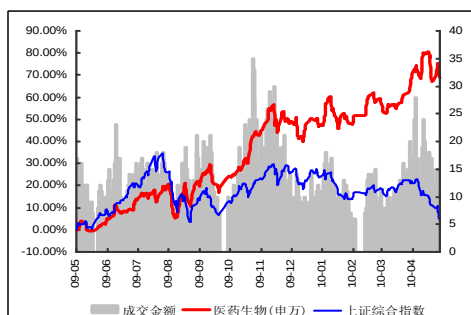


2010 年 5 月 09 日

优异（维持）

——2009 年医药行业年报点评

所在行业最近 52 周走势：



相关研究报告

报告作者：

国联证券医药组

组长：赵心

执业证书编号：S0590210020005

联系人：

联系人：周静

电话：0510-82832380

 Email: zhoujing@glsc.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。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

报告要点：

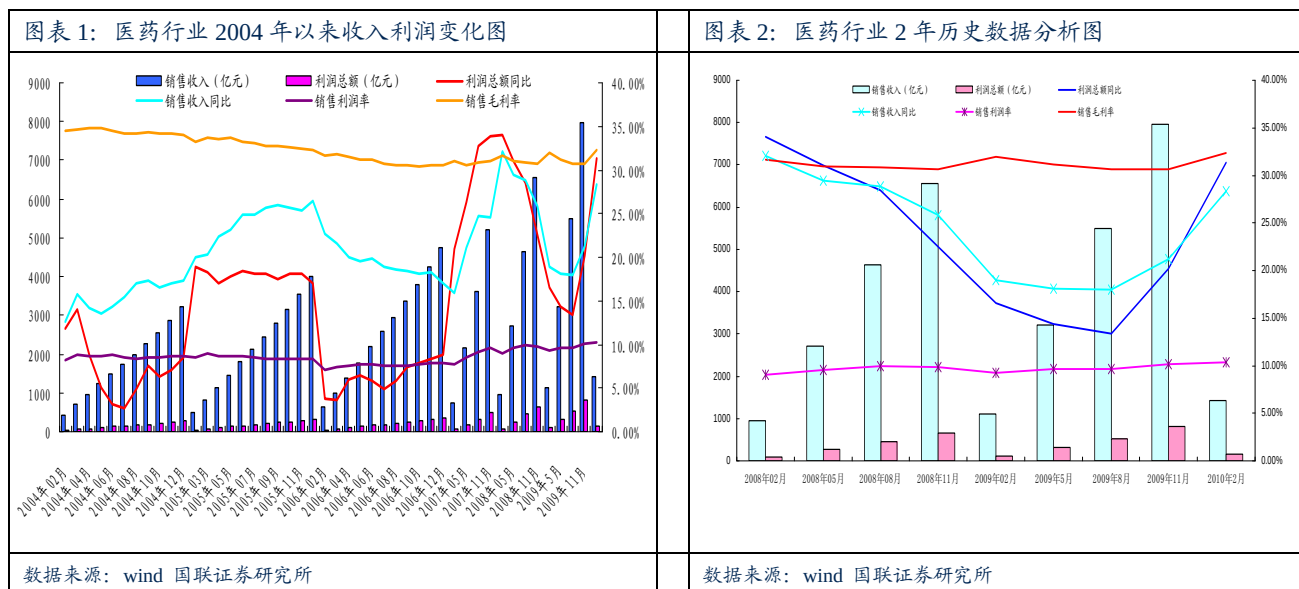
- 2009 年底随着医改扩容的实施和宏观经济的好转，医药行业出现恢复性增长势头，截止 2010 年 2 月份，行业增速已经达到 28.35%，当然这里面包含 2009 年基数较低的原因，不过从两年的年复增长率来看，20%以上增速也说明行业已经从金融危机的影响中走出低谷，考虑到医改措施的继续推进，我们认为行业将继续维持 20%以上增速稳定发展。
- 2008 年以来这两年数据来看，医药行业走出了“V”型走势，其中波动最大的则是化学原料药，从 2008 年 02 月的 33.54%下降至 2009 年 02 月的 7.17%，这主要因为 07 年的原料药牛市使得 08 年 2 月依然维持前期高价格，随着经济复苏，同样是增速好转幅度最大的子行业。而波动起伏较小的是中成药子行业，这主要与中药主要在国内市场消费，而金融危机主要是外围市场的萎缩，因此在刚性需求下收入增速相对较为稳定。
- 从上市公司 2009 年年报的数据来看，医药全行业营业收入增长为 14.51%，已经接近于 2007 年的高点，趋势与整个行业转好相一致。在 6 个主要子行业中，医药商业和中药在 2009 年取得了较好的增长势头，增速分别达到 20.95%和 19.14%，我们认为这主要与医改扩容影响和中药由于 08 年“注射剂”安全问题使得增速出现负增长使得基数较低有关。
- 截止到 2010 年 5 月 5 日预测市盈率为 45.56 倍，依然处于历史低位。不过由于良好的防御性加上大盘 2009 年下半年以来相对弱势，因此行业与沪深 300 的比例处在相对较高位置，我们认为由于医药行业在医改扩容的影响下和人们对健康意识的提高，结合国家宏观经济增速可能无法维持之前高速增长势头和大盘弱势调整短期不会改变，因此医药行业兼具进攻性和防御性的特性将继续支撑行业的高溢价，我们长期依然给予行业“优异”评级。

第一部分：医药制造业行业简析

一、全行业分析

我们将医药行业 2004 年以来销售收入和利润总额历史变化表现在图一中，从图中我们可以看到医药行业在经历 2006 年行业整顿之后 2007 年进入了一个快速恢复增长的阶段，不过在金融危机的影响下，行业尽管由于刚性需求继续维持增长势头，但增速已经下滑至 10% 以上。2009 年底随着医改扩容的实施和宏观经济的好转，行业再次出现恢复性增长势头，截止 2010 年 2 月份，行业增速已经达到 28.35%，当然这里面包含 2009 年基数较低的原因，不过从两年的年复增长率来看，20% 以上增速也说明行业已经从金融危机的影响中走出低谷，考虑到医改措施的继续推进，我们认为行业将继续维持 20% 以上增速稳定发展。

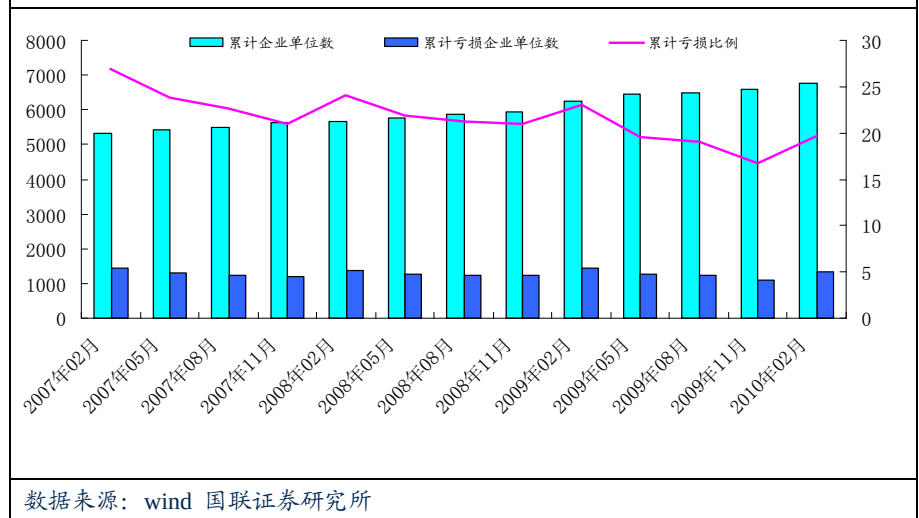
由于行业在 2008 年-2009 年这两年间出现了较大的起落，因此我们选取这两年的数据集中体现在图二中，从图中我们看出，行业收入和利润总额增速统一从 2008 年 5 月份开始放缓，直到 2009 年 8 月份达到最低点，其中收入增速从 32.11% 下滑至 17.96%，利润总额增速从 34.05% 下滑至 13.40%，这里面既有金融危机的影响也有 07 年快速增长导致 08 年后基数较高的原因。不过从 2009 年 11 月以来，行业增速出现了快速回升势头，因此短短两年时间，行业经历了低谷和快速恢复的起伏波动，表明行业在应对外来危机时防御性十分强。



另外我们也选取了 2007 年以来行业的亏损数据来分析行业的运行情况。从图中我们可以看出，行业亏损企业的比例从 2007 年以来一直保持下降趋势，截止到 2010 年 2 月，行业亏损比例已经由 2007 年 2 月的 26.86% 下降至 19.66%，另外亏损总额占行业利润总额的比例也保持了下降趋势，由 2007 年的 17.07% 下降至 7.20%，这充分说明随着人们生活水平的提高和健康意识的增强，医药

行业一直保持良好的增长态势，尽管期间增速或有下滑，但整个行业依然处于上升期，犹如朝阳正在逐渐升起。

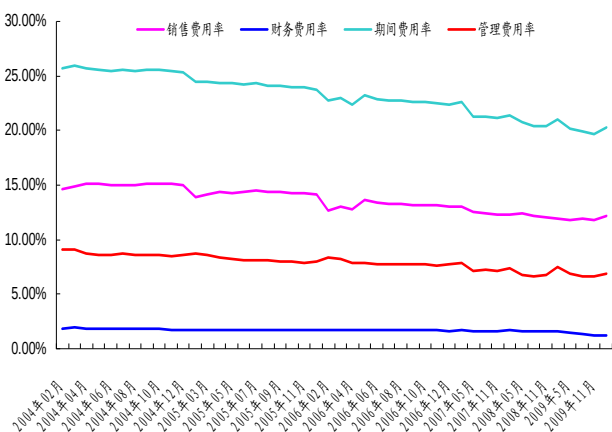
图表 3: 2007 年以来行业亏损数据情况



不过从盈利能力来看，行业的销售毛利率从 2004 年以来一直保持着下降趋势，截止到 2010 年 2 月行业销售毛利率为 32.34%，相较于 2004 年的 34.54% 已经下降了 2 个多百分点，如果去除掉 2 月份季节性稍高的因素，那么行业毛利率已经下降至 30.5% 左右，这主要与近些年药品一直降价有关，另外随着竞争的增强，毛利率有所下滑也比较正常。不过值得注意的是，行业销售利润率并没有出现相应的下滑，反而进入 2009 年以来一直保持上升趋势，截止 2010 年 02 月，行业销售利润率已经达到 10.31%，为 2004 年以来的历史最高点，说明行业的费用得到了很好的控制，这从下面的两张图中即可以证明。

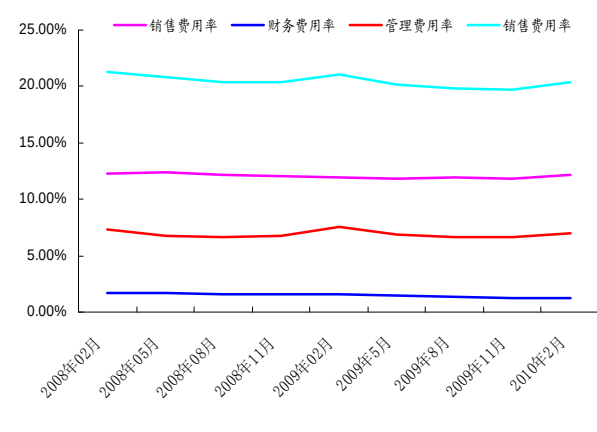
2004 年以来行业期间费用率一直保持明显的下降趋势，截止到 2010 年 2 月期间费用率为 20.34%，相较于 2004 年 2 月的 25.66% 下降了 5 个多百分点，其中销售费用率和管理费用率下降较为明显。不过这种趋势在近两年有所趋缓，三项费用率基本保持平稳走势，表明行业收入和费用目前已经处于一个相对平衡的状态，预计今后几年也不会出现太大的波动。

图表 4: 医药行业 2004 年以来期间费用变化趋势图



数据来源: 国家统计局 国联证券研究所

图表 5: 医药行业 2008-2010 年期间费用分析图



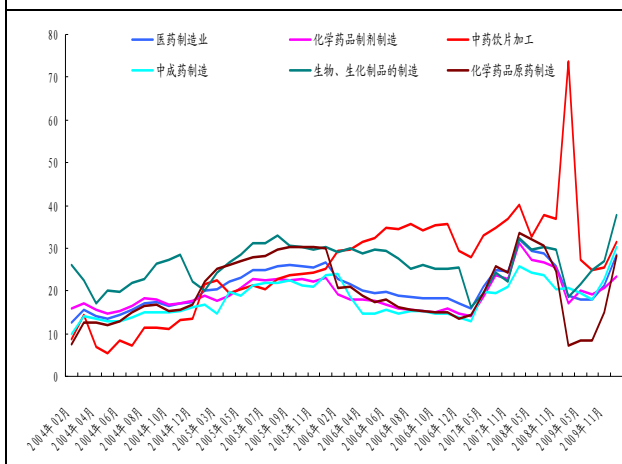
数据来源: 国家统计局 国联证券研究所

二、子行业分析:

从子行业 2004 年以来的销售收入增速数据来看, 医药各子行业分别呈现出不同发展速率。首先中药饮片加工和生物制品行业近年来一直维持高于行业增速的态势发展, 其中中药饮片行业在 2004 年增速还低于整个行业的平均增速, 仅有个位数的增长, 不过增速一路提升, 截止到 2010 年 2 月增速为 31.60%, 其中在 2009 年 2 月还出现了高达 73.79% 的同比增长。而生物制品行业则由于属于医药中的新兴行业, 增速一直高于全行业平均水平, 尽管在 2007 年 05 月-2009 年 05 月这期间受到金融危机冲击影响, 行业增速与平均水平相近, 但随着经济的复苏, 生物制品行业增速再次与行业平均水平拉开差距, 截止到 2010 年 02 月, 生物制品行业增速为 37.80%, 位居所有子行业之首。其次中成药和化学制剂这两个最大的子行业增速一直是在以略低于行业平均水平前行, 这主要与子行业发展相对成熟, 竞争比较激烈有关。而化学原料药这个子行业则表现出明显的周期性, 增速相对于全行业平均水平来说极不稳定, 不过经历了 2009 年低谷之后, 目前收入增速也已经回复至 28.17%。

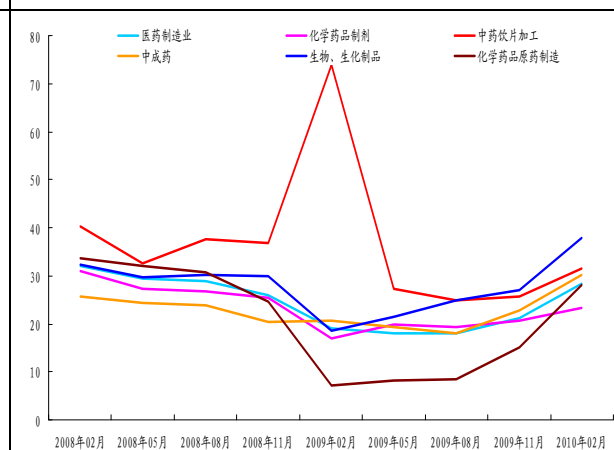
而从 2008 年以来这两年数据来看, 医药行业走出了“V”型走势, 剔除掉中药饮片 09 年 2 月的不正常波动外, 其中波动最大的则是化学原料药, 从 2008 年 02 月的 33.54% 下降至 2009 年 02 月的 7.17%, 这主要因为 07 年的原料药牛市使得 08 年 2 月依然维持前期高价格, 而随后的高基数再加上价格的大幅下滑使得增速降至个位数。不过由于起伏较大, 因此随着经济复苏, 也同样是增速好转幅度最大的子行业。而波动起伏较小的是中成药子行业, 从 2008 年 02 月的 25.81% 下滑至 2009 年 08 月的 18.12%, 仅有 7 个多百分点的波动, 这主要与中药主要在国内市场消费, 而金融危机主要是外围市场的萎缩, 因此在刚性需求下收入增速相对较为稳定。

图表 6: 医药各子行业 2004 年以来销售收入分析图



数据来源: wind 国联证券研究所

图表 7: 医药各子行业 2008-2010 年销售收入分析图

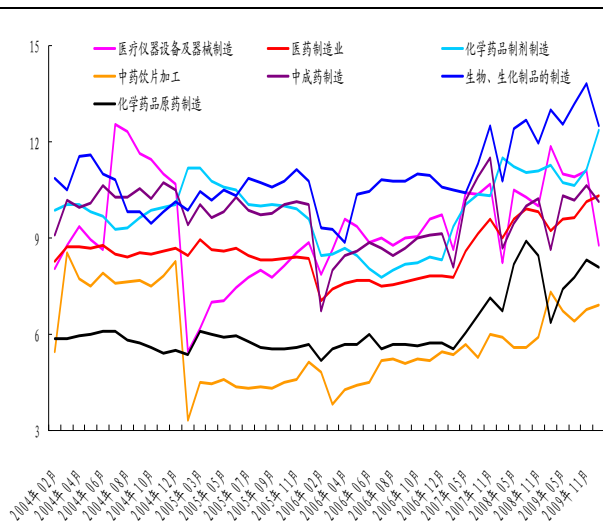


数据来源: wind 国联证券研究所

从 2004 年以来销售利润率数据来看, 其中生物生化药子行业销售利润率最高, 基本维持在 10% 以上, 与收入增速低于行业平均水平不同, 化学制剂和中成药的销售利润率要高于整个行业平均水平, 表明这两个子行业虽然成长性较差, 不过盈利能力在子行业中仍属较好的, 这与制剂毛利率高于原料有关。相应的以中药饮片和原料药为代表的基础原材料产业的销售利润率一直低于行业平均水平, 维持在 5%-6% 的低水平。从子行业销售利润率的变化来看, 基本维持在相对稳定的区间, 金融危机并没有造成很大影响。

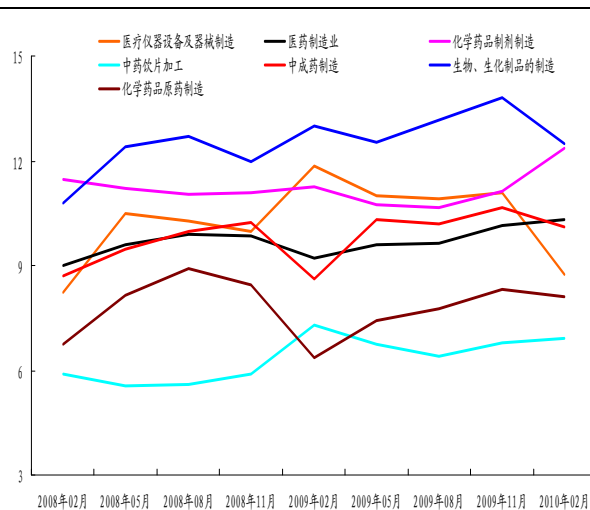
我们从 2008 年以来的数据来看, 销售利润率下滑较多的是医疗仪器设备, 虽然在 2008 年和 2009 年初, 医疗设备销售利润率并没有出现下滑, 反而有所提高, 不过在 2009 年 05 月开始一直下降, 并且到 2010 年 2 月下滑速度有所加快, 从 11.11% 下滑至 8.76%。而化学原料药销售利润率虽然在 2008 年 8 月之后有所下滑, 到 2009 年 2 月下滑了 2.53 个百分点, 不过随着价格的恢复, 利润率已经开始提升, 截止到 2010 年 02 月为 8.09%, 和 08 年高点相差无几。而中药饮片由于价格的滞后性在 2009 年 2 月份才有所下滑, 不过相较于 08 年来说仍属于高点。另外值得关注的是化学制剂行业, 由于制剂可以转移原材料成本, 加之较高的毛利率, 因此销售利润率在这两年基本维持稳定, 不过在 2010 年 2 月份, 销售利润率出现了提高态势, 由 11.12% 提高至 12.36%, 是 2004 年以来的最高点, 具体原因则需要接着分析毛利率和期间费用的变化。

图表8: 医药子行业2004年以来销售利润率分析图



数据来源: wind 国联证券研究所

图表9: 医药子行业2008-2010年销售利润率分析图

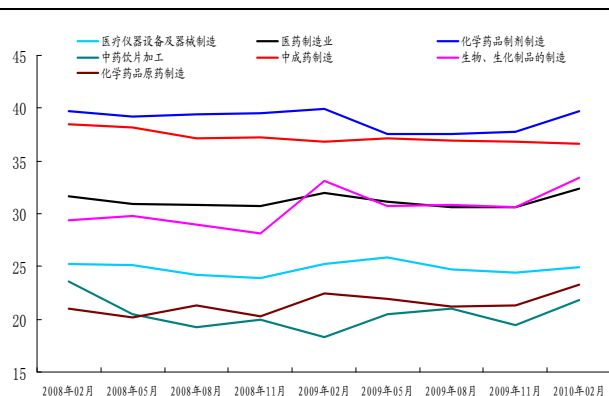


数据来源: wind 国联证券研究所

从 2008-2010 年的各子行业的销售毛利率来看, 中成药子行业销售毛利率一直保持略有下降趋势, 截止到 2010 年 02 月销售毛利率为 36.67%, 相较于 08 年下降了近 2 个百分点。而中药饮片和化学原药这两个原料基础行业毛利率上上下下波动较频繁, 这也反映了行业转嫁能力不高, 价格相对敏感。不过波动幅度较大的是生物生化制品子行业, 最低点和最高点相差 4 个百分点, 这主要与行业处于发展初期, 大多数企业经营不稳定有关。而化学制剂子行业 2010 年 02 月环比毛利率提高了近 2 个百分点, 可能表明了销售利润率提高的部分原因。

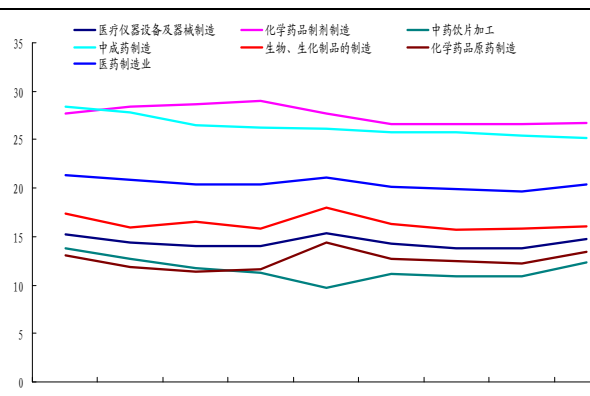
另外从期间费用率方面来看, 化学制剂子行业在 2008 年 11 月略有提高了, 之后一直保持下降趋势, 不过 2010 年 02 月走势平稳, 因此可以说销售利润率提高主要是销售毛利率提高的原因。另外生物生化制品、医疗仪器和化学原料药在 2 月份都有提高态势, 表现出明显的季节性特征, 这主要与大部分费用在年底结算和销售旺季有关。

图表10: 医药子行业2008-2010年销售毛利率分析图



数据来源: wind 国联证券研究所

图表11: 医药子行业2008-2010年期间费用率分析图



数据来源: wind 国联证券研究所

第二部分：医药行业上市公司年报及一季报简析

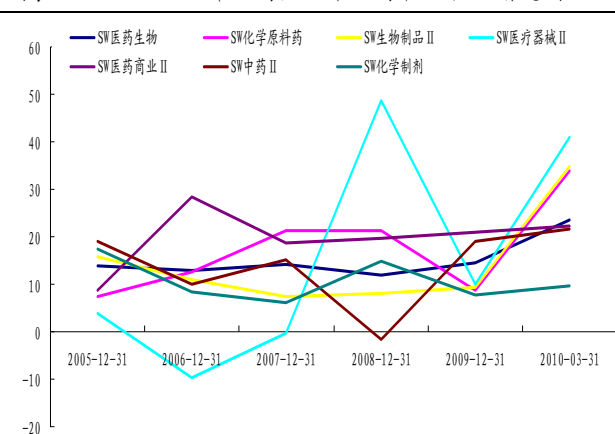
一、医药行业上市公司成长性分析

从上市公司 2009 年年报的数据来看，医药全行业营业收入增长为 14.51%，已经接近于 2007 年的高点，趋势与整个行业转好相一致。在 6 个主要子行业中，医药商业和中药在 2009 年取得了较好的增长势头，增速分别达到 20.95% 和 19.14%，我们认为这主要与医改扩容影响和中药由于 08 年“注射剂”安全问题使得增速出现负增长使得基数较低有关。而 08 年增速最快的医疗器械子行业 09 年增速仅为 10.08%，低于行业平均水平，另外化学原料、化学制剂和生物制药子行业增速仅为个位数，其中化学原料和制剂子行业收入增速同比出现了较大的下滑，这主要与金融危机导致价格大幅下降，同时需求有所萎缩有关，而生物制药上市公司收入增速与行业走势相反，我们认为由于现在上市公司并不能反映目前中国的生物医药行业的现状，真正具有高成长性的基因工程等生物医药公司屈指可数。

由于上市公司在 2008 年和 2009 年股市波动较大，因此上市公司存在大量的投资收益及公允价值变动影响，因此我们将该部分影响因素剔除后可以看到表现营业利润增速表现最为优异的两个子行业分别是生物制品和医药商业。其中生物制药子行业 2009 年剔除后营业利润为 25.41 亿元，同比增长 80831.85%，这一方面与整个行业营业利润数额较小，08 年同期仅为 0.03 亿元，因此数值波动会非常大，另外则是个别公司变动较大，首先是 st 北生 08 年亏损 8.52 亿元，09 年虽然仍亏损但是仅为 0.66 亿元，另外华兰生物由于甲流疫苗的影响，09 年剔除后营业利润为 7.69 亿元，同比增长 260.24%，如果扣除这两家公司后，生物制药子行业 09 年剔除后营业利润同比增长 185.78%，基本符合实际情况。

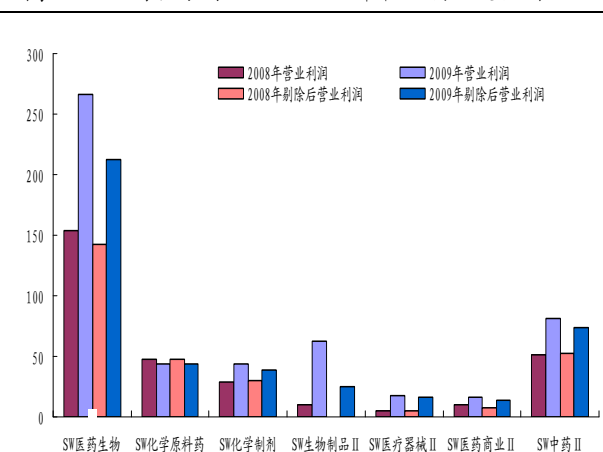
而医疗器械子行业 2009 年剔除后营业利润为 15.71 亿元，同比增长 257.73%，按增速来讲是高于医药商业子行业的，不过这个数据有些问题，因为统计时仍将鲁商置业归为医疗器械，实际上通过资产置换已经变为房地产公司，并且由于公司 09 年剔除后为 5.76 亿元，同比增长 213.42%，是整个子行业增速如此高的原因，因此将鲁商置业剔除后，医疗器械子行业 09 年剔除后营业利润为 9.95 亿元，同比增长 40.22%，符合行业增长情况。而化学原料药子行业由于收入增速仅为个位数，再加上价格的下降使得剔除后营业利润增速 09 年为负。

图表12: 2005-2010年医药类上市公司营业收入增速图



数据来源: wind 国联证券研究所

图表13: 医药各子行业2008-2009年营业利润变化图

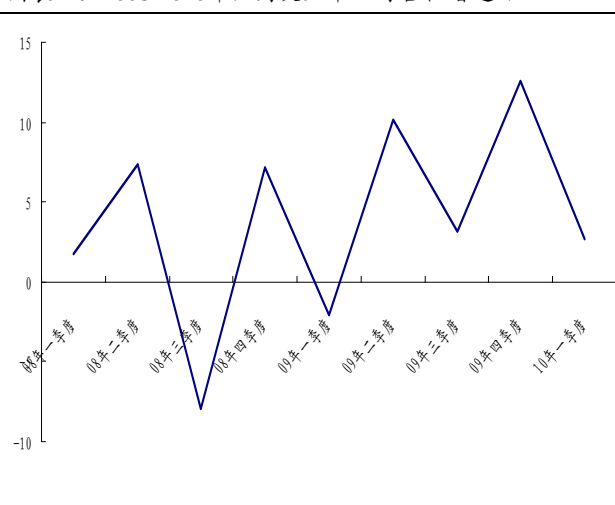


数据来源: wind 国联证券研究所

从下图中我们看到医药行业存在较为明显的季节性,一般二、四季度是结算回款的时期,因此二、四季度的营业收入通常占全年比例较大,从数据看就形成了波浪形的走势,虽然存在着较为明显的周期性,但是从2008年的数据来看,三季度还是出现了较大幅度的环比下降,而三季度正是世界金融危机进入最悲观阶段,因此对于部分以出口为主业的原料药、中药材及植物提取物和制剂企业来说,面临了较大的压力,而进入08四季度开始出现了一定的恢复,截止到2010年一季度来看,收入增速已经转为正,扭转了09年同比增速为负的局面。

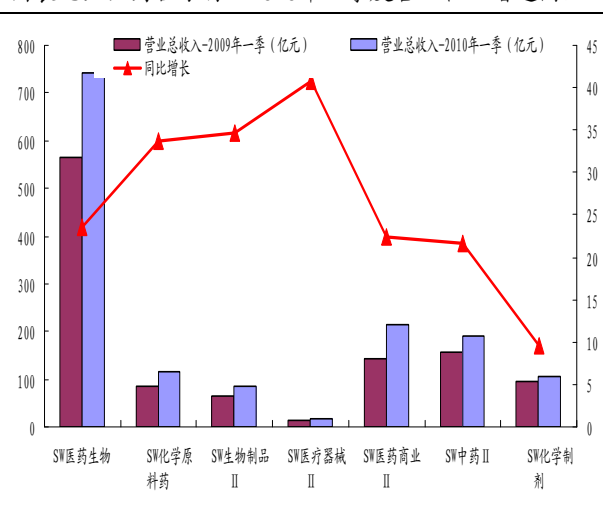
从各个子行业来看,化学原料药、生物制品和医疗器械这三个子行业增速是高于整个行业平均水平的,其中医疗器械增速最高,2010年营业收入同比增速达到40.86%。而化学原料药由于经济的恢复和基数较低的原因,2010年摆脱了低增速的状况,同比增速达到33.75%。而化学制剂子行业营业收入依然维持个位数增长,2010年一季度营业收入增速为9.52%。

图表14: 2008-2010年医药类上市公司营收增速环比



数据来源: wind 国联证券研究所

图表15: 医药各子行业2010年一季度营业收入增速同比



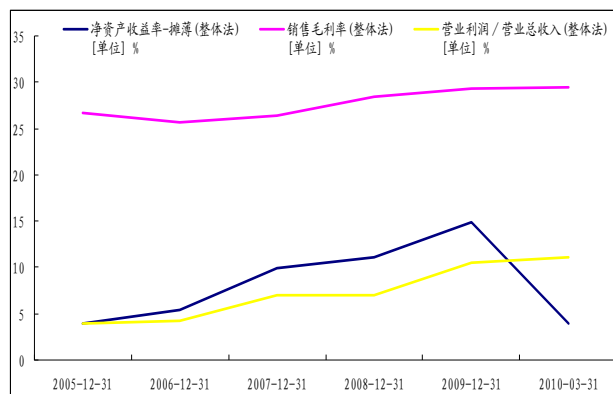
数据来源: wind 国联证券研究所

二、上市公司盈利能力分析

从 2005-2009 年的数据来看，医药行业上市公司的盈利能力得到明显提升，其中净资产收益率从 2005 年的 3.93% 提升到 2009 年末的 14.91%，提高了 10 个百分点，而相应的销售毛利率也经过 2006 年的低谷反转向上，从 2005 年的 26.72% 提高至 2010 年一季度的 29.5%。另外营业利润率方面也从 2005 年的 3.69% 提高至 2010 年的 11.04%，如果考虑到投资收益和公允价值变动的影响，剔除后营业利润率依然保持上升趋势，从 2005 年的 3.94% 提高至 2010 年的 9.83%。

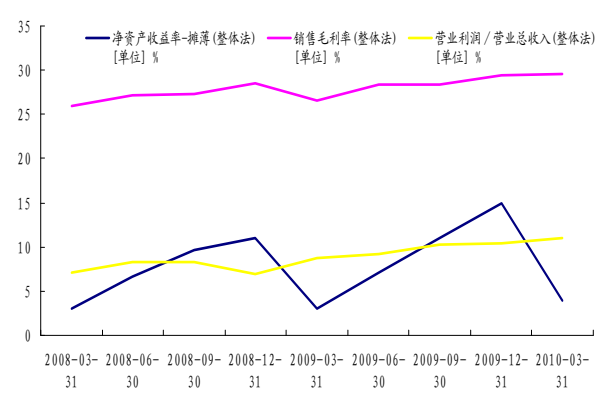
从近两年（2008-2010.3）单季度的数据来看，盈利能力代表性最强的净资产收益率数据来看，2010 年一季度的净资产收益率依然是两年来一季度最高的 3.89%，而销售毛利率和营业利润率也是较过去两年一季度的数据有明显提升，其中营业利润率从 2008 年一季度的 7.09% 提高到今年一季度的 11.04%。

图表16：2005-2010年医药类上市公司盈利同比图



数据来源：wind 国联证券研究所

图表17：2008-2010年医药类上市公司盈利分析图

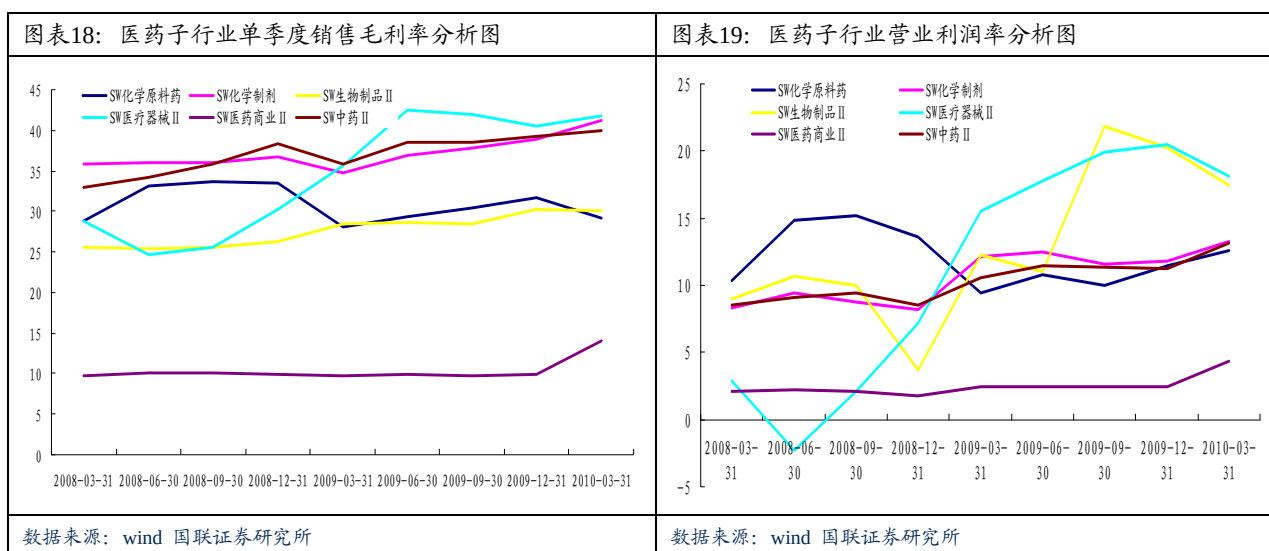


数据来源：wind 国联证券研究所

从各子行业的角度来看，医疗器械的销售毛利率自 2008 年 06 月份以来出现了上升态势，截止到 2010 年 03 月销售毛利率达到 41.77%，相较于 08 年 6 月提高了 17 个百分点，主要与钢铁的价格大幅下跌有关。而化学制剂和中药类上市公司的毛利率走势与全行业相一致，其中化学制剂子行业在 2010 年一季度毛利率也出现了同比上升的趋势。而化学原料药上市公司的销售毛利率虽然在 2009 年一季度下滑较大，环比出现 5 个多百分点的下滑，一方面与一季度是全年低点有关，另一方面则与价格的下降而成本较高有关，之后毛利率有所回升，截止到 2010 年毛利率为 29.13%，同比提高了 1 个多百分点。子行业中毛利率最低的则是医药商业，不过一直平稳的态势在 2010 年一季度有所改变，毛利率环比提高了 4 个多百分点，这与上市公司收入规模增大，资源进行整合有关。

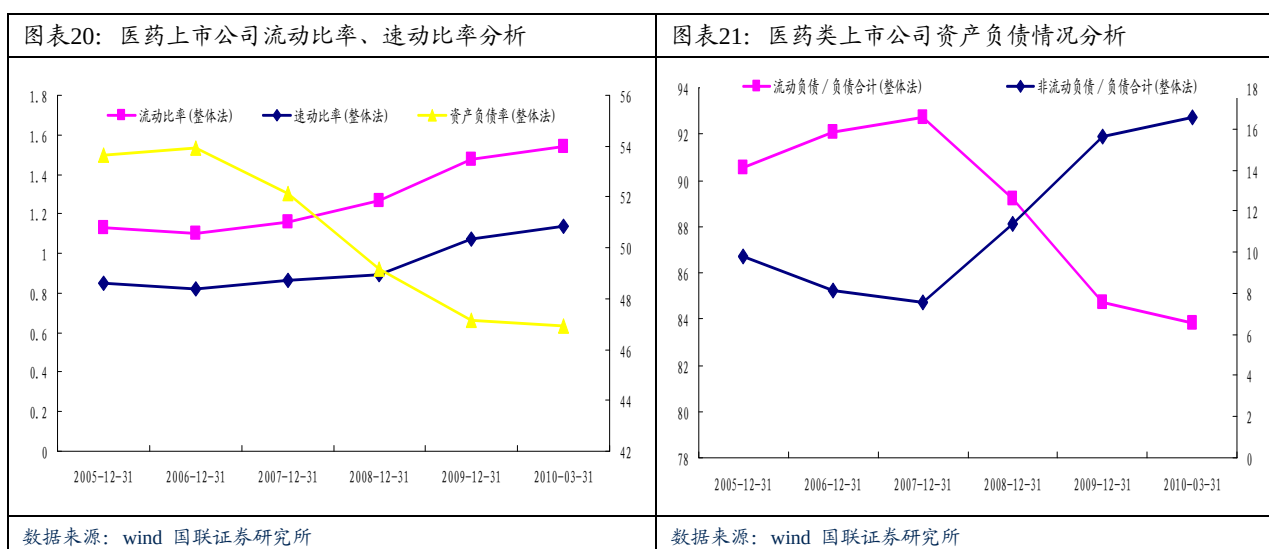
在营业利润率方面，医疗器械走势与毛利率相一致，截止到 2010 年营业利润率为 18.09%，依然为子行业中最高。不过生物制品营业利润率表现与毛利率

不同，自 2008 年 12 月份下滑至 3.66%最低点后，一路走高，截止到 2010 年一季度达到 17.45%，仅次于医疗器械。而化学原料药在 2009 年 3 月份下滑至 9.49%的低点后与毛利率走势相同一路提高，截止到 2010 年一季度达到 12.63%，同比和环比都出现了好转。医药商业方面营业利润同样在 2010 年一季度出现了提高态势。



三、上市公司资产质量分析

从上市公司流动比例和速动比例来看，自 2006 年以后出现明显的好转，截止到 2010 年一季度速动比例为 1.14，另外资产负债率也同比出现大幅下降，从 2006 年最高的 54%下降到 2010 年一季度的 46.93%，表明上市公司的资产质量明显提升，同时再次验证整个行业发展态势良好。



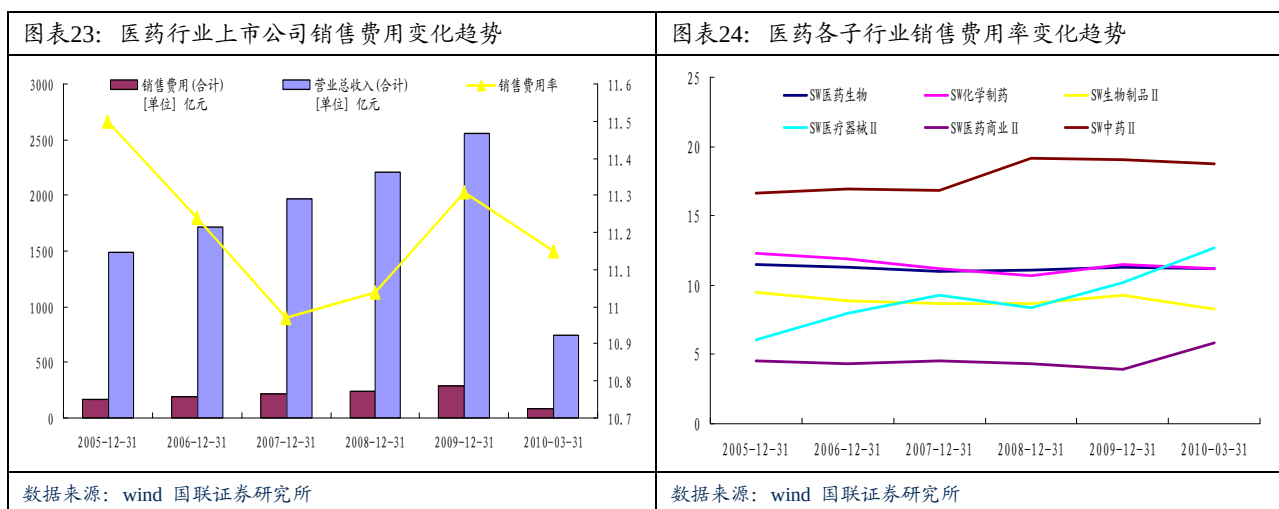
而我们对流动负债和非流动负债的分析可以发现在 2008 以来医药行业类上市公司的流动负债占总债务比例明显下降，而非流动的负债率显著上升，我

们认为原因主要有三个方面：首先是长债可以克服短期的现金流压力，在金融危机流动性收紧和资金紧张下，少借短债换成长债可以减轻企业的财务支付压力。其次就是央行在 2008 年下半年的连续降息，导致长债的借贷成本也随之下降，企业抓住这个有利的降息周期，进行债务结构调整。最后则是随着公司盈利的增加和加息预期，不少公司选择了偿还短期借款，从整个资产负债率下降可见一斑。

四、 上市公司销售分析

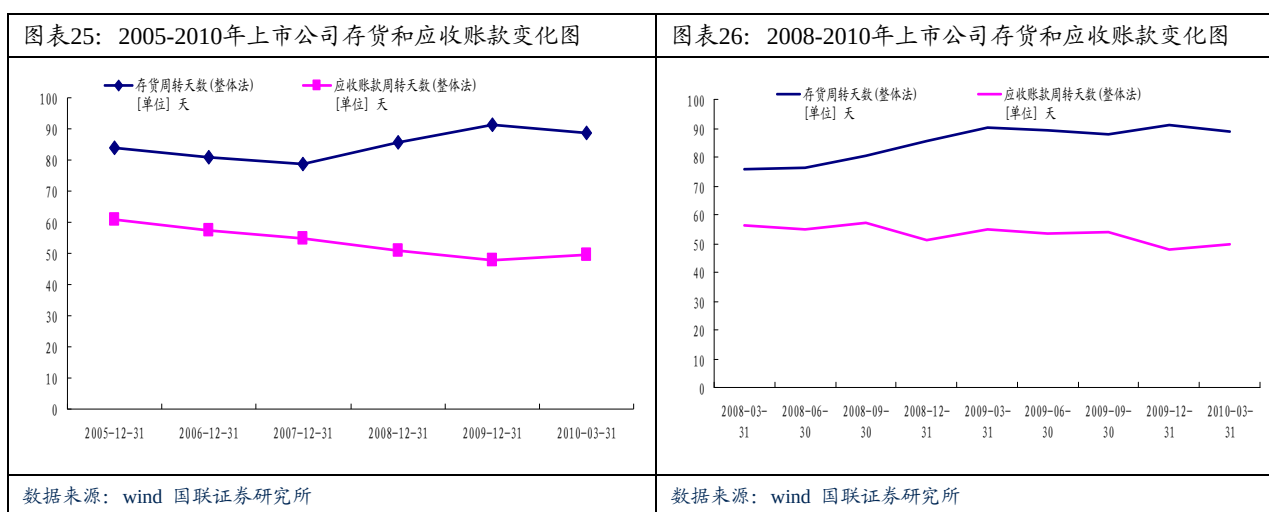
对于医药类企业来说，我们认为最重要的莫过于销售及研发，而在中国目前的市场环境里，销售甚至更重于研发，因此我们重点将销售相关数据提出来做一简单的分析，通过五年的数据分析，我们可以从下图中看到，医药行业上市公司的销售费用率在 2007 年以前一直呈现不断下降的趋势，2008 年后有所抬升，不过在 2010 年 1 季度又开始下降。结合行业增速数据，我们认为医药行业在 2007 年以前发展态势良好，销售压力较轻，因此收入增速大于销售费用的提高，费用率下降，而 2008 年和 2009 年销售压力较大，需求受到抑制，收入增速变缓，而为了应对困境销售力度加大，因此费用率出现提高态势，随着 2010 年行业情况的好转，销售费用率再次出现下降。

而从各子行业的数据来看，商业和医疗器械的销售费用率在 2008 年以后出现了上升趋势，我们认为销售费用有一定的先导性指标意义，一般企业愿意在销售上加大投入和调整，意味着企业要么是需要加大主导产品增加促销力度，要么是为了保持住市场的领导地位，要么是对产品具有信心，结果会推动次年销售额的一定幅度增长，结合目前政策导向，我们认为医疗器械和商业由于市场面临迅速扩容，不少上市公司选择了主动出击扩大占有率，因此销售费用率出现上升。



存货周转天数与应收账款周转天数

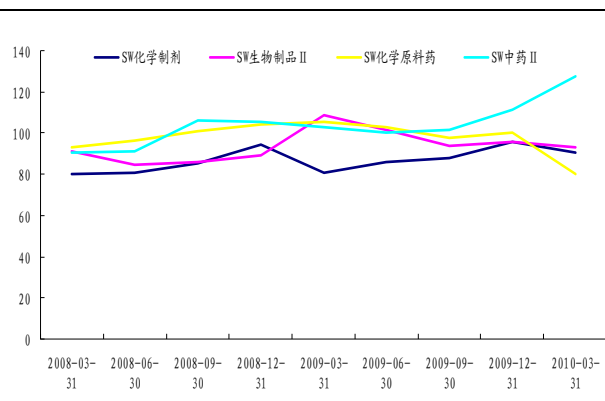
从下图中，我们可以看到应收帐款周转天数自 2005 年以来一直呈现下降的趋势，而存货周转天数则在 2008 年出现了明显的上升，不过在 2010 年一季度情况有所好转，说明在 2008 年-2009 年医药企业同样面临着市场需求和激烈竞争的问题。我们进一步在 2008-2010.3 的图中，可以看到这种趋势是明显地自 2008 年下半年开始出现，在 2009 年底存货周转天数达到 91 天的顶峰，到 2010 年 1 季度回落至 89 天，表明金融危机的影响已经逐步消除。而应收账款的下降则体现了为应对危机各个企业不断加大对应收账款的回收。



由于医疗器械行业数据和其他子行业差额较大，因此我们先分析其他四个子行业，将医疗器械单独列图分析。首先从 4 个细分子行业来看，中药的存货周转天数出现里明显的上升态势，截止到 2010 年一季度为 127.84，相比较 2008 年 90.58 提高了 37 天。生物制品行业则几乎为相反的走势，尽管 2009 年一季度出现了上升，不过之后一直下降，截止到 2010 年一季度降至 93.39 天，相较于 09 年 108.74 的高点下降了 15 天。另外化学原料药在 2010 年 1 季度存货周转天数为 80.30 天，环比和同比都出现了较大的下降，这主要与一季度为全年低点和 09 年一季度没有下降反而上升有关，这也验证了化学原料药已经逐步走出 2009 年的低谷。从应收账款周转天数的数据来看，医药行业各主要子行业相较于 2007 年和 2008 年同期都有明显的下降。

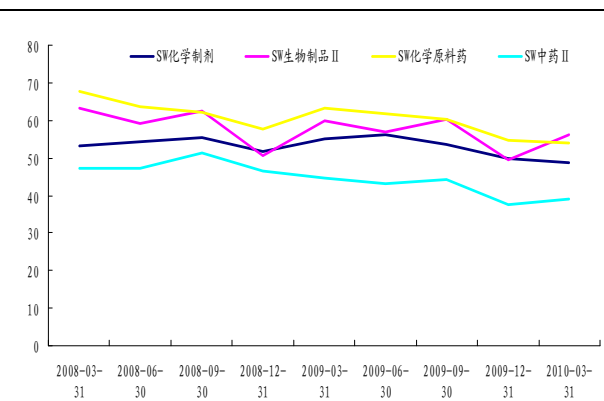
综上所述，从营运质量来分析，由于金融危机的影响，因此除中药外生物制药和化学原料药以及化学制剂这三个子行业在 2009 年和 2010 年一季度都呈现出好转的营运质量。

图表27: 2008-2010年四个子行业存货变化图



数据来源: wind 国联证券研究所

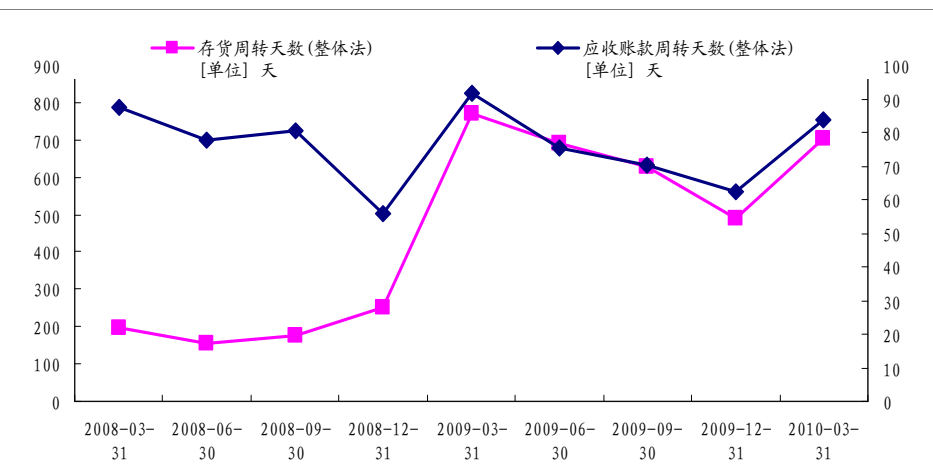
图表28: 2008-2010年四个子行业应收账款变化图



数据来源: wind 国联证券研究所

接下来我们从医疗器械子行业的独立的数据可以看出存货周转天数在2009年一季度出现了较大的提升,从250天急剧上升至772天,不过随后下降较快,尽管在2010年一季度又有所提高,不过相较于2009年1季度已经有所下降,考虑到一季度在全年数值较高,因此整体来看,存货周转天数出现了好转迹象。应收账款方面医疗器械并没有与其他子行业一样表现出下降趋势,相对比较平稳,我们认为这主要与医疗器械行业的应收账款对象主要是医院所致,因此不能很好的控制。

图表 29: 医疗器械 2008-2010 年存货和应收账款周转变化图



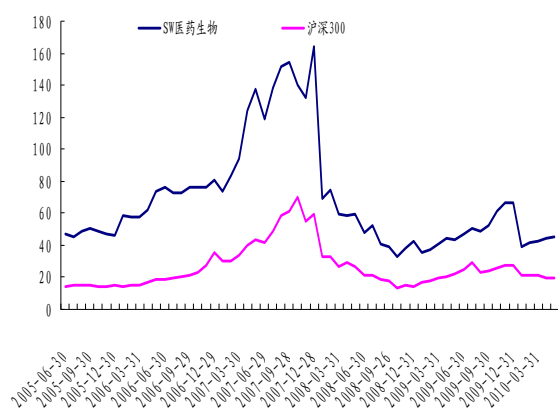
数据来源: wind 国联证券研究所

五、估值与涨跌幅分析

从医药行业历史估值的比较中,我们可以看出虽然医药行业的估值在09年初到达最低点后,伴随着大盘的反弹估值也随之提高,截止到2010年5月5日预测市盈率为45.56倍,不过依然处于历史低位。为了观察以半个月一个周期估值的变化,我们选取从09年4月以来至今一年的数据,

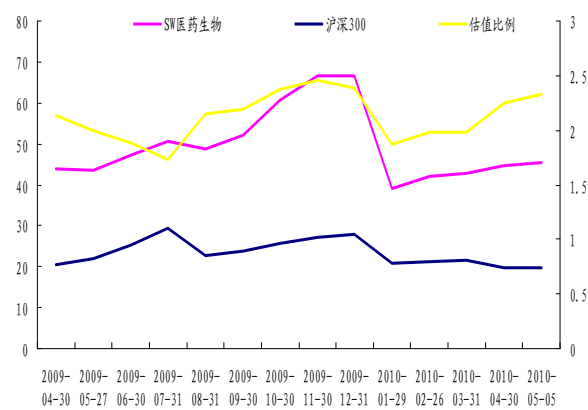
尽管估值仍处在低位,不过由于良好的防御性加上大盘 2009 年下半年以来相对弱势,因此行业与沪深 300 的比例处在相对较高位置,截止到 2010 年 5 月 5 日比例为 2.33,我们认为由于医药行业在医改扩容的影响下和人们对健康意识的提高,仍将继续保持 20%以上增速,结合国家宏观经济增速可能无法维持之前高速增长势头和大盘弱势调整短期不会改变,因此医药行业兼具进攻性和防御性的特性将继续支撑行业的高溢价,因此我们长期依然给予行业“优异”评级。

图30: 五年期医药行业历史市盈率



数据来源: wind 国联证券研究所

图31: 一年期医药行业市盈率



数据来源: wind 国联证券研究所

从半年周期的涨跌幅榜来看,业绩表现优异的个股和基本面优异的新股涨幅较大,这说明随着经济的好转,市场资金青睐于有实质业绩支撑的个股,而前期涨幅较大没有业绩支撑的题材股出现了较大的回调,另外仙琚制药和莱美药业由于新股发行价较高也出现了较大的回落。

证券代码	证券简称	涨幅前 10	证券代码	证券简称	跌幅前 10
002294.SZ	信立泰	76.37	600568.SH	中珠控股	-33.43
000661.SZ	长春高新	62.80	600223.SH	鲁商置业	-30.97
000627.SZ	天茂集团	61.11	002332.SZ	仙琚制药	-28.26
600055.SH	万东医疗	54.36	000078.SZ	海王生物	-26.07
600645.SH	ST 中源	49.27	002016.SZ	世荣兆业	-25.23
002099.SZ	海翔药业	47.85	000597.SZ	东北制药	-24.51
000566.SZ	海南海药	47.75	300006.SZ	莱美药业	-24.17
002020.SZ	京新药业	46.05	002107.SZ	沃华医药	-22.28
300015.SZ	爱尔眼科	44.77	002166.SZ	莱茵生物	-22.24
000790.SZ	华神集团	42.06	600538.SH	*ST 国发	-19.98

六、 行业推荐

综上分析,我们列表如下,从全行业的角度来分看,各个子行业经过 09 年

的低谷都出现了好转迹象，而化学原料药和化学制剂相对好转幅度较大，但是在盈利能力方面，生物制品还是最强的。而从上市公司的角度来说，各项数据也出现了好转的迹象，其中医疗器械和生物制品收入增幅较大，而盈利方面，由于医药商业在 2010 年 1 季度出现了向上的转变，因此表现较好的子行业为医药商业、医疗器械和生物制品三个子行业。我们认为，随着医改措施的进一步落实，医疗器械和医药商业将会首先受益，由于生物制品上市公司良莠不齐，因此从子行业来讲，我们首推医疗器械和医药商业，其次则是化学制剂。

综合分析表：

一季度变化方向	营业收入	销售利润率	销售毛利率
全行业			
上升 (↑)	生物制药、化学原料药	化学制剂、化学原料药	化学制剂、化学原料药
上市公司			
上升 (↑)	医疗器械、生物制品	医药商业、医疗器械、生物制品	化学制剂、医药商业、医疗器械

七、 重点行业个股推荐：

这里我们仅针对上面首推的医疗器械和医药商业这两个行业的相关推荐个股进行一个简短的评述，并不代表我们不看好其他行业的个股，具体投资策略详见我们后续的医药行业 2010 年下半年投资策略报告。

乐普医疗：(300003)

公司是一家从事冠状动脉介入医疗器械的研发、生产和销售的企业，主导产品“血管内药物（雷帕霉素）洗脱支架系统”具备较强的竞争优势，覆盖了全国 85%以上的开展冠状动脉介入手术的医院，另外先天性心脏病封堵器也是公司未来主要的增长点，我们预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 分别为 1.00 元、1.30 元和 1.65 元，考虑到公司主导产品所在领域属朝阳产业，市场处在成长期，增速较快，而公司作为龙头企业，具有强大的技术实力和盈利能力，再加上股性活跃，因此给予“推荐”评级，建议投资者逢低布局。

一致药业：(000028)

公司集商业和工业一体化，商业方面：公司 2009 年加大了收购进度，首先收购国控柳州，之后又收购了同处广西的国控南宁，使得公司在两广一体化运营的大平台上，进一步提升一致药业在中国南区药业分销的市场份额。另外在广西二线城市和珠江三角洲二线城市的收购，也使未来分销优势将会进一步扩大。工业方面：作为国控最主要工业平台，在大股东的大力支持下，随着致君制药和江苏万庆这两个制剂公司的进一步整合以及头孢系列产能的扩大，发展速度有望加快。我们预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 分别为 0.90 元、1.15 元和 1.45 元的业绩预测，给予“推荐”评级。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 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。