

医药行业 2010 年 2 季度投资策略

估值过高，二季度以回避风险为主

健康护理/医药行业

同步大势

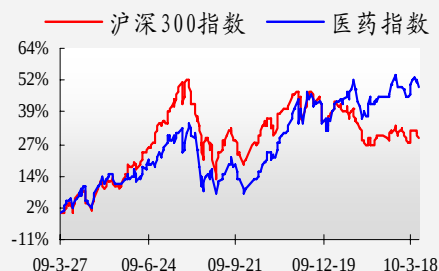
维持评级

发布时间：2010 年 3 月 28 日

投资要点：

- 2010 年第一季度，医药股延续了 2009 年末的良好走势，截至到 2010 年 3 月 25 日，医药指数上涨 2.7%，同期上证指数下跌 8%，而沪深 300 指数下跌 10%，医药指数跑赢大盘。但是分别按照各个月来看，这种趋势正在衰竭，一月份医药指数跑赢上证指数 10 个百分点，二月份也跑赢 2 个百分点，而三月份下降了落后 2 个百分点；
- 医药股 2009 年整体的估值在 35 倍左右，但是如果剔除一些非经常性因素的影响，医药板块 2009 年整体的估值超过 50 倍，相对于目前市场整体 22 倍左右的估值水平，溢价率达到了 1.27 倍。从历史上看，医药股相对于市场的估值溢价率一般在 0.2-0.7 倍之间，目前高企的估值溢价水平无疑增加了医药股的风险；
- 2010 年前两个月医药行业实现销售收入 1430 亿元，同比大幅增长 28.73%，实现利润总额 147.5 亿元，同比增长 45.71%，主要是 2009 年同期的基数较低，弹性较大的化学原料药和生物生化子行业的销售收入增长率达到了 28%和 38%，受到中药材价格上涨因素影响，中成药增长 30%，而相对比较平稳的化学制剂的增长只有 23%；
- 近 6 个月以来市场对高成长性的追捧使得股价已经透支了未来 2-3 年的价值，对于医药股来说，真正的高成长期一般也就在 2-3 年左右，因此我们认为目前一些成长性并不十分显著，但是产品线有一定特点的企业更值得关注；
- 我们认为国内的医药行业的增长还是要来自于消费升级，进口药品的替代以及海外对我国质优价廉的药品的需求将推动行业发展，因此我们在二季度建议投资者关注制剂出口股海正药业以及首仿专科药生产企业华东医药。

走势图



分析师：宋晗

执业证书编号：S0550107120994

TEL: (8621)6336 7000-254

FAX: (8621)6337 3209

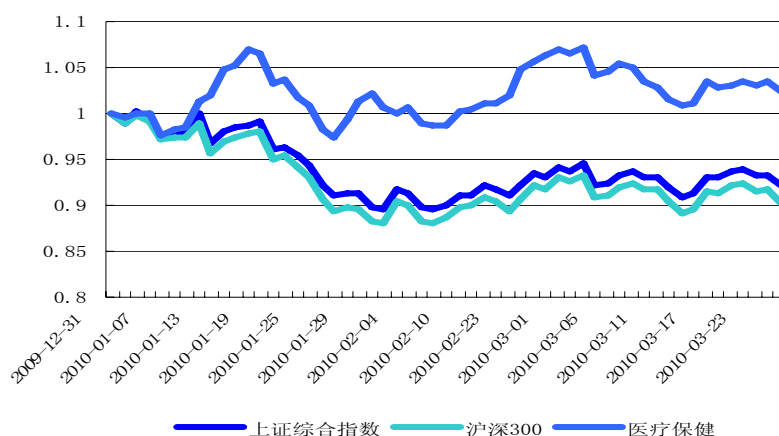
Email: songh@nescn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

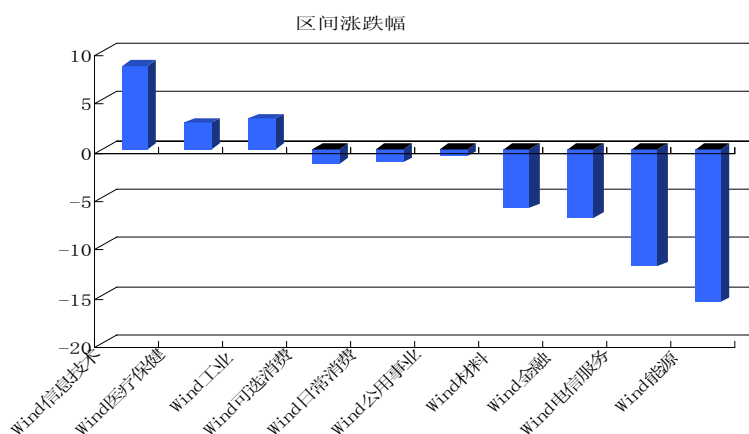
2010 年第一季度，医药股延续了 2009 年末的良好走势，截至到 2010 年 3 月 25 日，医药指数上涨 2.7%，同期上证指数下跌 8%，而沪深 300 指数下跌 10%，医药指数跑赢大盘。但是分别按照各个月来看，这种趋势正在衰竭，一月份医药指数跑赢上证指数 10 个百分点，二月份也跑赢 2 个百分点，而三月份下降了落后 2 个百分点。在各个行业板块中，医药板块的涨幅仅次于信息技术，排在第二位。

图一、医药板块相对大盘涨跌幅



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

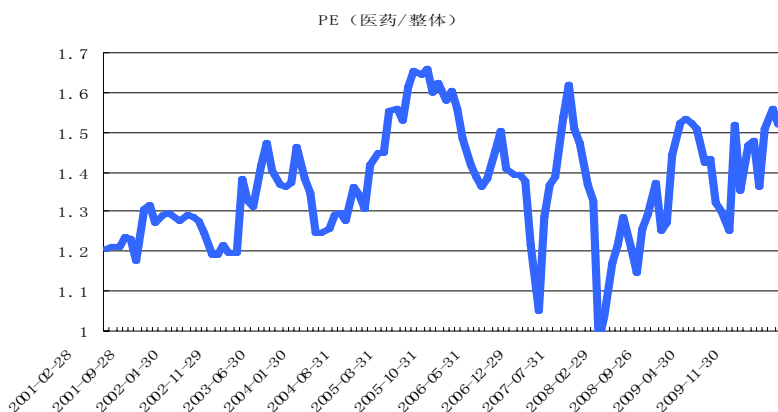
图二、医药板块涨幅在行业板块中排在第二位



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

从估值角度来说，医药股 2009 年整体的估值在 35 倍左右，但是如果剔除一些非经常性因素的影响，医药板块 2009 年整体的估值超过 50 倍，相对于目前市场整体 22 倍左右的估值水平，溢价率达到了 1.27 倍。历史上，医药股相对于市场的估值溢价率一般在 0.2-0.7 倍之间，目前高企的估值溢价水平无疑增加了医药股的风险。

图三、医药板块相对市场的估值溢价水平



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

1、医疗体制改革进入深水区

3 月份是两会期间，由于医疗体制改革涉及到医疗产业链上的各个利益方，因此两会期间就成为各方对自身利益诉求的场所。

代表医院方面的人员认为，医疗体制改革不应该损害医务人员的利益，600 万医务工作者对医改的认同和积极性是保证医疗体制改革成功的关键因素。并呼吁国家加大对医院系统的财政扶持力度，改善医务工作者的收入，减轻目前的社会压力。

流通领域中，虽然主流意见是要加大行业的整合力度，提高行业的集中度，压缩流通领域的费用率。但是也有观点认为目前医药流通领域的状况是历史因素造成的，目前在流通领域集中了很多中小企业，如果强行积压这些企业和个人的生存空间，会影响到医药流通行业的正常运转和几十万人的就业。

医药制造业是两会期间呼声最高的团体，呼吁主要集中在基本药物招标中的地方保护主义以及招标过程中的对价格压缩过度，不利于医药制造企业的发展。

3 月 23 日，美国众议院通过了奥巴马提出的医改法案，自此中国和美国这两个世界上最有影响力的国家都在近期完成了对 95% 以上民众的医保覆盖。在美国医改过程中，医药制造企业承诺为提供 100 亿美元的让利以支持医改的顺利进行。美国目前的医疗消费已经进入成熟期，所以博弈过程中需要其他利益方付出一定的成本。在我国，虽然医药消费的扩大对各个利益方都有益处，但是我国在短期内为更大规模的人员解决基本医疗问题，在资源不足的情况下，还是要有一些利益方要付出一定的代价。

因此我们可以看到，虽然医疗体制改革方案以及相关的配套文件已经出台，但是医改各方的博弈将会是一个长期的过程，在这一过程中，在产业链最上游的医药

制造企业先天就处于不利的位置，短期内要为医改支付一定的成本，而市场容量的扩大对医药制造企业的益处可能要随着时间的推移逐步显现。

目前全国已经有 28 个省市完成了基本药物的 30% 地区覆盖，27 个省市启动了基本药物的招标采购工作，招标价格平均降幅在 25-50%，量的扩大能否弥补价格的下降，对医药制造业的成本控制提出了更高的要求。

卫生部公布 2009 年新农合筹资 944 亿元，人均达到了 113.37 元，基本上已经覆盖了全部的农村人口，新农合的资金使用率为 97.73%，住院费用报销比例已经达到了 55%，新农合推广对医药行业的拉动作用将会逐步素衰减。

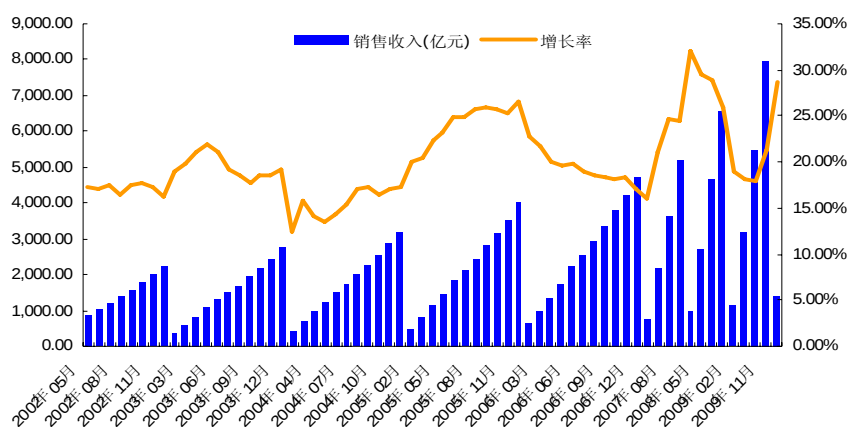
因此，对基本药物的过分期待是不现实的，拉动我国医药行业发展的主要动力还是药品消费升级所带来的增长，制剂出口以及进口替代将依然会成为未来医药行业的主题。

2、受到基数影响，2010 年前两个月行业急速增长

由于 2009 年受到金融危机的影响，行业整体的基数较低，因此 2010 年前两个月医药行业实现了急速增长。2010 年前两个月医药行业实现销售收入 1430 亿元，同比大幅增长 28.73%，实现利润总额 147.5 亿元，同比增长 45.71%。

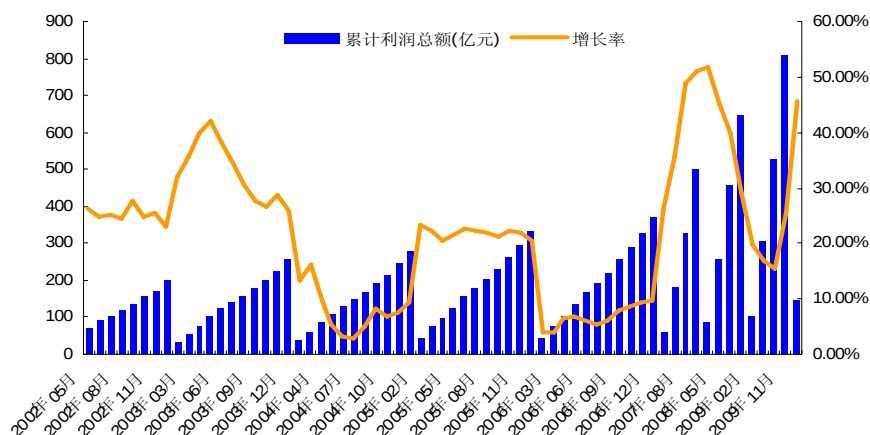
前两个月，医药行业整体的毛利率提高了 0.4 个百分点，销售费用增长 28.73%，和销售收入增长基本持平，管理费用增长 18.46%，财务费用下降 5.76%，成为利润增长的主要来源。行业的销售利润率已经达到了 10.31%，创造了有统计数据以来的新高，行业整体处于最好的时期。

图四、医药行业 2010 年前两个月销售收入快速增长



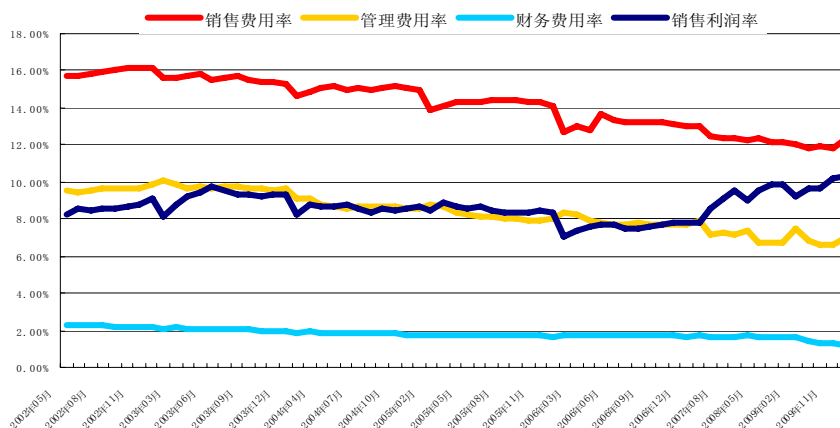
数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

图五、利润总额增长速度更快



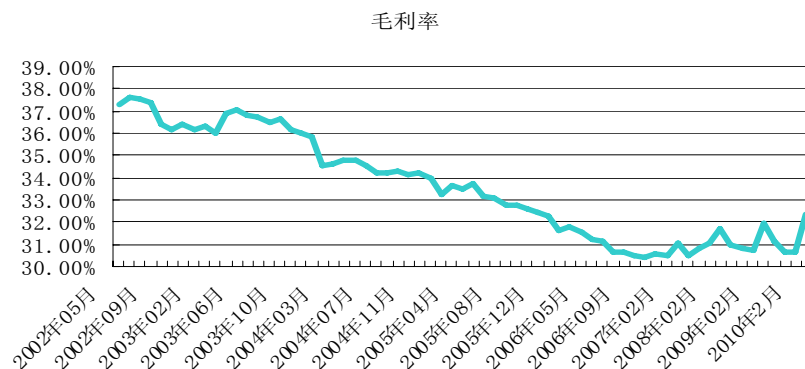
数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

图六、财务费用率下降是利润增长的主要原因



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

图七、毛利率创出五年来的新高



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

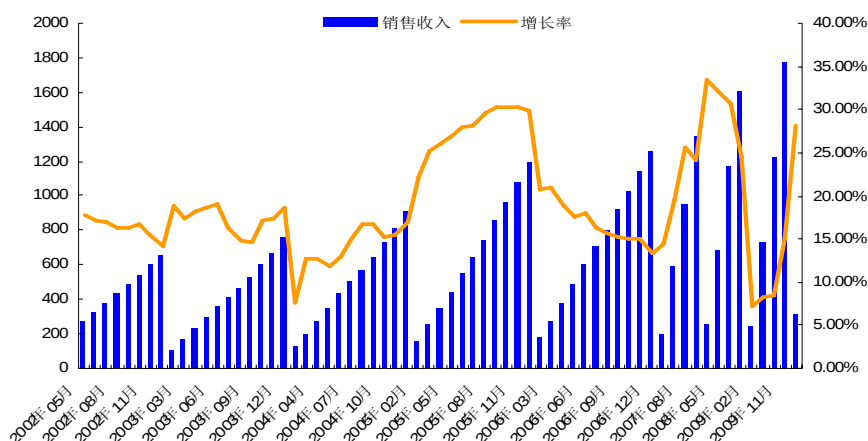
化学原料药高弹性

化学原料药在 2008 年底价格大幅下跌，拖累了 2009 年上半年的业绩，2009 年下半年开始行业的销量和价格都得到了较大的恢复，因此反应在同比数据上，2010 年前两个月呈现了大幅的增长，成为医药行业 2010 年前两个月业绩逆转的主要力量。

2010 年化学原料药实现销售收入 320 亿元，同比增长 28.17%，实现利润总额 26 亿元，同比增长 62.84%，毛利率提高了 0.75 个百分点，销售费用率有所上升，管理费用和财务费用下降幅度较大。化学原料药行业的销售利润率达到 8.09%，但还是低于 2008 年前 8 个月 8.9% 的利润率水平。

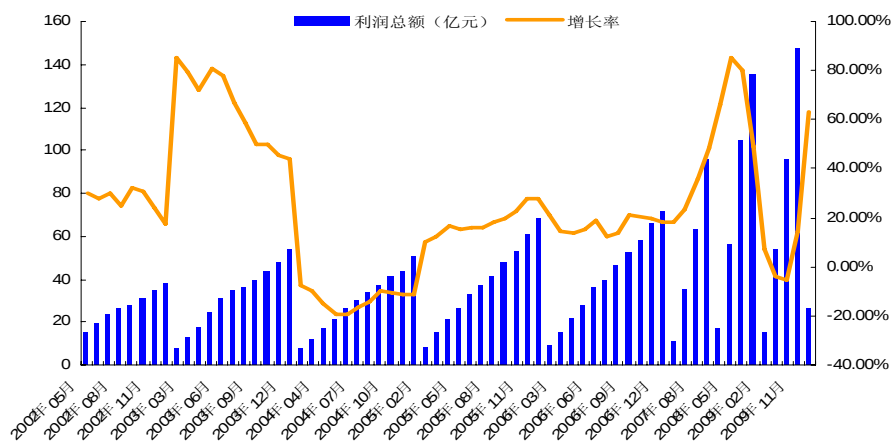
2010 年化学原料药业绩的快速恢复除了价格上涨以外，2008 年以来较低的原材料和能源价格也是行业增长的因素，而随着低价库存逐步消耗，2010 年以后的时间行业依然要面临着成本上涨的压力。

图八、化学原料药行业销售收入快速增长



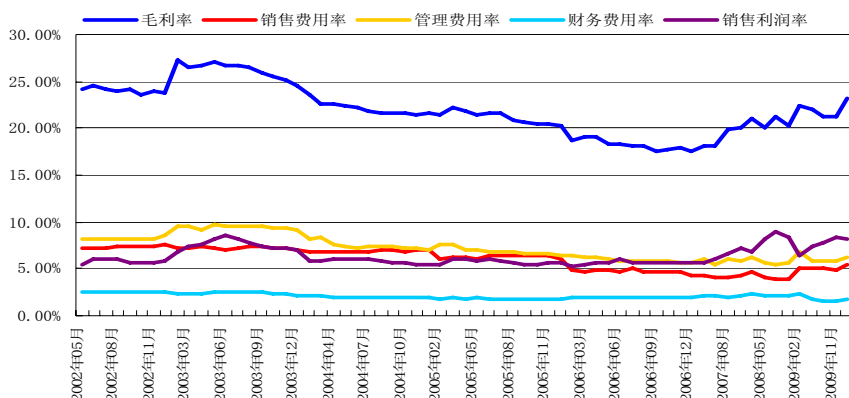
数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

图九、利润总额呈现较大的波动



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

图十，毛利率创出六年新高



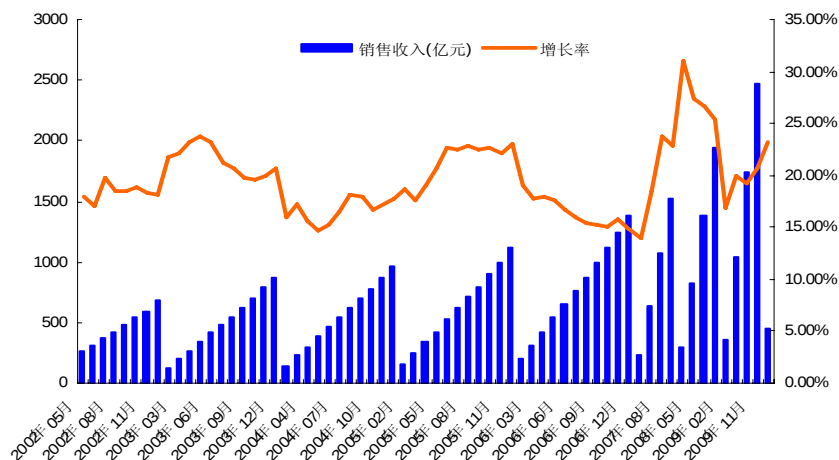
数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

2) 化学制剂增长较为平缓

化学制剂依然是医药行业的主力，2010 年前两个月实现销售收入 457 亿元，同比增长 23.25%，实现利润总额 56.5 亿元，同比增长 39.47%。毛利率和 2009 年同期基本持平，费用方面，财务费用大幅下降了 26.94%，较为醒目。销售利润率达到了 12.36%，是历史上的最高水平。

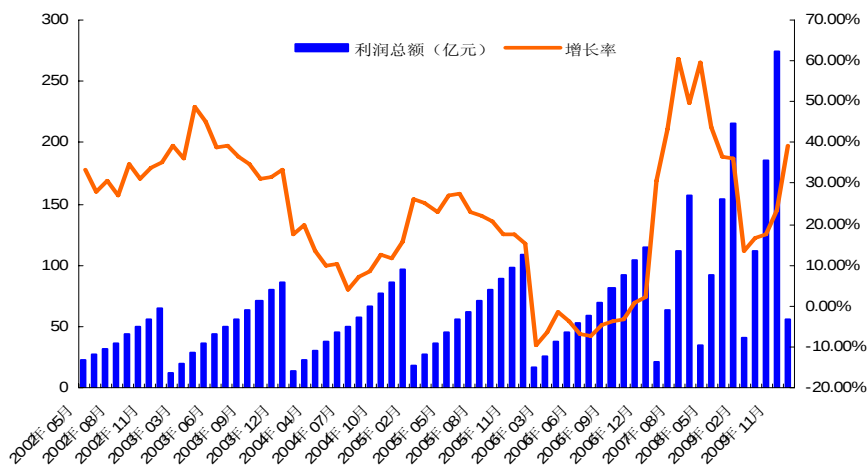
相对于化学原料药，化学制剂的波动性就不太明显，但是 2009 年受到宏观环境的影响，基数依然较低，2010 年前两个月较高的数字并不能反映全年的趋势。

图十一、化学制剂收入增长较为平稳



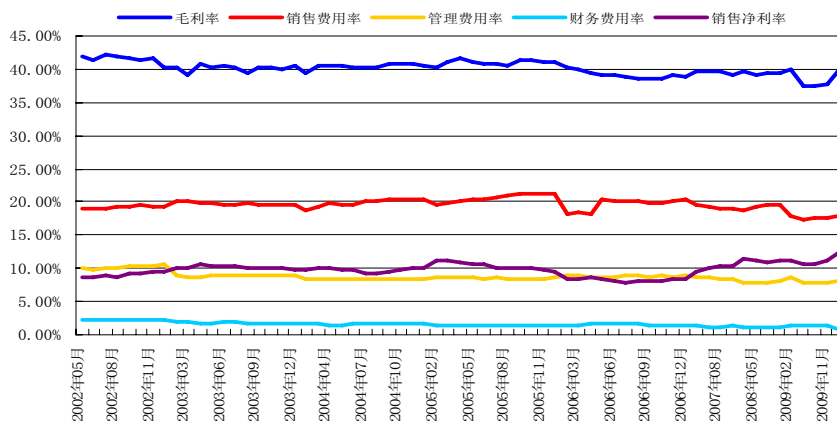
数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

图十二、利润增长快速恢复



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

图十三、利润率也达到历史高点



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

3) 中成药的增长受成本推动

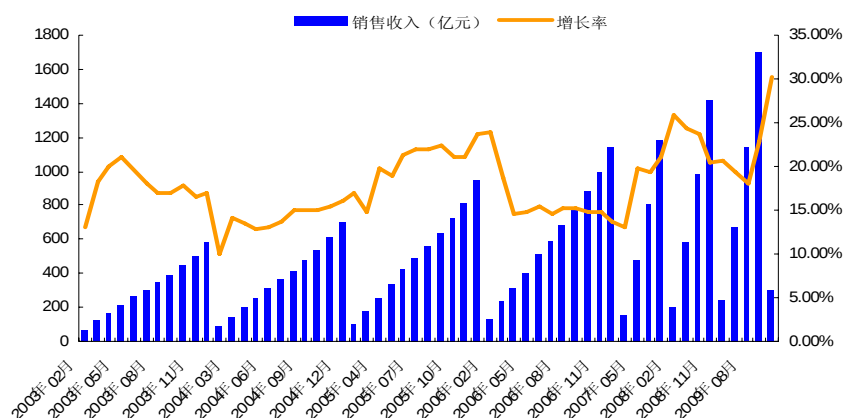
中成药的增长在历史上一直低于化学制剂，但是受到国家政策的扶持以及 2009 年以来中药材价格上涨推动厂家提高成品价格，中成药的增长速度开始加快，超过了化学制剂的增长速度。

中成药 2010 年前两个月实现销售收入 307 亿元，同比增长 30.12%，实现利润总额 31 亿元，同比增幅高达 52.66%。虽然销售收入和利润增长较快，但是我们看到中成药子行业的成本同样上涨 30.84%，毛利率下降了 0.17 个百分点，是所有子行业中唯一下降的子行业，费用率中管理费用和财务费用的下降同样是利润增长的主因。中成药子行业的销售利润率为 10.13%，虽然比 2009 年前两个月有大幅的提高，但是

和 2009 年全年相比反而有所下降。

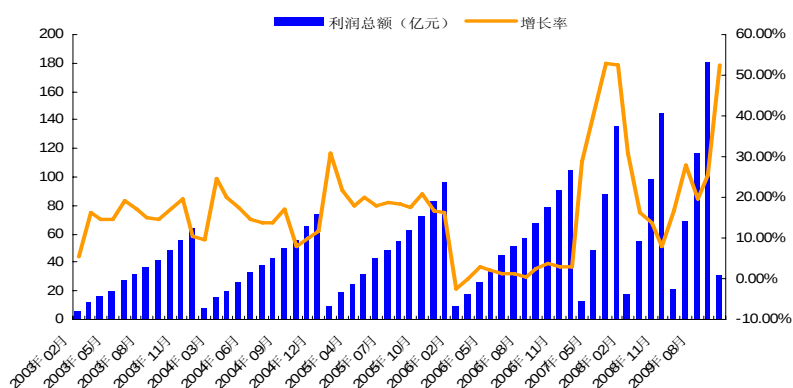
未来来看，受到政策扶持的中成药将会保持高于行业平均的增长速度，但是中药材价格的上涨同样会吞噬企业的利润，拥有资源的企业可能是其中最大的收益者。

图十四、中成药增长速度超过历史趋势



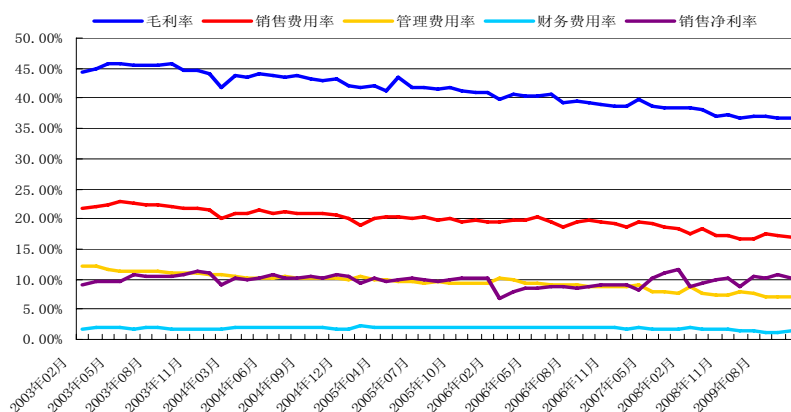
数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

图十五、利润增长源于 09 年的较低基数



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

图十六、利润率的水平提高并不明显



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

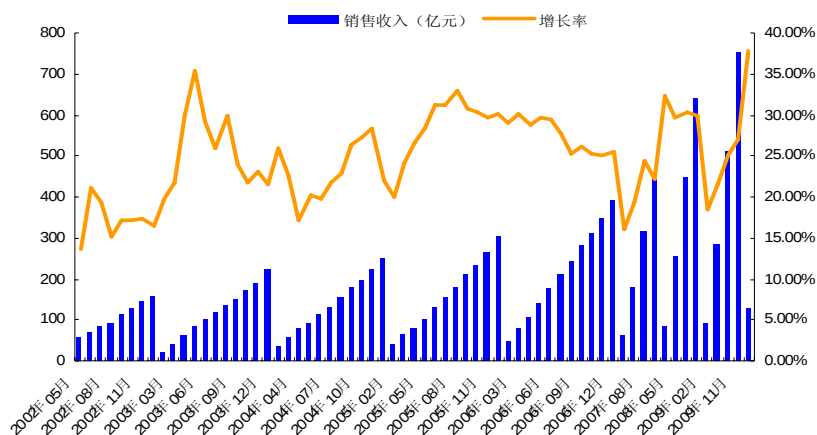
4) 生物生化延续增长势头

2010 年前两个月生物生化子行业实现销售收入 129 亿元，同比增长 37.80%，主要是肝素在 2009 年开始恢复出口以后，呈现了量价齐增的良好势头，引领生物生化子行业销售收入大幅增长。实现利润总额 16 亿元，同比增长 29.57%，增速有所放缓。

与去年全年相比，生物生化子行业的费用率略有上升，销售利润率略有下滑，但是波动幅度不大。

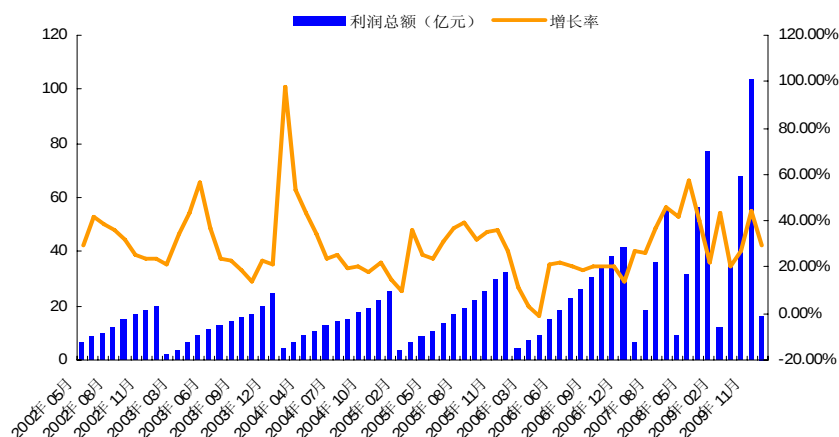
未来随着生物药在销售比重中占比的增加，生物生化子行业的波动幅度会有所下降。

图十七、生物生化子行业销售保持高增长



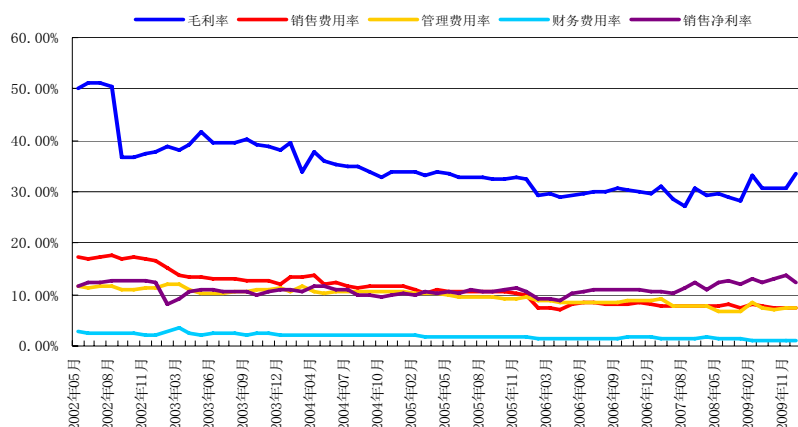
数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

图十八、生物生化子行业利润增长有所放缓



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

图十九、生物生化子行业费用比率保持稳定



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

所以从整体上来看，2010 年前两月的高增长和 2009 年同期的较低基数有关，而受价格波动影响较小的化学制剂子行业的增长是最平稳的，基本上能够反映医药行业整体的增长趋势，因此我们维持对 2010 年全年销售收入和利润都增长 20% 的判断，在这种比较平稳的行业增长条件下，医药类上市公司的整体增长不太可能超过行业整体太多。

3、二季度投资风格趋于保守、关注估值甚于成长

2009 年 8 月份以来，在经济复苏、医改扩容和创业板上市的大背景下，对医药板块高举成长大旗，不断的给与成长性企业更高的增长预期与更高的估值水平，尤其在 2007-2009 年经济和行业大幅波动的情况下，用一年甚至一个季度的增长情况来预计公司未来 3-5 年的增长情况，具有较大的误导作用。

医药行业作为需求引导的行业，其增长具有较强的稳定性，单个公司的业绩增长和其产品线配置、发展模式都有较大的关系，一般来说一个产品的高速增长期是 3-5 年，在这一过程中企业可以随着产品的快速增长而实现业绩的快速增长。但是产品的销售规模是有限的，达到一定规模以后，其增长就会回归到行业的平均水平，甚至要低于行业的平均水平，如天士力的复方丹参滴丸。因此，一个企业在经过较长时间增长以后，其增长速度会有一定的平台期，如 2006-2008 年的成长性企业恒瑞医药和双鹭药业，在 2009 年都出现了增长放缓的迹象。

在这种情况下，对于成长性企业，用目前的增长速度来判断 3 年以后的增长，然后乐观的预期其新产品能够推出的速度，并给予 2 年以后 30-40 倍的估值水平是不恰当的，必将透支公司股价的上涨潜力。

因此，在目前追捧高成长性企业的情况下，我们不妨把目光投向目前增长并不太快，但是产品线也很优秀，估值不高的企业，随着公司新的项目的投产，这类公司有可能在 1-2 年内成为成长型企业，业绩、估值水平和股价都会有合理的提高。

对医药行业未来的增长，我们认为基本药物制度的形式要大于实质，我国医药行业的增长还是来自于进口产品的替代以及国外对我国质优价廉产品需求的集中释放。

因此我们在二季度建议投资者买入制剂出口企业海正药业、首仿专科药生产企业华东医药。

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。