

宋颖

执业证书编号: S0270511060002

021-20220051-816

songying@wlzq.com.cn

发布日期: 2011 年 9 月 20 日

盈利增速下滑, 溢价率仍高企

——医药行业 2011 年半年报总结

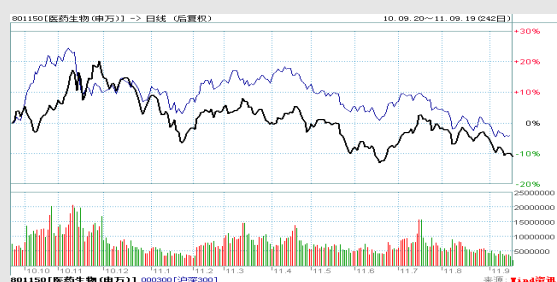
行业研究报告/策略报告

同步大势

盈利预测和投资评级

股票简称	11EPS	12EPS	11PE	评级
恒瑞医药	0.82	1.04	36	增持
人福医药	0.63	0.83	36	增持
科伦药业	2.09	2.85	29	买入
上海医药	0.74	0.90	21	买入
天士力	1.28	1.57	32	买入
昆明制药	0.39	0.55	37	增持
东富龙	1.34	1.82	33	增持
双鹭药业	1.21	1.43	30	增持

医药行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

《回归“防御”——2011 年下半年医药行业投资策略报告》

联系人: 李守峰、唐坚

联系电话: 021-20220051-812

邮箱: lisf@wlzq.com.cn

联系人: 夏雅琴

联系电话: 021-20220051

地址: 上海浦东南路 500 号国家开发银行大厦 16 层 D 座

邮编: 200122

行业核心观点:

我们对医药行业的 160 家上市公司中报进行了统计分析, 上半年医药行业的营业收入和净利润增速均低于去年同期, 同时医药行业表现也弱于大盘, 相对估值仍处于历史高位。但医药行业的政策靴子悉数落地, 下半年净利润增速有望触底回升, 维持中期策略观点, 医药行业将逐步回归“防御”属性。

投资要点:

- **上半年医药行业盈利增速下滑:** 生物医药行业上半年实现营业收入 2045 亿元, 较去年同期增长 21.13%; 实现净利润 182 亿元, 较去年同期增长 20.81%。营业收入和净利润增速均低于去年同期 27.55% 和 47.68% 的增速, 主要原因在于去年同期的高基数以及成本上升造成的行业毛利率普遍下滑。子行业出现分化, 医疗服务、医药商业表现较为突出, 化学原料药、生物制药表现较差。
- **上半年医药行业跑输大盘, 溢价率仍高企:** 11 年年初至今, 医药行业一度大幅跑输大盘, 最多时申万医药行业指数跑输沪深 300 指数 12 个百分点; 经过 7、8 月份的反弹, 医药行业跌 14.36%, 沪深 300 指数跌 12.1%, 医药行业指数仍跑输沪深 300 指数 2.26%。医药板块相对于全部 A 股的溢价率为 137.5%, 较年初 151.0% 的高位有所缓解, 但仍处于历史高位。
- **政策靴子悉数落地:** 年初至今发改委共出台两次药品降价政策、就《抗菌药物临床应用管理办法(征求意见稿)》两度征求意见、基本药物招标政策上或将试行统一定价, 总体来说在政策靴子悉数落地后, 下半年医药行业政策将好于上半年。
- **行业展望及投资策略:** 我们认为 10 年下半年净利润增速基数较低, 11 年净利润增长的高基数因素消除。同时, 随着国家调控政策的推进, 医药行业的毛利率有望回升到较高的水平。因此, 我们判断下半年医药行业的盈利水平有望触底回升。医药行业目前相对市盈率处于历史高位, 压制了医药行业的上涨空间, 维持中期策略观点, 医药行业将逐步回归“防御”属性, 公司也将逐渐分化。我们建议关注三条投资主线, 一是具有药物创新实力、行业壁垒较高、以及行业龙头型企业: 恒瑞医药、人福医药、科伦药业、上海医药。二是受益于基本药物推进的昆明制药和天士力。三是受益于新版 GMP 改造的冻干粉针机龙头东富龙。

1、行业上半年回顾：盈利增速下滑

截至2011年8月31日，生物医药行业11年半年报公布完毕，我们对160家医药板块公司进行了分析（剔除了农药、兽药为主业以及主业已非医药的上市公司）。

1.1 行业盈利：去年同期高基数致盈利增速下滑

生物医药行业上半年实现营业收入2045亿元，较去年同期增长21.13%；实现净利润182亿元，较去年同期增长20.81%。营业收入和净利润增速均低于去年同期27.55%和47.68%的增速，主要原因在于去年同期的高基数以及成本上升造成的行业毛利率普遍下滑。

图 1、医药板块 06 年至今营业收入增长情况

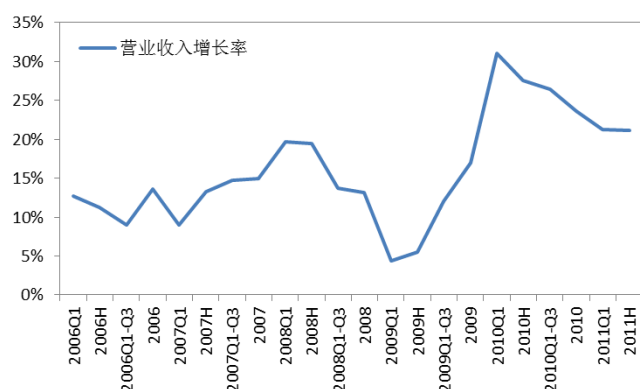
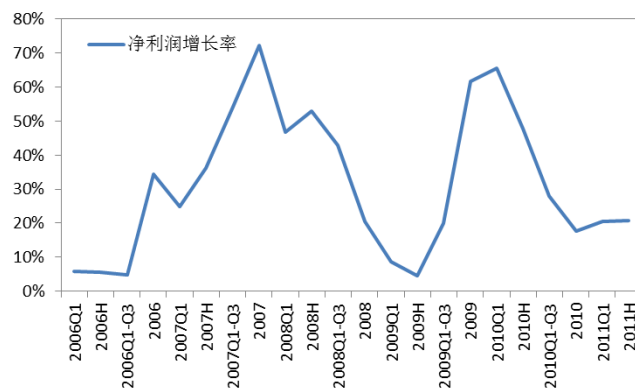


图 2、医药板块 06 年至今净利润增长情况



资料来源：Wind 资讯；万联证券研究所

1.2 医药板块主要营运指标：

上半年，医药行业实现毛利556亿元；毛利率为27.21%，较去年同期下降了2.22%，毛利率下降的主要原因是人工及原材料成本的上升。上半年实现净利润193亿元；净利率为9.46%，基本与去年同期持平，维持在近几年较高的水平。

图 3、上半年医药行业营业利润和毛利率

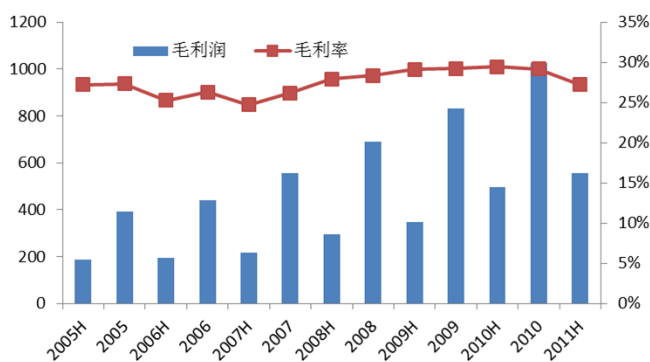
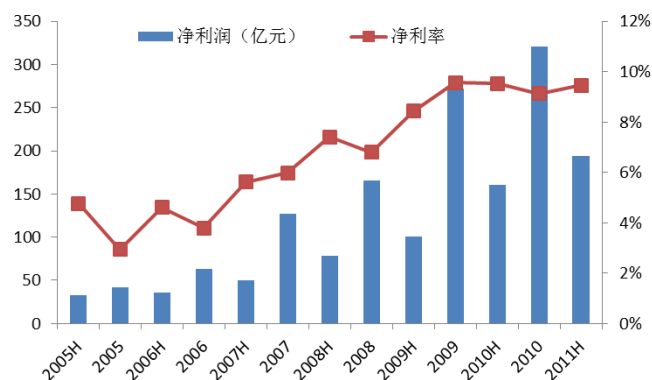


图 4、上半年医药行业净利润和净利率



资料来源：Wind 资讯；万联证券研究所

费用方面，销售费用、管理费用、财务费用较去年同期均有所下降，三项费用较去年同期下降了1.29%，抵消了由于毛利率下滑导致的行业盈利能力的下降。现金流方面，经营活动产生的现金流净额较去年同期减少36亿元，但筹资活动现金流较去年同期大幅增加98亿元。

图 5、行业三项费用情况

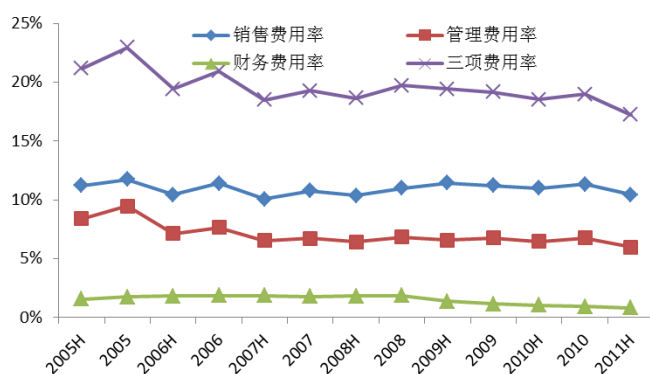
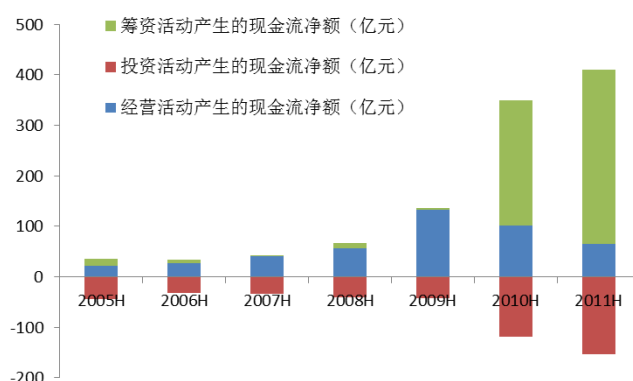


图 6、现金流净额



资料来源：Wind 资讯；万联证券研究所

1.3 股价表现：跑输大盘，溢价率仍处于高位

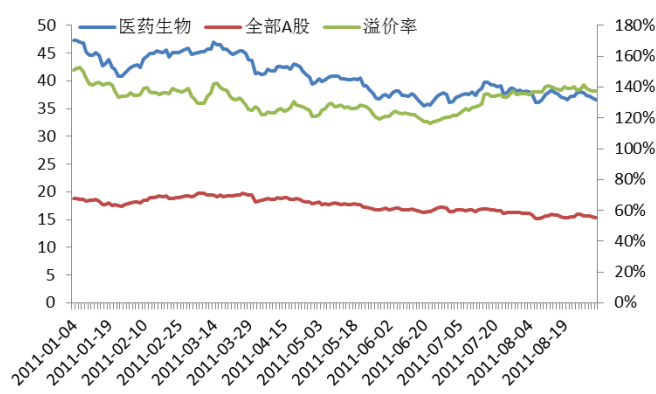
11年年初至今，医药行业一度大幅跑输大盘，最多时申万医药行业指数跑输沪深300指数12个百分点；经过7、8月份的反弹，医药行业跌14.36%，沪深300指数跌12.1%，医药行业指数仍跑输沪深300指数2.26%。我们认为医药行业上半年大幅跑输大盘是对医药行业盈利增速下滑以及对医药行业政策趋紧的反应。

同时，从估值角度看，医药板块目前市盈率(TTM, 整体法)为36.57，低于2000年以来的历史均值；医药板块相对于全部A股的溢价率（溢价率=医药板块整体市盈率/全部A股市盈率-1）为137.5%，较年初151.0%的高位有所缓解，但仍处于历史高位。溢价率高企限制了医药板块的上涨空间。

图 3、年初至今医药板块走势



图 4、年初至今医药板块市盈率情况



资料来源：Wind 资讯；万联证券研究所

2、各子行业经营情况

2.1 各子行业表现

纵观医药行业各子行业，医疗服务和医药商业表现较为突出，营业收入分别同比增长了2.08%和22.23%，净利润分别同比增长了49.59%和38.32%。医疗器械和化学制剂表现次之，营业收入分别同比增长了39.86%和15.38%，净利润分别同比增长了38.32%和34.63%。中药、生物制品和化学原料药子行业表现较差，营业收入分别同比增长了23.83%、13.17%和24.29%，净利润仅同比增长了23.65%、11.36%和-5.55%。

	营业收入增速		净利润增速		毛利率		费用率		所得税率		净利润率	
	2011上半年	2010上半年	2011上半年	2010上半年	2011上半年	2010上半年	2011上半年	2010上半年	2011上半年	2010上半年	2011上半年	2010上半年
化学原料药	24.29%	28.74%	-5.55%	44.93%	23.47%	29.70%	13.47%	16.48%	16.27%	16.44%	7.99%	10.50%
化学制剂	15.38%	9.96%	34.63%	20.57%	41.13%	41.80%	25.69%	26.84%	15.08%	15.07%	14.48%	12.41%
生物制品	13.17%	40.23%	11.36%	80.92%	34.33%	37.02%	20.33%	19.33%	17.05%	17.43%	17.76%	17.96%
医疗器械	39.86%	32.66%	34.19%	45.20%	41.05%	44.20%	20.83%	23.23%	14.94%	14.56%	16.44%	17.21%
医药商业	22.23%	45.14%	38.32%	142.40%	11.41%	12.34%	8.25%	8.92%	20.60%	19.04%	3.44%	3.10%
中药	23.83%	17.39%	23.65%	33.03%	38.28%	40.64%	24.98%	27.16%	15.31%	14.82%	11.52%	11.60%
医疗服务	2.08%	26.65%	49.59%	72.21%	24.72%	18.64%	16.60%	13.21%	28.85%	29.70%	6.01%	4.05%
医药生物	22.23%	45.14%	20.81%	47.68%	27.21%	29.43%	17.23%	18.53%	16.48%	16.22%	9.46%	9.52%

- **化学原料药**：化学原料药子行业上半年实现营业收入290亿元，较去年同期同比增长了24.29%；实现净利润23亿元，较去年同期同比下降了5.55%，毛利率下滑了6.33%。
- **化学制剂**：化学制剂子行业上半年实现营业收入270亿元，较去年同期同比增长了15.38%；实现净利润39亿元，较去年同期同比增长34.63%，毛利率基本与去年持平。
- **生物制品**：生物制品子行业上半年实现营业收入210亿元，较去年同期同比增长了13.17%；实现净利润37亿元，较去年同期同比增长11.36%，毛利率下降了2.69%。生物制品行业净利润增速较去年大幅下滑，主要原因在于09年年末和10年年初的甲流疫情使行业利润大增。
- **医疗器械**：医疗器械子行业上半年实现营业收入59亿元，较去年同期同比增长了39.86%；实现净利润10亿元，较去年同期同比增长34.19%，毛利率下滑了3.15%。医疗器械子行业在新医改、基层需求释放和消费升级的作用下，我国医疗器械行业增长强劲，下半年仍有望保持高速增长。
- **医药商业**：医药商业子行业上半年实现营业收入674亿元，较去年同期同比增长了22.23%；实现净利润23亿元，较去年同期同比增长35.66%，毛利率较去年小幅下滑。
- **中药**：中药子行业上半年实现营业收入517亿元，同比增长23.83%；实现净利润60亿元，较去年同期同比增长22.95%。实现净利润60亿元，较去年同期同比增长22.95%，毛利率较去年

下滑了2.36%。上游中药材由于干旱等自然灾害原因价格暴涨，导致了中药子行业毛利率的下滑。

- **医疗服务：**医疗服务子行业上半年实现营业收入 24 亿元，较去年同期同比增长了 2.08%；实现净利润 1.4 亿元，较去年同期同比增长 22.95%。

2.2 公司表现

从净利润增长区间看，上半年净利润大于30%以上的医药上市公司合计占比36%，而全部A股净利润幅度在30%的公司占比为40%，医药行业上半年盈利能力相对弱于A股平均值。

图 5、医药上市公司 11 年上半年净利润增长率统计

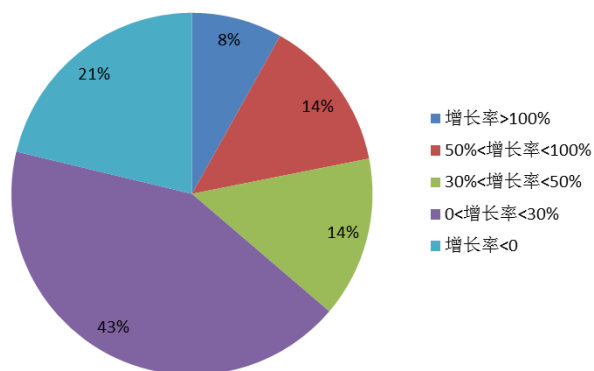
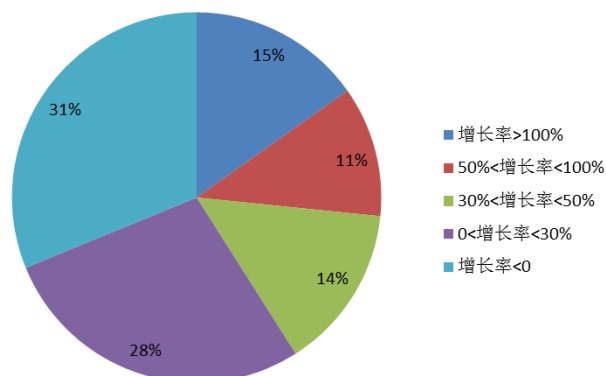


图 6、A 股上市公司 11 年上半年净利润增长统计



资料来源：Wind 资讯；万联证券研究所

表：净利润同比增长率（扣除非经营性收益后）超过 30%以上公司列表

证券代码	证券简称	营业收入	营业利润	归属母公司股东的净利润（扣非）
000590. SZ	紫光古汉	26. 82	4262. 52	2777. 97
600530. SH	交大昂立	-1. 55	296. 65	1942. 25
000004. SZ	国农科技	16. 52	-37. 57	285. 46
002020. SZ	京新药业	24. 15	232. 75	244. 55
600277. SH	亿利能源	41. 69	72. 66	212. 75
600521. SH	华海药业	108. 96	199. 62	193. 47
000591. SZ	桐君阁	14. 44	96. 17	163. 77
600252. SH	中恒集团	98. 39	115. 17	120. 39
002424. SZ	贵州百灵	41. 17	112. 59	119. 14
000669. SZ	领先科技	-73. 76	94. 03	94. 03
600587. SH	新华医疗	86. 42	75. 72	90. 29
600867. SH	通化东宝	14. 15	-35. 73	90. 10
002107. SZ	沃华医药	50. 95	89. 27	89. 25
300039. SZ	上海凯宝	67. 60	89. 40	85. 63
000790. SZ	华神集团	14. 43	68. 63	83. 01

600422.SH	昆明制药	27.92	50.18	69.58
000705.SZ	浙江震元	13.69	33.28	66.69
300015.SZ	爱尔眼科	57.63	56.36	66.54
300199.SZ	翰宇药业	39.51	71.13	65.72
600211.SH	西藏药业	-1.38	111.21	65.01
600763.SH	通策医疗	29.41	70.16	64.39
300146.SZ	汤臣倍健	73.81	61.38	62.29
300238.SZ	冠昊生物	31.05	49.84	61.57
002223.SZ	鱼跃医疗	40.17	51.58	60.90
002422.SZ	科伦药业	29.43	56.82	58.78
300158.SZ	振东制药	71.39	43.74	57.32
600267.SH	海正药业	16.41	52.52	53.98
300006.SZ	莱美药业	50.15	61.53	53.19
300255.SZ	常山药业	44.37	52.52	51.79
600535.SH	天士力	39.35	76.80	51.58
000952.SZ	广济药业	-4.79	45.11	51.56
000522.SZ	白云山 A	12.99	34.92	50.78
600436.SH	片仔癀	17.77	28.46	47.98
000766.SZ	通化金马	0.89	46.20	47.7
600055.SH	万东医疗	12.44	36.43	45.01
300171.SZ	东富龙	39.75	61.04	44.69
601607.SH	上海医药	36.10	56.92	43.54
002462.SZ	嘉事堂	25.59	21.04	42.79
000423.SZ	东阿阿胶	2.92	46.43	40.62
600518.SH	康美药业	89.58	56.69	39.85
002433.SZ	太安堂	22.77	62.97	39.83
600079.SH	人福医药	67.77	29.47	38.63
002038.SZ	双鹭药业	29.19	166.42	38.38
000650.SZ	仁和药业	132.81	39.15	36.68
300244.SZ	迪安诊断	39.83	36.25	35.47
300254.SZ	仟源制药	10.70	34.28	35.11
002365.SZ	永安药业	33.55	44.5	34.95
002262.SZ	恩华药业	21.91	37.19	34.49
000028.SZ	一致药业	15.37	29.72	33.9
300119.SZ	瑞普生物	69.55	18.09	33.41
002566.SZ	益盛药业	20.99	26.13	31.82
000788.SZ	西南合成	22.36	29.99	31.49
002004.SZ	华邦制药	12.85	35.31	30.43

数据来源：wind 资讯；万联证券研究所

3、年初至今政策回顾：靴子悉数落地

3.1 年初至今发改委发布两次降价政策：

11年3月28日国家发改委发出了调整部分抗微生物类和循环系统类药品最高零售价格的通知，调整后的价格比现行规定价格平均

降低21%。

8月5日，发改委发布关于调整激素、调节内分泌类和神经系统类等药品价格及有关问题的通知，降低部分激素、调节内分泌类和神经系统类等药品最高零售价格。

3.2 《抗菌药物临床应用管理办法》征求意见

5月16日，卫生部发布了《抗菌药物临床应用管理办法(征求意见稿)》和《2011年全国抗菌药物临床应用专项整治活动方案》，并计划于7月1日起正式实施。

8月3日，国务院法制办公室网站发布卫生部关于《抗菌药物临床应用管理办法(征求意见稿)》公开征求意见的通知，意见收集截止日期为2011年9月15日。此次再度向公众征求意见稿在实行时间、抗菌药物范围、分级管理目录制定部门、分级管理目录制定范围、监管部门、监管措施等方面发生了较大变化，体现了卫生部、医疗机构、抗生素生产厂家三方博弈的结果。

3.3 基药招标或将试行统一定价

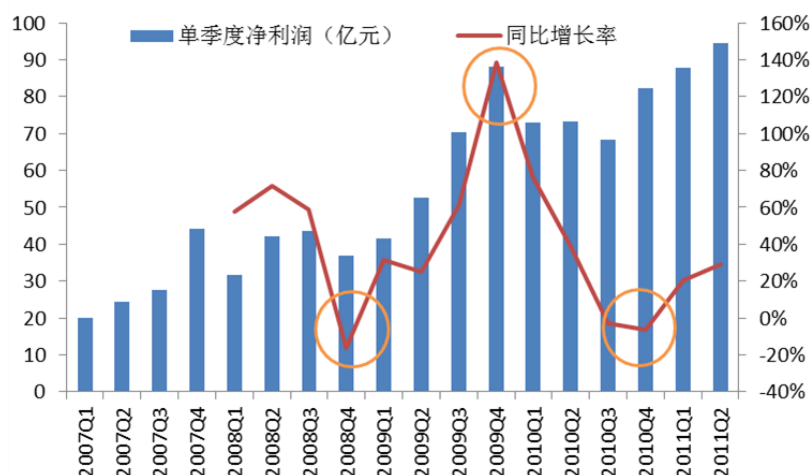
“安徽模式”自推行以来，其“唯低价是取”一直被业内所诟病，价跌量升的承诺并未实现。8月，在基本药物招标政策上有了新动向，41个基药品种有望率先统一定价。如果基药统一定价覆盖至所有品种，基药招标“唯低价是取”的状况将改变，有望回归到药物定价的根本原则，质量优先，价格合理。质量控制良好的基本药物生产龙头企业将受益，行业的集中度将进一步提升。

4、行业展望及投资策略

4.1 行业展望：下半年医药行业盈利水平有望触底回升

上半年医药行业盈利增速下滑的主要原因在于去年的高基数以及成本上升造成的毛利率下滑。我们认为10年下半年净利润增速基数较低，11年净利润增长的高基数因素消除。同时，随着国家调控政策的推进，医药行业的毛利率有望回升到较高的水平。因此，我们判断下半年医药行业的盈利水平有望触底回升。

图 5、07 年以来医药行业单季度净利润增长情况



资料来源：Wind 资讯；万联证券研究所

4.2 投资策略：

医药行业目前相对市盈率处于历史高位，压制了医药行业的上涨空间。但我们认为下半年医药行业净利润增速有望触底回升，全年净利润增速保持在20%-23%之间，政策面上多项“靴子”已经落地，医药“十二五”规划即将出台，因此我们维持中期策略观点，医药行业将回归“防御”属性，各子行业将继续分化，建议选择配置半年报业绩符合预期以及增长性明确的公司，而一些增长稍缓，但质地优良估值较低的公司也可适当关注。长期来看，医药生物行业成长性明确，医药产品需求日益增加，国家对医药卫生费用投入持续增加，政策面的支持，都会构成医药生物行业的长期稳定增长。

建议关注：

- (1) 具有药物创新实力、行业壁垒较高、以及行业龙头型企业：恒瑞医药、人福医药、科伦药业、上海医药。
- (2) 随着医改的推进，基本药物将在基层放量，基药独家品种以及竞争对手相对较少的品种具有较强的价格维护能力，建议关注天士力和昆明制药。
- (3) 新一轮的GMP改造拉开序幕，制药装备行业迎来黄金五年，建议关注冻干粉针机龙头公司东富龙。

医药生物行业重点上市公司估值情况一览表

公司简称	每股收益				每股净资产	收盘价	市盈率			市净率	投资评级
	10A	1H11	11E	12E	10A		10A	11E	12E	10A	
天士力	0.92	0.70	1.28	1.57	6.40	41.51	45	32	26	9.48	买入
东富龙	2.22	0.62	1.34	1.82	5.49	44.63	20	33	24	3.64	增持
昆明制药	0.27	0.18	0.39	0.55	2.34	14.35	53	37	26	5.90	增持
双鹭药业	0.96	0.49	1.21	1.43	4.71	33.85	35	30	24	12.53	增持
科伦药业	3.08	0.85	2.09	2.85	14.56	60.99	20	29	21	4.43	买入
人福医药	0.46	0.3	0.63	0.83	3.96	22.54	49	36	27	5.65	增持
恒瑞医药	0.97	0.416	0.818	1.035	3.013	29.61	31	36	29	10.00	增持
上海医药	0.69	0.607	0.74	0.897	3.397	15.22	22	21	17	4.56	买入

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有，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、发表或引用。