较高的估值就成为了医药股价格上涨的强大阻力，需要更新的超过预期的数据给市场带来信心。

因此未来一段时间投资者要小心年报业绩不能达到预期的个股的风险，在投资上可以选者估值较低的公司如华东医药，以及受事件性推动的公司，如目前西南地区干旱造成中药材的减产，价格上涨对相关公司的利好影响，如康美药业等。

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。