

医药行业：已披露年报速览

增持（维持）

医药行业

2010年4月7日

天相医药组

匡伟

021-58824282*831

kuangw@txsec.com

事件描述

截止2010年4月6日，天相分析系统所属137家医药类上市公司中，已有75家披露年报。天相医药组覆盖了全部医药类上市公司，在过去的2个多月中，天相医药组对75家已披露年报上市公司年报进行了跟踪分析。医药类年报披露工作已完成一半，将75家年报进行简单分析，并揭示每家公司未来值得关注的地方，希望对投资者了解医药类上市公司2009年运行的大致情况和布局医药行业有所帮助。

分析评论：

上市公司表现好于行业。统计局数据显示，2009年前11个月，医药制造业收入同比增长21.29%，利润总额同比增长25.34%。已披露年报75家上市公司2009年归属于上市公司股东净利润增速为56%，剔除复星医药后（复星医药2009年受益国控香港上市），增速为40%。

图表1：75家已披露公司归属于母公司净利润变化情况

涨幅范围	家数	公司	分析
200%以上	6家	丽珠集团、星湖科技、西南合成、长春高新、复星医药、华兰生物	产品价格上涨、投资收益、突发事件所致高增长，难提前预测，事件发生初期是较好投资时点。
100%-200%	8家	西藏药业、金陵药业、莱茵生物、人福科技、万东医疗、仁和药业、华东医药、马应龙	与第一档次较为类似，该档次部分公司有重组等概念
50%-100%	10家	山大华特、信立泰、现代制药、英特集团、天坛生物、江中药业、海南海药、南京医药、亚宝药业、爱尔眼科	（1）产能释放、渠道拓宽、应用领域拓宽导致的收入增长；（2）成本降低、价格上涨、技术改进导致毛利率提升。这些因素一般具有可持续性，是公司向上通道的重要信号，未来仍然值得重点关注。
30%-50%	14家	浙江震元、华邦制药、三九医药、中新药业、白云山A、中牧股份、华神集团、海正药业、新华医疗、仙琚制药、恩华药业、北陆药业、东北制药、阳普医疗	除收入增长外，产品结构调整、毛利率变化、期间费用变化都是公司净利润变化的重要原因
0%-30%	23家	天药股份、太龙药业、安科生物、红日药业、浙江医药、一致药业、益佰制药、天士力、莱美药业、达安基因、上海凯宝、海翔药业、普洛股份、国药股份、中国医药、广州药业、康缘药业、同仁堂、康恩贝、华海药业、西南药业、鲁抗医药、山东药玻	处于该增幅阶段的公司，部分是上市公司进入平稳发展期，但每个公司各有特点，未来新的增长点的出现可能使该类公司突破目前的增长速度。 该层次增长速度偏低的部分公司需要重点关注，低增长一般对应着低估值，是一个出黑马的地方。
扭亏、下降、亏损	12家	健康元、*ST天方、交大昂立、沃华医药、桐君阁、片仔癀、上海辅仁、新和成、鑫富药业、华北制药、华立药业、中汇医药。	该档次的公司中，健康元、*ST天方主打产品市场回暖，公司进入向上转折点，值得潜伏。华北制药、华立药业集团资产注入可期。该类型公司出现牛股概率大，我们建议重点关注*ST天方、华立药业。

资料来源：上市公司年报、天相投顾整理

医药行业是一个处于快速发展中的朝阳行业，行业集中度低，未来重组并购将不断上演，75家上市公司净利润增速表明，上市企业以超越行业均速发展，其中不乏重组并购做出的贡献。类比其他A股市场的其它行业，医药行业未来仍有较大投资价值，建议长期超配。

一、净利润增幅超过 200%的 6 家公司

已披露年报的 75 家公司中，归属于母公司股东净利润增速超过 200%的公司有 6 家，依次为丽珠集团、星湖科技、西南合成、长春高新、复星医药、华兰生物。

对于超越 200%的非常态增长，一般年初很难预计。不难发现，高增长一般有以下几个原因：（1）上一年度经营异常导致基数低；（2）主打产品价格上涨；（3）投资收益、公允价值变动等因素影响；（4）受益突发事件。虽然年初较难预测上述因素，但部分因素在公司股价上涨之前已有体现，如竞争格局、供求关系导致的价格上涨，突发事件发生的初期等。星湖科技与华兰生物为我们提供了教科书般的案例。

图表 2：增幅超过 200%的公司

公司	代码	08 净利润	09 净利润	增速	净利润变化原因	未来关注点
丽珠集团	000513	5,207	48,158	825%	1、抗病毒颗粒超预期 2、公允价值变动收益增加	1、OTC 营销建设；2、得乐系列销售改观
星湖科技	600866	2,900	22,452	674%	1、呈味核苷酸价格上升 2、苏氨酸价格回升	1、呈味核苷酸保持高位 2、增发提供业绩释放动力 3、广发证券上市带来丰厚股权投资收益
西南合成	000788	1,439	6,533	354%	1、VE 价格恢复 2、大新药资产注入	1、方正集团旗下的 8 家医院有注入公司的可能；2、VE 寡头垄断格局形成，VE 价格得以长期维持；3、临床期抗肿瘤新药提升公司估值。
长春高新	000661	2,009	7,315	264%	水痘疫苗和狂犬病疫苗 2008 年仅第四季度有销售，2009 年全年实现了销售	1、金赛药业的长效生长素 2、百克药业的艾滋病疫苗
复星医药	600196	69,086	249,820	262%	国药控股香港上市带来一次性巨额收益	1、增发 A 股，青蒿琥酯和胰岛素产能扩张；2、中风药物在美国的 III 期临床试验；3、控股公司湖南汉森即将上市（公司为湖南汉森第二大股东）
华兰生物	002007	18,726	60,848	225%	1、新增甲流疫苗收入 2、血液制品收入增加	1、普通流感疫苗增长情况；2、新浆站建立速度 3、血液制品成本及价格变化；4、其它疫苗增长情况

资料来源：上市公司年报、天相投顾整理

二、净利润增幅在 100%-200%之间的 8 家公司

已披露年报的 75 家公司中，归属于母公司股东净利润增速在 100%-200%之间的公司有 8 家，依次为西藏药业、金陵药业、莱茵生物、人福科技、万东医疗、仁和药业、华东医药、马应龙。

增长幅度超过 100%的公司，大部分都为非主营业务增长导致。营业外收入、投资收益、公允价值变动为主要因素，同时主营业务一般也有较好表现。本层次公司的分析逻辑与超越 200%增速公司分析逻辑类似。该层次未来仍值得关注的公司有西藏药业、人福科技、万东医疗、马应龙。



图表 3：增幅在 100%-200%之间的公司

公司	代码	08 净利润	09 净利润	增速	净利润变化原因	未来关注点
西藏药业	600211	649	1,909	194%	1、销售力度加大，医药产品收入增长较快；2、诉讼成功使营业外收入增加	1、重组；2、拟融资 1、5 亿用于医药主业发展
金陵药业	000919	8,260	22,096	168%	1、证券投资收益扭亏为盈，盈利 5062 万元	1、脉络宁注射液进入基本药物目录，解决公司销售环节薄弱的环节，前景值得期待 2、子公司宿迁医院的业绩
莱茵生物	002166	259	682	163%	1、甲流影响，莽草酸销售大增	1、产品结构调整；2、新疫情出现
人福科技	600079	7,820	20,147	158%	1、出售股权带来巨额投资收益；2、子公司宜昌人福业绩增长较快	1、麻药市场持续增长；2、4 个子公司业绩向好。
万东医疗	600055	2,837	6,860	142%	1、主营业务稳定增长 2、搬迁补贴使营业外收支净额达到 3800 万元	与上海医疗器械集团整合，目前整合预期强烈
仁和药业	000650	7,016	16,549	136%	1、品牌营销到位；2、受甲流影响感冒药销售情况较好。	新产品依靠品牌优势快速放量
华东医药	000963	16,861	37,842	124%	1、中美华东业绩增长 2、杨歧房地产公司扭亏，并贡献巨额利润	1、公司免疫抑制剂和糖尿病药物 2、流通领域受益于医改 3、房地产业务能够继续增长
马应龙	600993	8,043	18,008	124%	主业和投资均取得稳定增长	1、进入基本药物目录后的产品持续放量；2、投资收益保持稳定；3、化妆品领域的开拓是否顺利。

资料来源：上市公司年报、天相投顾整理

三、净利润增幅在 50%-100%之间的 10 家公司

已披露年报的 75 家公司中，归属于母公司股东净利润增速在 50%-100%之间的公司有 10 家，依次为山大华特、信立泰、现代制药、英特集团、天坛生物、江中药业、海南海药、南京医药、亚宝药业、爱尔眼科。

该层次公司为重点关注公司，我们统计的 10 家公司中，净利润的增长基本都来自主营业务的增长，主营业务增长的原因有：（1）产能释放、渠道拓宽、应用领域拓宽导致的收入增长；（2）成本降低、价格上涨、技术改进导致的毛利率提升；（3）管理改善导致的期间费用的下降。这些因素一般具有可持续性，是公司向上通道的重要信号，未来仍然值得重点关注。

图表 4：增幅超过在 50%-100%之间的公司

公司	代码	08 净利润	09 净利润	增速	净利润变化原因	未来关注点
山大华特	000915	1,369	2,627	92%	1、山东达因业绩增长 2、环保产品毛利提升	1、山东达因产能扩张 2、环保产品业务恢复
信立泰	002294	11,694	21,575	84%	1、泰嘉销售超预期 2、抗生素原料药扩产项目释放部分产能	1、泰嘉的产能扩张 2、抗生素产能扩张



现代制药	600420	5,391	8,905	65%	依那普利、硝苯地平缓释片等制剂收入增长	1、国药对上海医工院整合带来机会 2、增发提供业绩释放动力
英特集团	000411	1,904	3,141	65%	受益于医改带来的市场扩容	区域性医药流通龙头企业，潜在收购标的
天坛生物	600161	13,338	21,166	59%	1、新增甲流疫苗收入 2、并购成都蓉生	1、中生集团资产注入天坛生物的速度 2、成都蓉生净利率的提高 3、麻腮风系列疫苗生产的稳定性问题
江中药业	600750	13,062	20,110	54%	1、老产品稳定增长 2、初元销售情况良好 3、流通业务收入快速增长	1、继续开拓保健品市场 2、OTC 品牌影响逐渐显现
海南海药	000566	4,273	6,560	54%	头孢业务持续增长，特药保持平稳	电子耳蜗的发展
南京医药	600713	3,033	4,624	52%	受益于医改带来的市场扩容	区域性医药流通龙头企业，潜在收购标的
亚宝药业	600351	8,546	12,929	51%	1、调整丁桂儿脐贴营销策略，向一二级医院进军，增长约 30%，毛利较高 2、珍菊降压片收入突破亿元	1、丁桂儿贴贴向一二级市场进军的速度，提价的因素；2、缓释剂新产品的推出。
爱尔眼科	300015	6,137	9,249	51%	1、新医院的开拓。2、高毛利手术增多。	1、三级连锁模式的推广；2、规模效应和品牌效应

资料来源：上市公司年报、天相投顾整理

四、净利润增幅在 30%-50%之间的 14 家公司

已披露年报的 75 家公司中，归属于母公司股东净利润增速在 30%-50%之间的公司有 14 家，依次为浙江震元、华邦制药、三九医药、中新药业、白云山 A、中牧股份、华神集团、海正药业、新华医疗、仙琚制药、恩华药业、北陆药业、东北制药、阳普医疗。

该层次公司同样为重点关注公司，除收入增长外，产品结构调整、毛利率变化、期间费用变化都是公司净利润变化的重要原因。该层次未来仍值得重点关注的公司有华邦制药、华润三九、中新药业、海正药业、阳普医疗。

图表 5：增幅超过在 30%-50%之间的公司

公司	代码	08 净利润	09 净利润	增速	净利润变化原因	未来关注点
浙江震元	000705	1,224	1,779	45%	罗红霉素市场回暖	1、罗红霉素价格；2、医药商业部分变革
华邦制药	002004	8,881	12,768	44%	1、产品结构调整，高毛利产品比重增大 2、非经常性损益增加	1、颖泰嘉和经营情况 2、新产品推广 3、旅游资产
华润三九	000999	50,009	70,949	42%	1、制药业务收入增速较快，达到 30% 2、医药工业毛利率提高 3、公司本部 09 年获得 15%的优惠税率	1、基本药物市场将获益匪浅，看好胃泰和正天丸两个独家品种在基层的销售；2、感冒灵 09 年增长超过 30%，但在 2010 年开票价上浮 5%，09 年增长任然值得期待；3、皮肤药品类规划开始，2010 年有 6 个皮肤药新药上市。
中新药业	600329	18,208	25,782	42%	受益于医改带来的基层市场扩容以及公司内部营销改革	1、基本药物目录市场扩张情况；2、公司内部整合情况