

景气程度分化 未来趋势向好

—— 医药行业三季报总结

研究结论

医药行业上市公司三季报已经发布完毕，2011 年前三季度医药行业上市公司共实现收入 3151.5 亿元，同比增速为 20.8%；利润总额 338.9 亿元，同比增速为 19.7%。其中 2011 年第三季度医药行业上市公司收入为 1085.8 亿元，同比增速为 20.3%；利润总额约 102.2 亿元，同比增速为 10.5%。

我们的分析：

- **医药行业上市公司增速放缓：**今年是医药行业增速略有调整的一年，医药行业上市公司收入和利润增速均同比放缓，我们认为与招标政策、药品管理、成本上涨、经济环境等诸多因素有关，但各个子行业仍有不同的景气程度。
- **中药行业：**前三季度中药上市公司营业收入同比增长 23.0%，利润总额同比增长 28.5%；其中第三季度营业收入同比增长 22.8%，利润总额同比增长 20.8%。
- **原料药：**前三季度原料药上市公司可比业务营业收入同比增长 9.6%，利润总额同比增长 2.1%；其中第三季度营业收入同比增长 7.5%，利润总额同比下降 6.5%。
- **化学药：**前三季度化学药上市公司收入同比增长 14.7%，利润总额同比增长 14.4%；其中第三季度营业收入同比增长 11.7%，利润总额同比增长 3.6%。
- **生物制品：**前三季度生物制品上市公司收入同比增长 11.6%，利润总额同比增长 21.1%；其中第三季度营业收入同比增长 15.2%，利润总额同比增长 52.1%。
- **医疗器械行业：**前三季度医疗器械上市公司收入同比增长 29.2%，利润总额同比增长 29.4%；其中第三季度营业收入同比增长 23.3%，利润总额同比增长 14.6%。
- **医疗服务行业：**前三季度医疗服务上市公司营业收入同比增长 46.2%，利润总额增长 41.4%；其中第三季度营业收入增长 42.7%，利润总额增长 33.3%。
- **医药商业：**前三季度医药商业上市公司收入同比增长 25.7%，利润总额同比增长 40.7%；其中第三季度医药商业上市公司收入同比增长 31.6%，利润总额同比增长 9.0%。
- **投资建议：**虽然行业增速有所放缓，但整体行业仍然保持了一定的增长，且部分子行业景气度仍较高。我们认为 2011 年是各项政策和成本的负面因素以及行业心理波动因素集中体现的一年，未来随着政策和市场预期的稳定，以及成本上涨等不利因素的逐渐消退，医药行业增长有望回升。我们建议关注中成药、生物制品、医疗器械和医疗服务等较少受到目前招标价格影响、或受益于成本下降的公司，以及在目前环境下具有成本转嫁能力和定价能力的医药公司。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

李淑花

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

联系人

江维娜

8621-63325888 × 6005

jiangweina@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0850210040012

庄琰

8621-63325888 × 6069

zhuangyan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030004

田加强

8621-63325888 × 6087

tianjiaqiang@orientsec.com.cn

宋敏

8621-63325888 × 6107

songmin@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

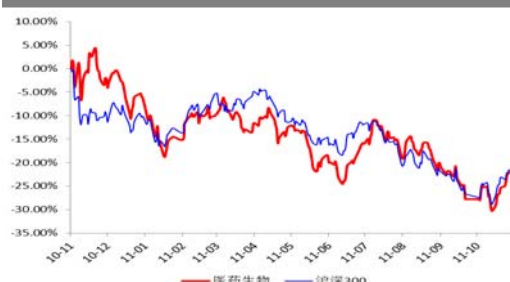
行业

医药

报告发布日期

2011 年 11 月 10 日

股价表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2010	2011E	2012E	2013E	评级
云南白药	1.33	1.81	2.41	3.13	买入
恒瑞医药	0.64	0.81	1.00	1.21	买入
上海医药	0.69	0.81	0.91	1.11	买入
双鹭药业	0.72	1.10	1.54	2.16	买入
一致药业	0.91	1.20	1.54	1.85	买入
康美药业	0.42	0.52	0.67	0.92	买入
海翔药业	0.53	0.75	0.97	N/A	买入
山大华特	0.39	0.61	0.86	1.13	买入
通策医疗	0.31	0.43	0.61	N/A	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

医药行业整体情况

医药行业收入增速稳中有升，前三季度累计收入同比增速达到 30%，高于去年同期。但是受到招标、降价、抗生素管理办法、成本上涨等多方面不利因素的影响，前三季度累计利润增速仅为 21%，低于去年同期。

上市公司情况

我们选取 176 家上市公司，2011 年前三季度实现收入约 3151.5 亿元，同比增速为 20.8%，与去年同期相比下降 17.4 个百分点，与医药行业整体收入增速相比也减少 9.4 个百分点；其中第三季度实现收入约 1085.8 亿元，同比增速为 20.3%。

从利润总额看，2011 年前三季度利润总额约 338.9 亿元，同比增速为 19.7%，与去年同期相比下降了 14.0 个百分点，与医药行业整体利润增速相比也减少 1.5 个百分点；其中第三季度利润总额约 102.2 亿元，同比增速为 10.5%。

医药上市公司的销售费用率和管理费用率总体有所下降，但年内三个季度看略有上升。

图 1. 医药上市公司销售收入和利润增长率

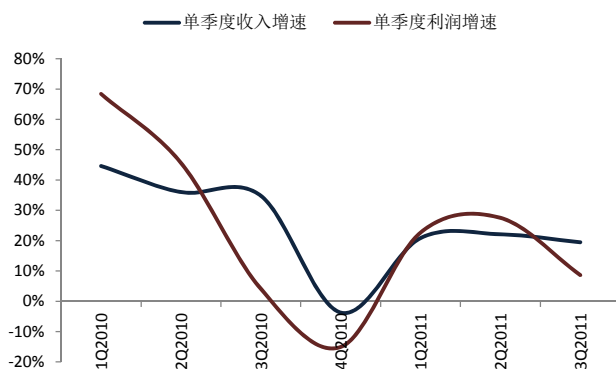
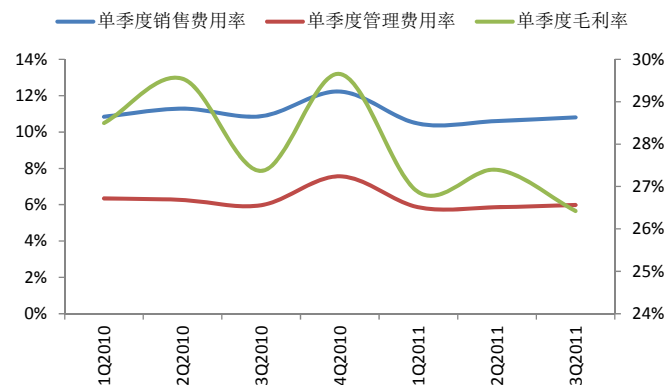


图 2. 医药上市公司毛利率（右轴）和费用率



资料来源：东方证券研究所，Wind

行业情况

医药行业收入一直稳定增长，同比增速从 2009 年初的 19% 左右上升到 2010 年底的 26% 左右，再到 2011 年 9 月底的 30% 左右，体现出行业良好的成长性。但是成本增速更快，一方面由于部分药品中标价格下降，销售增速落后于成本；另一方面则是由于原材料、人力、能源成本的不断上升，严重压缩了行业利润，导致利润增速从 2010 年 30% 多下降到目前的 21% 左右。

而整体行业的销售费用和管理费用控制良好，费用率两年多来一直在缓慢下行。2011 年三季度销售费用和管理费用率合计同比下降了 1.3 个百分点，一定程度上对冲了成本上升的影响。

图 3. 医药行业销售收入和利润增长率

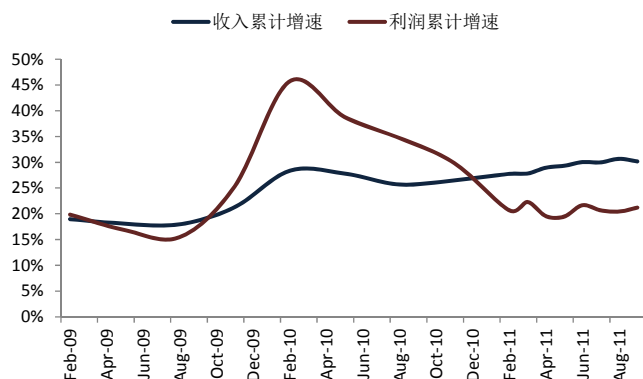
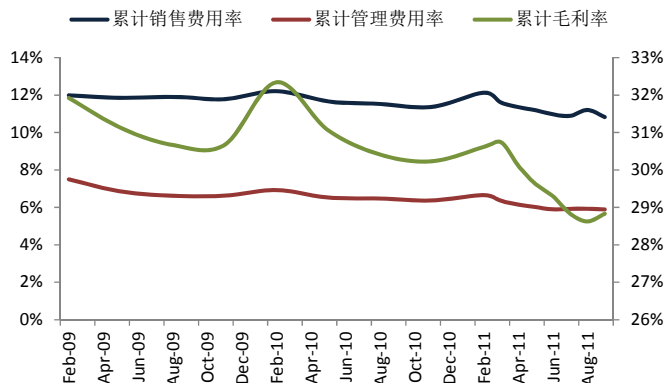


图 4. 行业毛利率（右轴）和费用率



资料来源：东方证券研究所，Wind

我们认为今年是医药行业受到较大冲击的一年，但是医药行业与政策紧密相关，我们预计基药再进行大范围降价的可能性已经比较低，药厂将有望从价格竞争变成质量、服务竞争，全行业竞争能力和盈利水平有望提高，尤其有利于其中的上市公司；另外医保覆盖面不断扩大、医保水平不断深入，同样会有利于行业的持续成长。

从历史上看，2004 年受严厉降价政策影响行业利润增速仅为 9.5%，2006 年又受到持续降价以及反商业贿赂等事件影响行业利润增速仅为 11.7%，但是第二年政策转暖后增速回升，2007 年受益于新农合的大范围开展以及社区医疗服务的重点发展，行业利润增速反弹至 54.2%。所以我们认为 2011 年也是受不利政策严重影响的一年，随着医药工业“十二五”规划的推出，以及相关政策法规的完善，预计 2012 年利润增速会有所提升。

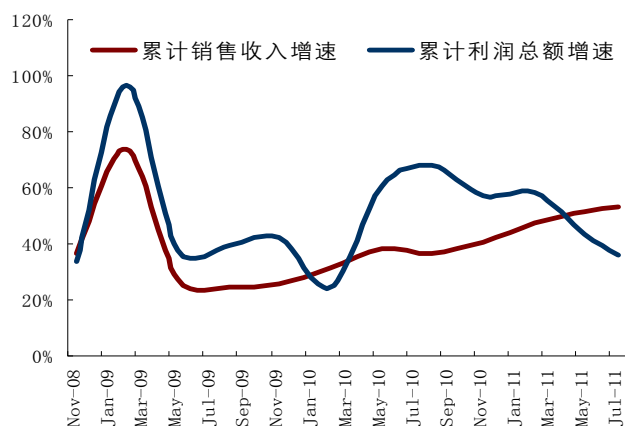
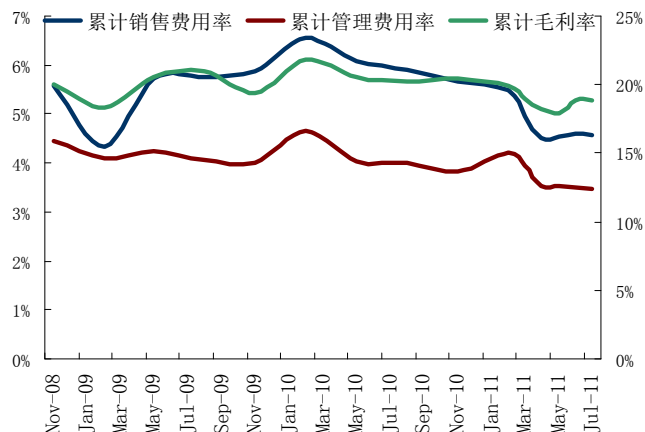
中药行业

中药饮片和中成药这两个子行业均增长较快，1-9 月中成药实现营业收入 1729 亿元，同比增长 34.6%，实现利润总额 170 亿元，同比增长 28.4%，毛利率 31%，同比下降 3 个百分点。1-9 月中药饮片行业实现收入 416 亿元，同比增长 53%，实现利润总额 31.7%，同比增长 56.4%，毛利率 18.8%，同比下滑 1.4 个百分点。中药饮片子行业收入、利润总额和毛利率同比增速均高于中成药行业，我们认为主要是由于中药材价格上涨，利润在行业内再分配所致。

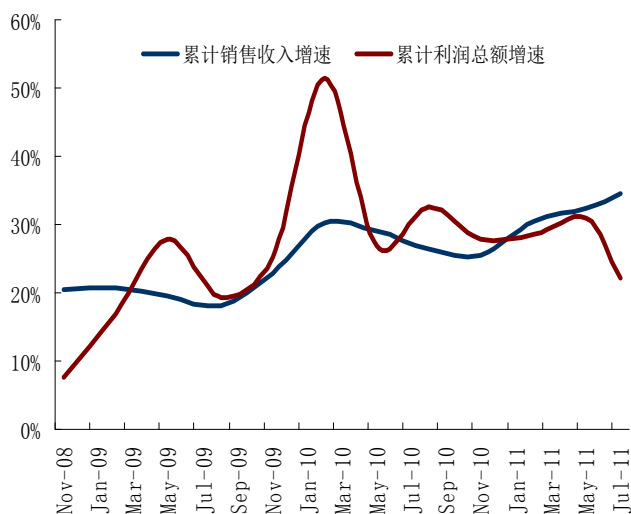
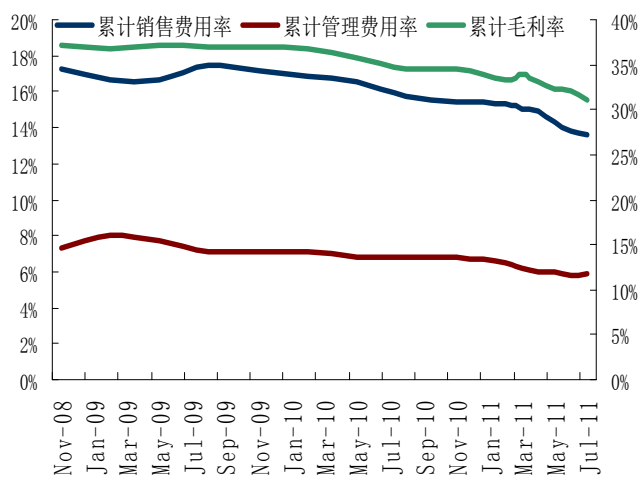
中药注射剂基本保持较高增长态势，不少公司通过营销体制改革实现了销售的快速增长，且较高的毛利率水平使这些公司基本未受到中药材成本的显著影响。凭借其特殊的产品属性和国情特点，在销售体制理顺和产能瓶颈解决的前提下，安全性相对较高的品种仍有望在未来 2 年内保持较高的成长性。

行业情况

1-9 月财务费用率 0.76%，环比增加 0.07 个百分点，管理费用率 6.80%，环比下降 0.03 个百分点，销售费用率 19.73%，环比上升 0.23 个百分点，三项费用率呈现环比上升态势。

图 5. 销售成本和销售收入增长率(中药饮片)

图 6. 成本(右轴)和费用率 (中药饮片)


资料来源：东方证券研究所，Wind

图 7. 销售成本和销售收入增长率(中成药)

图 8. 成本(右轴)和费用率 (中成药)


资料来源：东方证券研究所，Wind

从中药材天地网的市场价格指数可见，6 月底开始，中药材价格呈现明显回落态势，与高点相比已经下滑 30%左右，从目前的价格指数来看，大部分药材的价格还是远远高于 09 年年底 10 年年初的价格，中药企业的成本仍然高企，由于中药材价格回落到上涨前可能性非常小，因此我们认为能维持毛利率稳定的企业将是有创新能力能转嫁成本上升压力的企业或者是有资源掌控优势的企业。

图 9. 中药材市场价格指数



资料来源：东方证券研究所，中药材天地网

上市公司情况

中药类上市公司前三季度实现营业收入同比增长 23.55%，实现营业利润同比增长 33.27%，其中三季度单季度扣非后净利润同比增长 21%。

图 10. 销售收入增长率(上市公司)

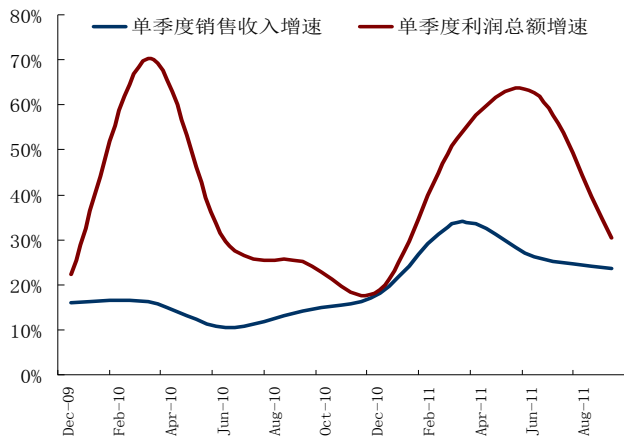
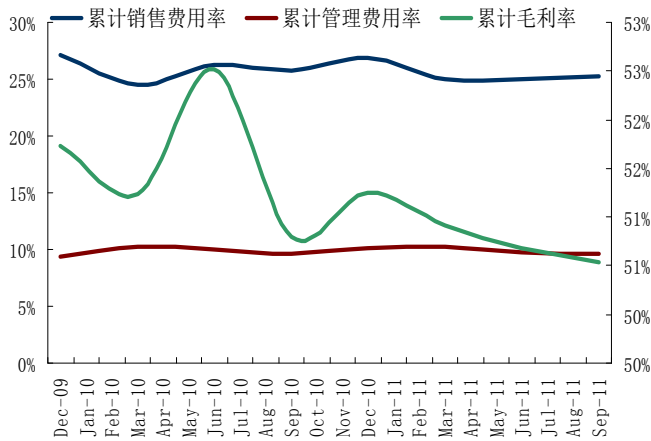


图 11. 成本(右轴)和费用率（上市公司）



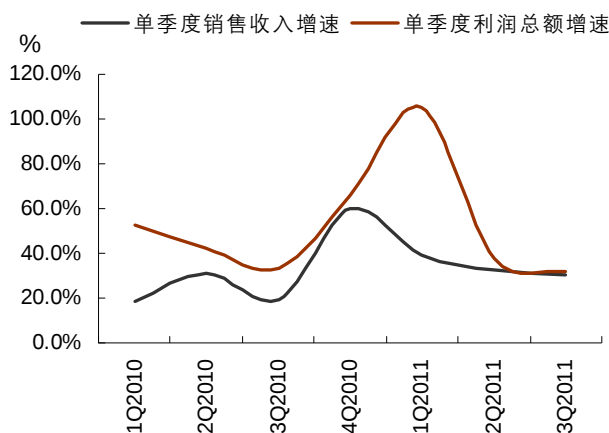
资料来源：东方证券研究所，Wind

三季度单季扣非后净利润同比增长表现较好的上市公司是：马应龙、益佰制药、天士力、康美药业、千金药业、昆明制药、片仔癀、中恒集团、九芝堂、华神集团、仁和药业和东阿阿胶。预期中药材价格在年内下降是大概率事件，但不会降到 09 年底启动前的水平，因此整体盈利水平会逐步回升，但回复到原有水平有很大难度。我们更加看好有 GAP 基地的公司，中药现代化企业，中药注射液企业，以及有提价能力的品牌中药企业。

从典型的 8 家中药注射剂上市公司情况来看，第三季度合计实现销售收入 32 亿元，同比增长 30.3%，增速与前两个季度相比基本稳定，略有下降，显示其价格和需求基本维持稳定（其中只有金陵药业单季度同比下滑，其余多数公司增速均在 30% 以上；红日药业受收购的康仁堂业务带动，收入也高于 30%；而振东制药则受商业业务拉动较大）。

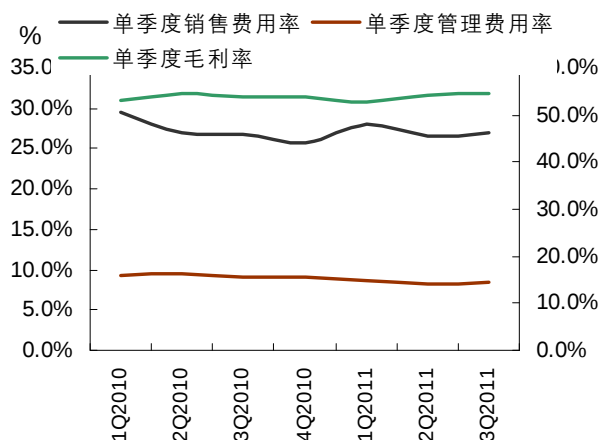
从成本角度来看，中药注射剂企业由于毛利率较高，其受中药材影响基本不大，第三季度合计实现成本增长 21.4%，远低于收入增速（可能反应高毛利的中药注射剂品种占比提高）。但中药注射剂企业费用增幅显著，销售费用管理费用均显示出加速增长态势，致使毛利率扩大因素被对冲，利润总额第三季度增速为 31.6%，与收入增长基本持平。

图 12. 中药注射剂公司销售收入和销售成本增长率



资料来源：东方证券研究所，Wind

图 13. 中药注射剂公司毛利率（右轴）和费用率



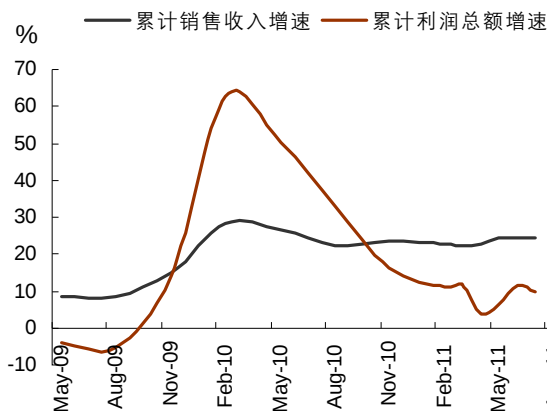
我们认为，中药注射剂企业的销售增长应仍能维持较快的增长，这与其产品的市场属性特点密切相关；而中药材的价格波动对其造成的影响有限。在中药注射剂安全性风险隐患犹存的情况下，我们相对看好安全系数较高的品种如血栓通、血塞通、复方斑蝥等产品。销售改革的成功使昆明制药和益佰制药的销售收入有明显起色，仍可持续关注；红日药业销售渠道调整正在过程中，也值得关注。

原料药

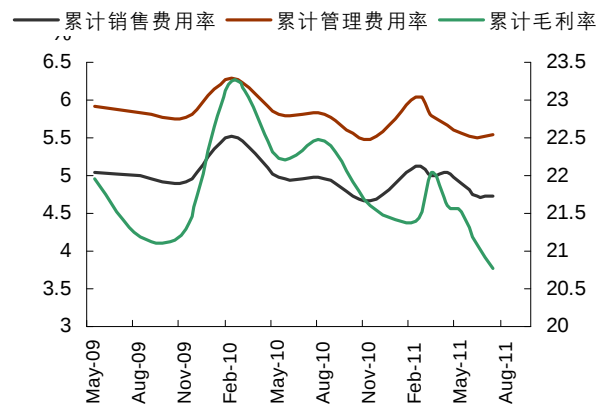
三季度原料药行业整体增速回落，价格下滑与成本高企仍在挤压行业利润；大宗原料药仍处于调整态势，特色原料药则依赖产业转移趋势未来增长有望逐步提高。

➤ 行业情况

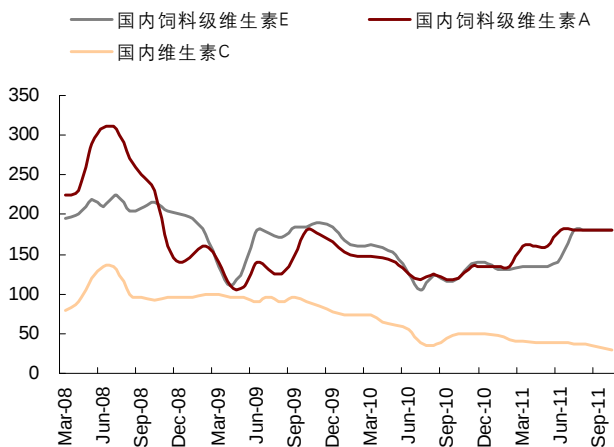
我们从 1-7 月份有限的行业的数据来分析全行业的经营状况。其中原料药细分子行业的收入增速在 6-7 月份依然保持 24% 左右的稳定增长；但到成本增速依然高企，其增速更快，高于收入 1-2 个百分点；显示基础原材料、能源和电力成本依然在影响公司经营。整体行业的销售费用和管理费用控制良好，增长速度维持在 15% 左右，低于收入增长的势头，对冲了成本的影响；6-7 月份增速水平略有回升。

图 14. 原料药行业销售收入和销售成本增长率


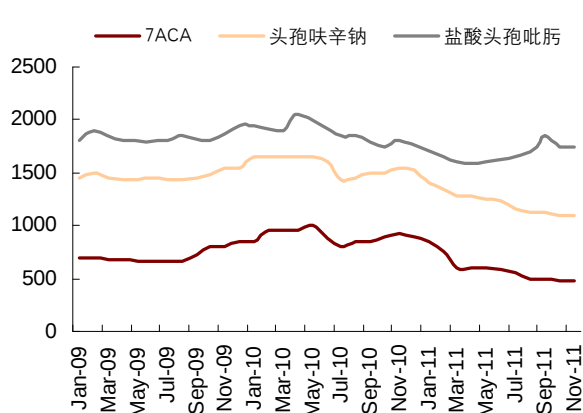
资料来源：东方证券研究所，Wind

图 15. 原料药行业毛利率（右轴）和费用率


但从主要产品的价格走势来看，部分大宗原料药的价格走势并不乐观，8-9 月份的情况收入和利润数据可能更差；这可以从上市公司数据中得到验证。其中 10 月份国内维生素 C 报价仅 30 元/kg，低于前两个月的水平；维生素 A 和维生素 E 的行业报价仍较为稳定，维持在 180 元左右；7ACA 价格跌势有所缓和，但报价已经跌至 480 元/kg，形式依然严峻。

图 16. 部分维生素的价格


资料来源：东方证券，健康网

图 17. 部分头孢类原料药的价格


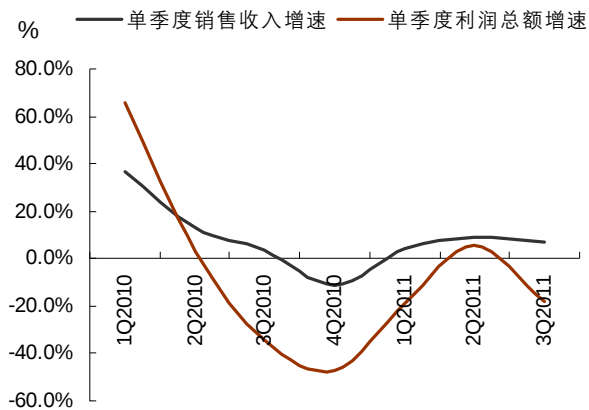
我们认为总体上大宗原料药的增长情况不佳，但以特色原料药出口为主要业务的企业应仍维持了较好的增长势头。

➤ 上市公司情况

从典型的 11 家大宗原料药上市公司来看，第三季度实现收入约 90 亿元，同比增速为 8.5%，增速较前两个季度下滑了 19 个百分点（如果扣除华北制药，大宗原料药 1-3 季度的增速均不超过 10%），扣除华北药后 Q3 收入同比增速为 6.8%，环比下降 2.3 个百分点，显示 7-9 月份大宗原料药的价格和销量均承压；上述同样处理口径下大宗原料药行业 Q3 成本增速为 8.5%，高于收入增速 1.7

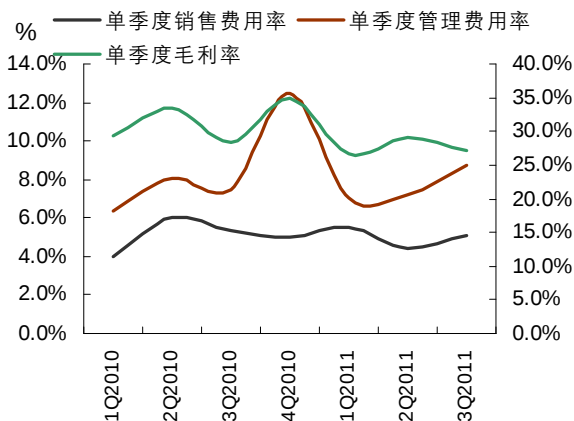
个百分点，亦显示产品价格和成本对行业的负面影响；Q3 大宗原料药行业利润总额增速为-18%，环比增速下滑 23 个百分点，其中东北制药、鑫富药业（主业偏向化工）出现季度亏损。

图 18. 大宗原料药公司销售收入和销售成本增长率



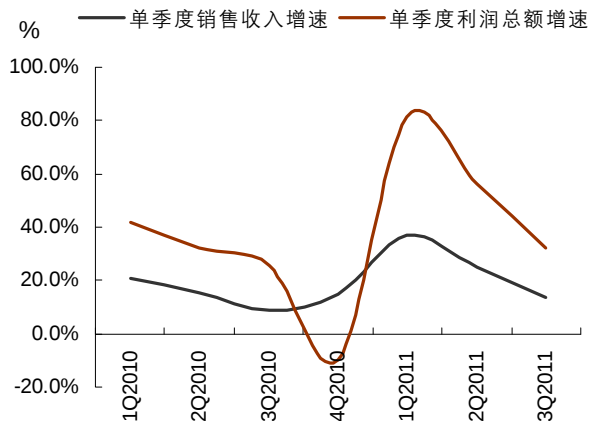
资料来源：东方证券研究所，Wind

图 19. 大宗原料药公司毛利率（右轴）和费用率



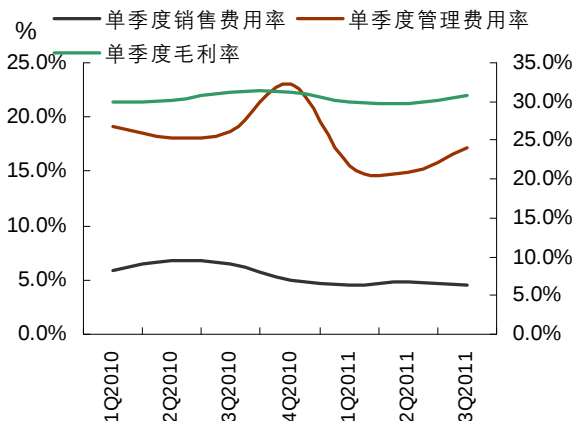
从浙江四家特色原料药企业来看，第三季度实现收入 21 亿元，同比增速为 13.5%，但增长较第二季度下滑了近 11 个百分点。其中海正药业对增长贡献较大，除了房地产业务带来非经常性增长外，主业沙坦类业务放量，仅上半年主营医药类产品增速即高达近 80%，而海正药业、海翔药业第三季度增速均受到影响，季度增速下滑较多。特色原料药企业成本增速也高于收入增速，显示成本压力犹存；但在良好的费用控制下，其利润增速依然达到 32%，维持了较高的增长态势。

图 20. 特色原料药公司销售收入和销售成本增长率



资料来源：东方证券研究所，Wind

图 21. 特色原料药公司毛利率（右轴）和费用率



我们认为，大宗原料药在三季度依然表现不佳，VC 由于产业政策不能得到落实依然处于底部，7ACA 等头孢原料药和中间体受到政策和行业因素影响仍在低谷；而特色原料药前景依然看好，沙坦类原料药出口大幅增长，未来销量继续增长仍是大概率事件；从上市公司海正药业、华海药业、海翔药业等企业来看，合作生产的订单虽有波动，但产业转移的前景依旧可期，未来有望持续增长。

化学药

化学制剂行业受政策影响最为明显，这点在今年收入和利润增速不断下降中已经体现出来，但所幸目前股价和估值水平已经基本消化这一不利影响，展望明年我们认为行业利润增速将开始回升，这点在跨年度行情中需要投资者考虑。

➤ 行业情况

化药制剂行业 1-7 月份累计实现销售收入 2219 亿元，同比增长 24.48%，增速环比 1-6 月份下降 1.23 个百分点，1-7 月份累计实现利润总额 246 亿元，同比增长 16.09%，增速环比 1-6 月份下降 0.98 个百分点，其中受生产成本上升和招标价格下降影响，影响公司利润的释放，另外行业销售费用和管理费用控制较好，部分抵消了毛利率下降带来的影响。

图 22. 化学制剂行业销售收入和销售成本增长率

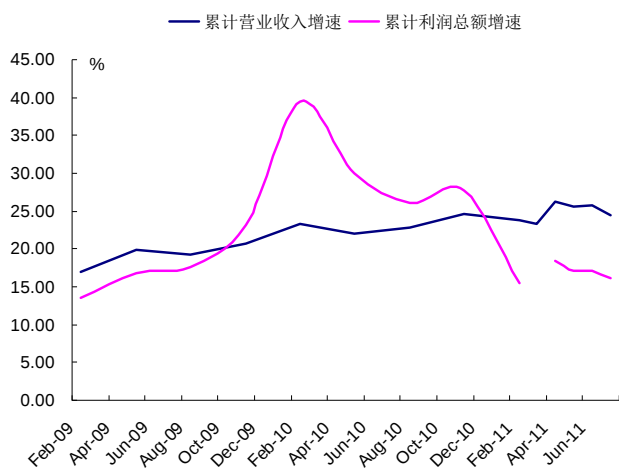
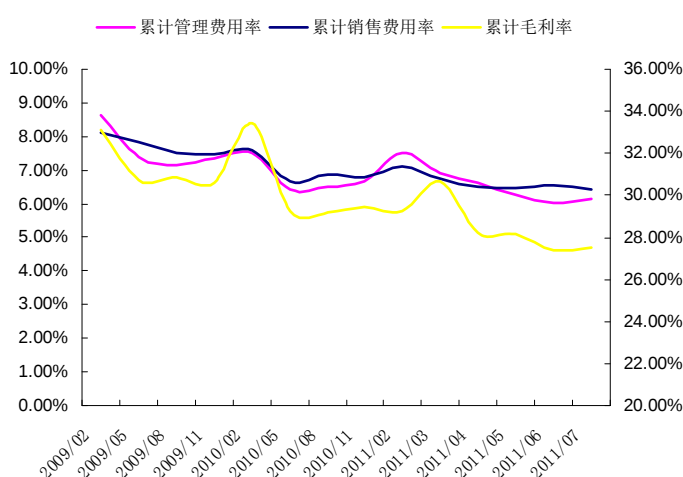


图 23. 化学制剂行业毛利率（右轴）和费用率

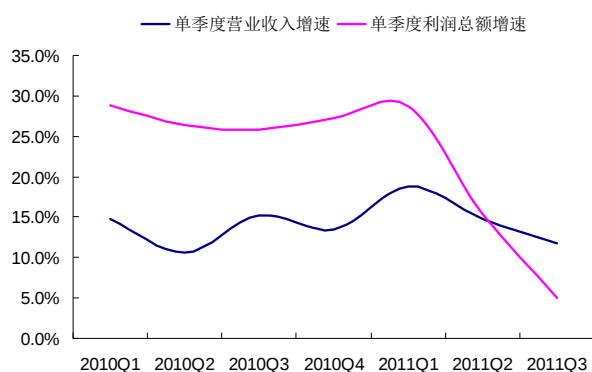


资料来源：东方证券研究所，Wind

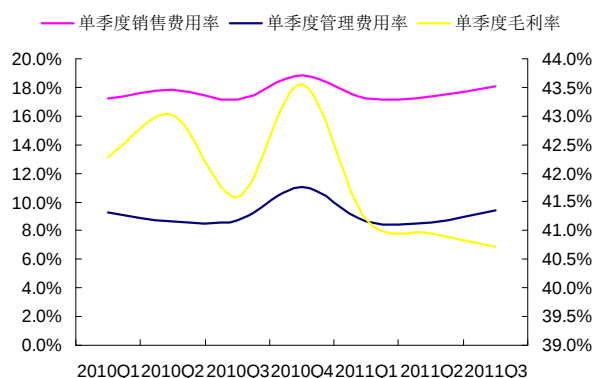
➤ 上市公司情况

化药制剂类上市公司共选取了 29 家作为研究样本，上市时间均在两年以上，29 家公司 2011 年 7-9 月份共实现销售收入 161 亿元，同比增长 11.7%，实现利润总额 23.4 亿元，同比增长 5.08%，收入和利润增速均相比第二季度出现明显下降，主要原因在于毛利率和费用率的两方面压迫，一方面在政策调控下，化药招标价格下降，三季度毛利率同比下降 0.87 个点，且一直保持环比下降趋势，另一方面销售费用率和管理费用率在上升，行业竞争激烈格局并未发生变化，未来在化药制剂类中挑选投资标的，一方面要看产品是否具有独家定价权或较少受政策调控影响，另一方面要看市场竞争格局是否激烈，同类药品获批厂家数目和实力如何。

展望明年，我们认为化药制剂类的收入和利润增速有望开始回升，首先降价的压力要比今年会有所改观，其次新医保和基本药物制度的持续执行有望继续贡献量上的增长。

图 24. 化学制剂类公司销售成本和销售收入增长率


资料来源：东方证券研究所，Wind

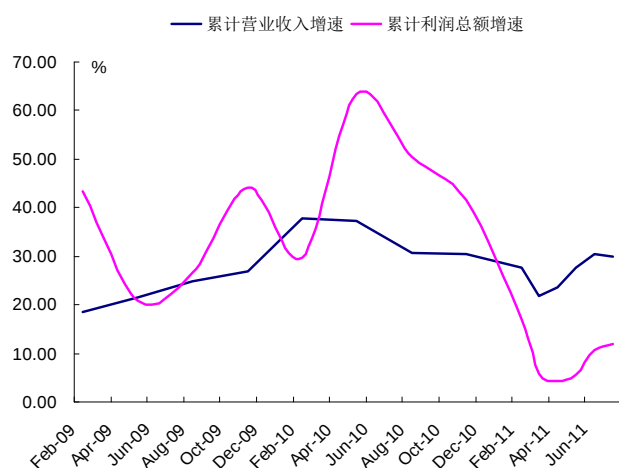
图 25. 化学制剂类公司毛利率（右轴）和费用率


生物制品

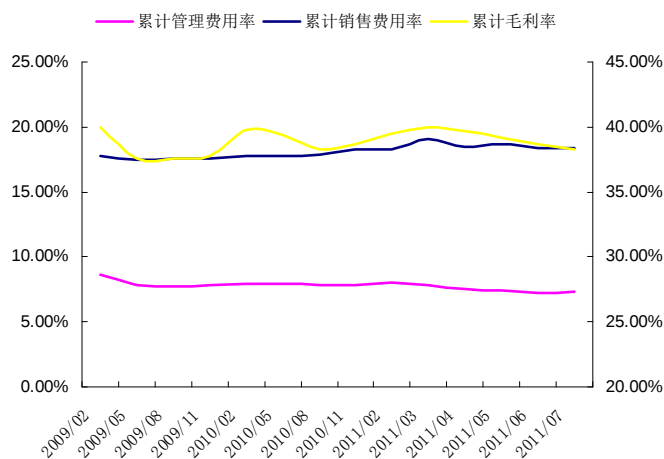
生物制品行业收入和利润增速一直保持较好，这一方面受益于各地政策扶持、没有明显降价压力，另一方面行业内子行业如疫苗、单抗、多肽药物等均有充足的空间，发展动力十足。

► 行业情况

生物制品行业 1-7 月份累计实现销售收入 810 亿元，同比增长 29.90%，增速环比 1-6 月份下降 0.45 个百分点，1-7 月份累计实现利润总额 104 亿元，同比增长 11.95%，增速环比 1-6 月份上升 1.24 个百分点，在国家政策的扶持下，生物制药引领整个生物制品行业持续保持快速增长，1-7 月份利润总额增速下降，主要是因为去年血制品行业大幅度提价，导致毛利率水平和利润情况去年同期创出景气度高点，今年在成本上升的情况下，各项指标开始回落。

图 26. 生物制品行业销售成本和销售收入增长率


资料来源：东方证券研究所，Wind

图 27. 生物制品行业毛利率（右轴）和费用率


上市公司情况

生物制品类上市公司共选取了 10 家作为研究样本,上市时间均在两年以上,10 家公司 2011 年 7-9 月份共实现销售收入 21.17 亿元,同比增长 18.1%,实现利润总额 10.3 亿元,同比增长 65.0%,其中通化东宝第三季度收到近 4 亿元甘礼药业股权转让款,扣除此影响,则实现利润总额同比增长 0.8%,主要为第三季度销售费用率上升较多。从毛利率来看,基本保持平稳,生物制品受政策影响性较小,其中血液制品反有提价空间。

从 2010 到 2011 年,收入和利润增速曲线呈 V 型,这与行业重大事件密切相关,2010 年一季度疫苗企业包括华兰生物和天坛生物仍确认部分疫苗收储订单,同比增速显著,而 2011 年一季度一方面没有疫苗收储订单,另一方面政府严控生物制品批签发速度,导致可供出售产品下降,同比增速下降。

图 28. 生物药类公司销售收入和销售成本增长率

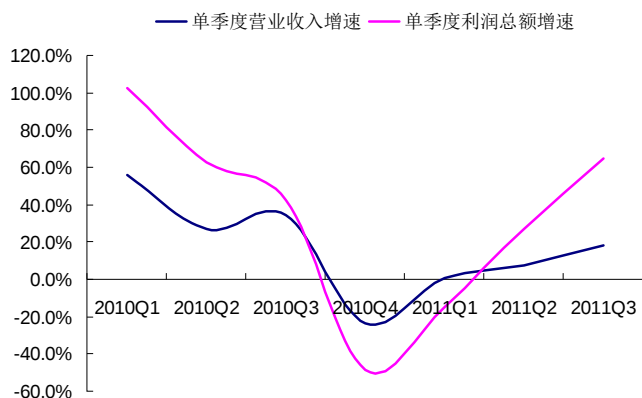
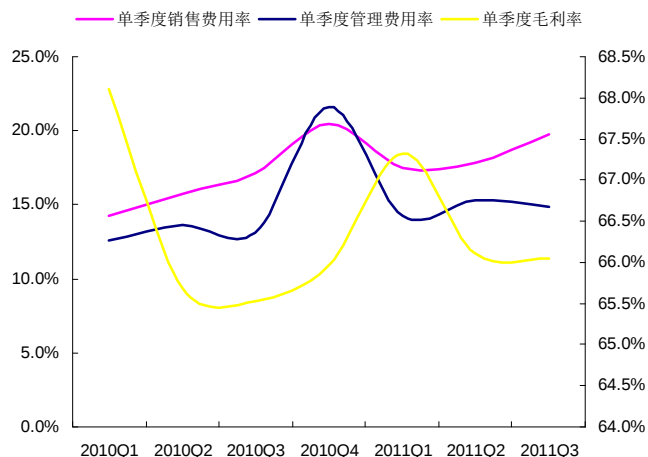


图 29. 生物药类公司毛利率（右轴）和费用率



资料来源：东方证券研究所，Wind

医疗器械行业(含医药设备)

由于国内医疗器械行业和医药行业产值的比例与海外相比绝对不均衡,有很大的提升空间,我们长期看好行业,认为现有上市公司中可能会出现强势的企业,未来 3-5 年内行业内上市公司的估值可能都会维持较高水平。

行业情况

在医保覆盖面提高,基层医疗器械配置率逐步提升,行业和上市公司都呈现良好发展态势,1-9 月医疗器械行业实现营业收入 287 亿元,同比增长 42.5%,实现利润总额 45 亿元,同比增长 47.1%,毛利率 22.9%,同比上涨 1.2 个百分点。

图 30. 销售收入和销售成本增长率(%)

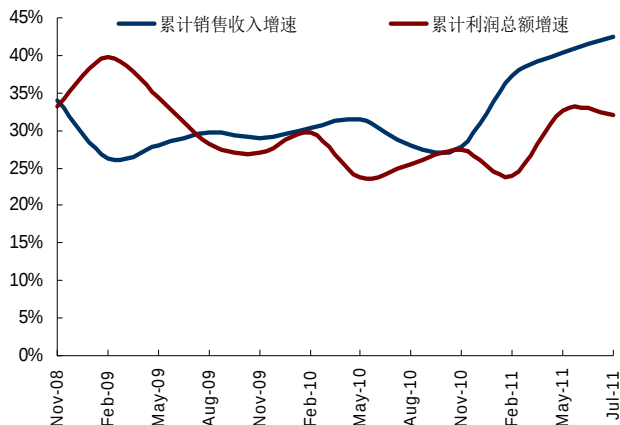
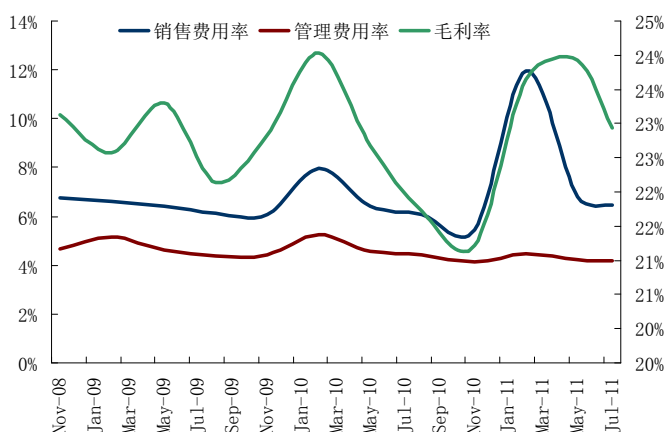


图 31. 毛利率(右轴)和费用率



资料来源：东方证券研究所，Wind

上市公司情况

1-3 季度上市公司实现营业收入同比增长 27.8%，实现归属于母公司净利增长率 24.5%。财务费用率-0.69%，管理费用率 9.89%，销售费用率 10.39%，毛利率-0.4%，期间费用率和毛利率环比基本持平。在 16 家医疗器械及医药设备上市公司，其中 1-3 季度表现较为优异的公司有鱼跃医疗、东富龙、和佳股份和新华医疗。

图 32. 销售收入增长率(上市公司)

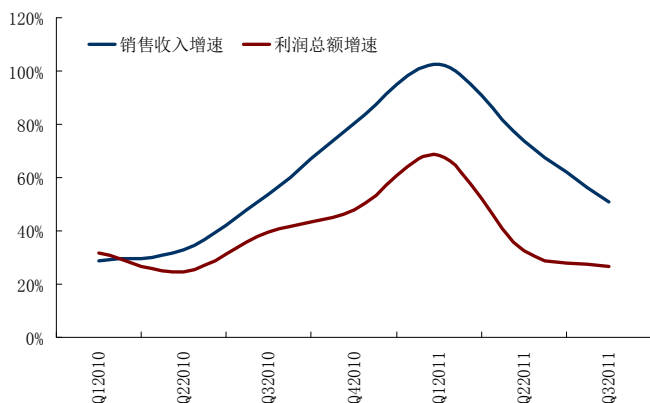
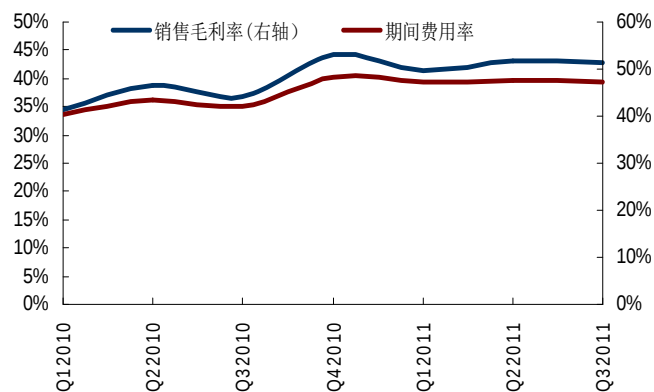


图 33. 毛利率(右轴)和费用率 (上市公司)



资料来源：东方证券研究所，Wind

医疗服务行业

三季度医疗服务行业仍保持强劲的内生增长势头，销售收入快速增长，预计在政策和行业内生驱动力的带动下，民营医疗服务行业前景看好。但作为人力资源占比较高的行业，人力成本的持续增长仍将会侵蚀公司利润。

行业情况

在医保覆盖面提高，整体医疗服务行业诊疗人次仍保持增长。根据卫生部的数据，1-8 月份，全国医疗卫生机构总诊疗人次达 38.5 亿人次，同比提高 5.2%；其中：医院诊疗人次为 13.9 亿人次，同比提高 8.8%；基层医疗卫生机构诊疗人次为 23.4 亿人次，同比提高 3.1%；其他机构 1.2 亿人次。基层医疗卫生机构中：社区卫生服务中心（站）3.1 亿人次，同比提高 29.0%，是增速最高的诊疗机构；但乡镇卫生院仅 5.5 亿人次，同比降低 8.0%；村卫生室诊疗人次 11.0 亿人次。

从医院病床使用率来看，医院病床使用率继续提升，三级医院病床使用率继续超过 100% 为 104.7%，同比提高近 1 个百分点；而二级及以下医院使用率仍不到 100%，医院资源和就诊意愿的分布仍呈现不对称性。

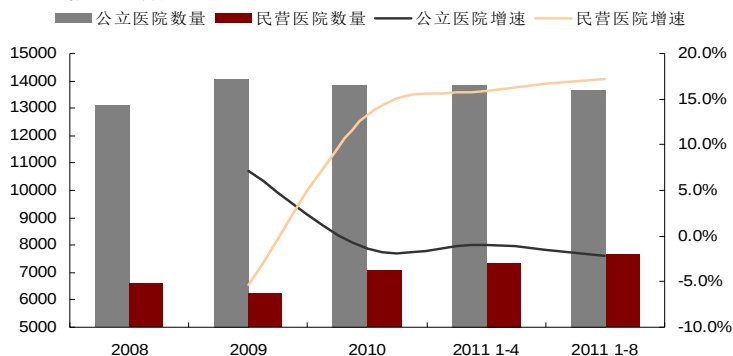
图 34. 病床使用率

	病床使用率(%)		平均住院日(日)	
	2011 年 1-8 月	2010 年 1-8 月	2011 年 1-8 月	2010 年 1-8 月
医院	90.3	88.9	10.1	10.6
其中：三级医院	104.7	103.9	12.0	12.2
二级医院	90.5	88.9	9.3	10.3
一级医院	59.6	58.5	7.9	6.7
社区卫生服务中心	54.0	59.8	9.4	8.4
乡镇卫生院	57.8	59.8	5.3	4.4

资料来源：卫生部

从经营机构属性分类上分析，民营医疗机构在国家政策的大力支持下，发展速度很快（至少从数量上来判断）。民营医疗机构 2011 年 8 月份增加到 7666 个，较去年年底增加 600 余个，较去年同期增加 1128 个，显示国家对民营医疗机构的扶持已经带动产业快速发展；而与之相对的是公立医院数目变为 13668 个，较同期减少了 308 个。

图 35. 医院机构数量



资料来源：卫生部

上市公司情况

从仅有的三家纯粹的医疗服务机构情况来看（爱尔眼科、通策医疗、迪安诊断），第三季度的收入和利润仍然保持了高速的增长。三上市公司 Q3 合计实现销售收入 6.08 亿，同比增长 42.7%，虽然同比增速较上半年有所放缓，但考虑到去年第三季度的旺季更高增速，整体行业仍然保持了相对平稳的高速增长；增速在个医药细分子行业中处于最高水平。行业毛利率水平相对较高，但受到人工成本的影响（包括医生、工作人员和管理人员），毛利率水平也有所下滑，三家公司合计的成本增速为 47.1%，高于收入增速 4.4 个百分点；管理费用也增加 50.8%，同比增加 8.1%；受此影响，第三季度行业利润总额增速 33.3%，增长速度低于收入的增长速度。

图 36. 医疗服务公司销售收入和销售成本增长率

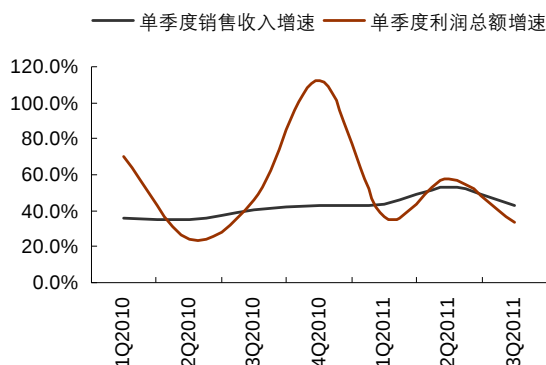
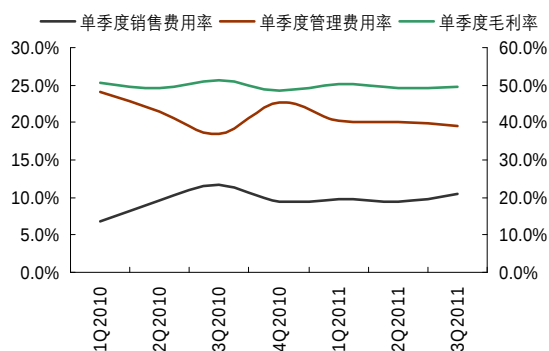


图 37. 医疗服务公司毛利率（右轴）和费用率



资料来源：东方证券研究所，Wind

我们认为，民营医疗服务行业是整体医药生物板块中最受国家政策鼓励和支持的，而且在消费升级的带动下，医疗服务行业尤其是专科行业的内生增长需求相当强劲。我们认为行业的内生增长势头有望在未来 3-5 年维持较高的增长速度，成长性较为确定，因此我们依旧看好医疗服务行业的发展前景，估值是唯一需要考虑的因素。

医药商业

医药商业是医药制造业的流通形式，收入保持较高增长，也与制造业整个行业的增速相符。但是医药商业利润增速逐年下滑，此前同比增速较高有公司重组、并购等原因，但是到 2011 年第三季度下滑至低点，也与整个行业低价招标有关。

上市公司情况

我们选择了 12 家 A 股医药商业企业，2011 年第三季度营业总收入为 401.11 亿元，同比增加 32%，且前三季度单季度增速逐步提升，体现出与医药整个行业相符的成长性。

但是毛利率持续下降，导致 2011 年第三季度利润总额为 11.81 亿元，同比仅增加 9%，我们认为也是受医药行业被低价招标影响，压缩了利润水平，导致商业企业利润率也下降；另一方面今年大环境银根紧缩，作为需要大量资金周转的商业企业来说其财务费用也急剧上升。代表公司中国药股

份和九州通等第三季度利润均同比下降，依靠上海医药和一致药业等相对较高的增长全部 A 股医药商业企业的利润增速才达到 9%。

医药商业企业的费用控制较好，总体看销售费用率和管理费用率在逐步下降。

图 38. 医药商业公司销售收入和销售成本增长率

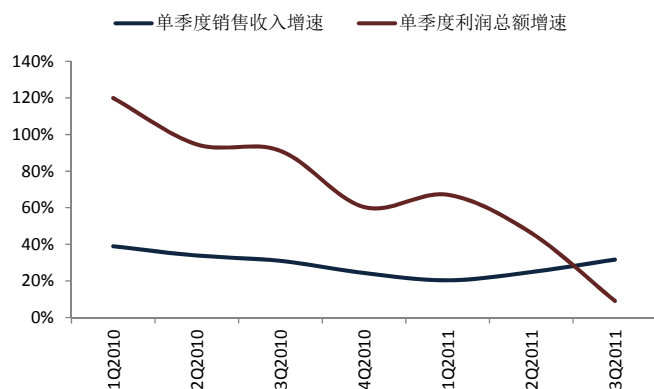
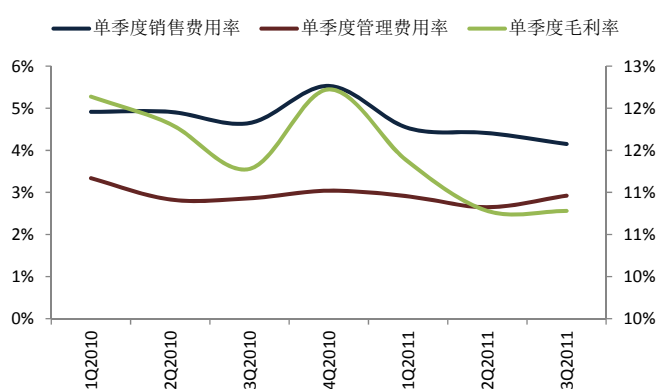


图 39. 中药注射剂公司毛利率（右轴）和费用率



资料来源：东方证券研究所，Wind

上市公司预增公告

上市公司三季报中披露全年预增达上限达到 50% 或以上的公司有 18 家，请参考下表

表 1. 医药上市公司预增或预减汇总

证券代码	证券简称	预告净利润变动幅度 (2011)	净利润变动幅度 (2011 年 1-9 月份)
000411.SZ	英特集团	330%~380%	535.94%
000606.SZ	青海明胶	4952.33%	630.19%
000705.SZ	浙江震元	30%~70%	35.30%
002019.SZ	鑫富药业	51.41%~53.94%	-51.99%
002038.SZ	双鹭药业	80%~110%	124.33%
002099.SZ	海翔药业	20%~50%	4.32%
002107.SZ	沃华医药	100%~110.22%	106.85%
002118.SZ	紫鑫药业	53%~79%	153.05%
002223.SZ	鱼跃医疗	50%~80%	50.01%
002262.SZ	恩华药业	20%~50%	36.34%
002365.SZ	永安药业	50%~70%	53.29%
002393.SZ	力生制药	40%~80%	57.05%
002422.SZ	科伦药业	40%~60%	52.15%
002424.SZ	贵州百灵	30%~50%	55.66%
002462.SZ	嘉事堂	0%~50%	21.81%
002589.SZ	瑞康医药	30%~50%	31.96%
002603.SZ	以岭药业	40%~50%	43.10%

资料来源：上市公司公告、WIND

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn