

宋颖

执业证书编号: S0270511060002

联系人：李守峰

l i s f @ w l z q . c o m . c n

发布日期：2011 年 11 月 8 日

医药行业分化拉开序幕

——医药行业 2011 年三季报总结

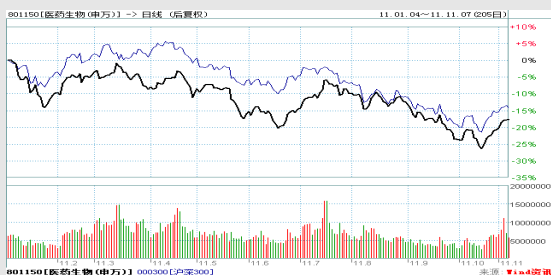
行业研究报告

同步大市

盈利预测和投资评级

股票简称	11EPS	12EPS	11PE	评级
天士力	1.33	1.58	32.51	买入
东富龙	1.36	1.84	34.01	增持
新华医疗	0.78	1.17	39.33	增持
恩华药业	0.46	0.64	44.61	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》

《静待转机，着眼中长线——医药行业 2011 年四季度投资策略》

联系人：夏雅琴

地址：上海市浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦 602-603 室

邮编: 200122

行业核心观点:

预期中的下半年医药行业净利润增速触底回升在前三季度并没有实现,《抗生素临床应用管理办法》以及以安徽模式为代表的“唯低价是取”的招标政策拖累了医药行业销售收入和净利润的增速,由于去年四季度为行业净利润增速的低点,随着中药材等原材料价格的实质性回落,我们认为行业基本面将于今年四季度逐渐变好,预计全年净利润增速在 22% 左右。“十二五”期间医药行业肩负转型重任,行业内公司齐涨共跌的时代就此过去,2012 年将正式拉开医药行业分化的序幕。

投资要点:

- **前三季度医药行业盈利增速继续下滑:**前三季度生物医药行业营业收入同比增长 21.04%，净利润同比增长 19.4%，营收增速和净利润增速均低于去年同期，预期中的下半年净利润增速触底回升在前三季度并没有实现。我们认为主要原因在于一是《抗菌素管理条例》造成了抗感染药物市场规模的萎缩；二是“唯低价是取”的基本药物招标政策以及原材料成本、人工成本上升对基本药物毛利率造成了双重挤压。子行业除生物制药行业触底回升外，其余子行业净利润均出现下滑；从公司层面看，行业盈利已弱于 A 股平均。
- **前三季度医药行业大幅跑输大盘:**前三季度医药行业跑输沪深 300 指数近八个百分点，主要原因是对行业利润增速下滑以及政策面趋紧的反应。经过调整，医药行业市盈率已位于历史地位，但相对全部 A 股的溢价仍然偏高。
- **行业展望及投资策略:**受到《抗生素临床应用管理办法》以及以安徽模式为代表的“唯低价是取”的招标政策拖累，预期中的下半年医药行业净利润增速触底回升在前三季度并没有实现。由于去年四季度为行业净利润增速的低点，随着中药材等原材料价格的实质性回落，我们认为行业基本面将于今年四季度逐渐变好，预计全年净利润增速在 22% 左右。“十二五期间”医药行业肩负转型重任，行业内公司齐涨共跌的时代就此过去，2012 年将正式拉开医药行业分化的序幕。在投资主线上我们建议寻找转型中的确定性增长，一是创新能力强的上市公司，如天士力、恩华药业；二是为医药行业整体升级改造提供支持的医药装备上市公司，如新华医疗与东富龙。

1、行业前三季度回顾：盈利增速继续下滑

截至2011年10月31日，生物医药行业11年三季报公布完毕，我们对医药生物板块的上市公司三季报业绩进行了总结。

1.1 前三季度营业收入与净利润增速均下滑

生物医药行业前三季度实现营业收入3009亿元，较去年同期增长21.04%；实现净利润257亿元，较去年同期增长19.4%。营业收入和净利润增速均低于去年同期26.49%和28.03%的增速，我们认为有多方面主要原因造成医药行业收入与净利润的下滑：一是《抗菌素管理条例》造成了抗感染药物市场规模的萎缩；二是“唯低价是取”的基本药物招标政策以及原材料成本、人工成本上升对基本药物毛利率造成了双重挤压。

图 1、医药板块 06 年至今营业收入增长情况

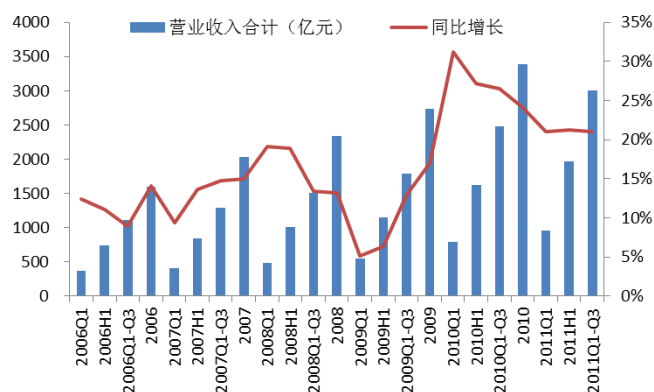
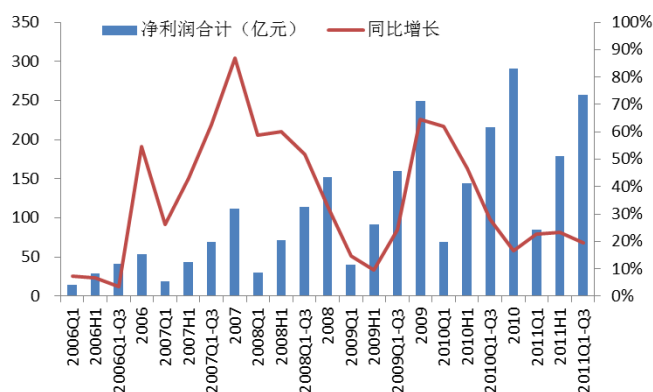


图 2、医药板块 06 年至今净利润增长情况



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：

前三季度，医药行业实现毛利314亿元；毛利率为27.27%，较去年同期下降了1.69%，我们认为毛利率下滑的原因主要是由招标政策以及成本上升造成的。前三季度实现净利润275亿元；净利率为9.13%，基本与去年同期持平，维持在近几年较高的水平。

图 3、前三季度医药行业营业利润和毛利率

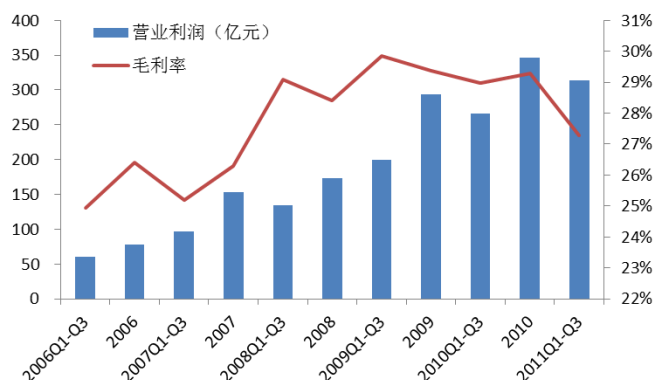
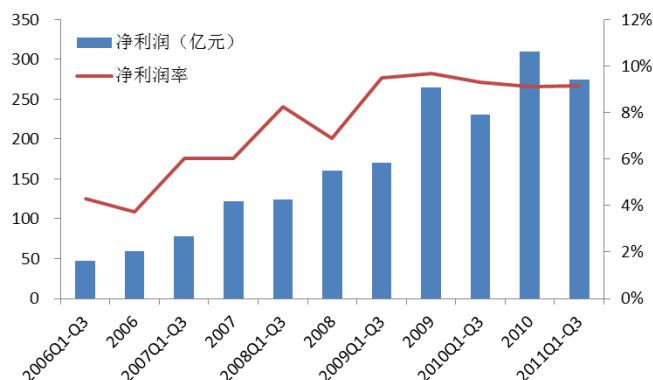


图 4、前三季度医药行业净利润和净利率



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0.84%，抵消了部分由于毛利率下滑导致的净利润率的下降。现金流方面，经营活动产生的现金流净额较去年同期减少78亿元，但筹资活动现金流较去年同期大幅增加92亿元。

图 5、行业三项费用情况

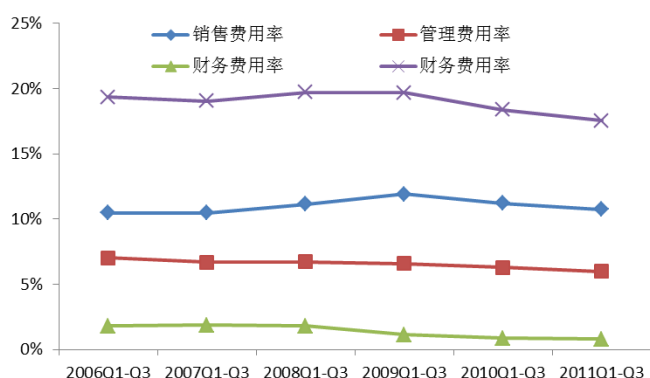
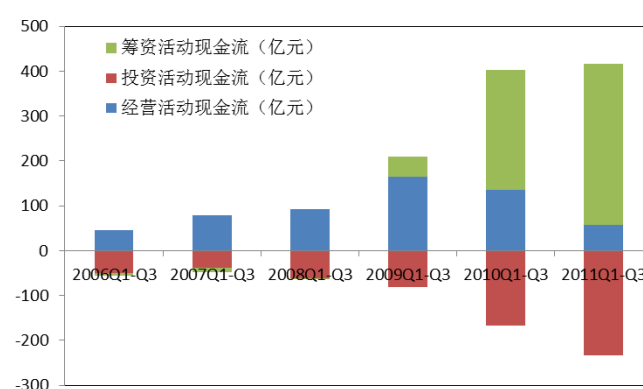


图 6、现金流净额



资料来源：Wind 资讯；万联证券研究所

2、各子行业及公司经营情况

2.1 各子行业表现

纵观医药行业各子行业，净利润增速均出现不同程度的下滑，子行业的分化比较明显。医疗服务行业、医药商业虽然净利润增速有所下滑，但仍保持了30%以上的净利润增速；医疗器械、中药子行业净利润增速在20%~30%之间；化学制剂与生物制品净利润增速在10%~20%之间，其中，生物制品子行业净利润增速由负增长变为正增长；化学原料药净利润增速出现下滑。

	营业收入增速		净利润增速		毛利率		净利率	
	2011 三季度	2010 三季度	2011 三季度	2010 三季度	2011 三季度	2010 三季度	2011 三季度	2010 三季度
化学原料药	18.39%	27.59%	-4.93%	46.13%	21.52%	25.33%	6.99%	8.82%
化学制剂	14.78%	13.17%	17.13%	29.22%	41.17%	42.47%	13.38%	13.22%
生物制品	10.76%	45.05%	13.79%	-9.90%	38.78%	39.51%	20.15%	19.31%
医疗器械	27.78%	31.16%	24.50%	39.63%	39.51%	41.43%	17.11%	17.53%
医药商业	25.68%	40.88%	39.91%	136.62%	10.96%	11.74%	3.20%	2.96%
中药	22.98%	15.39%	27.75%	30.79%	41.71%	42.76%	12.44%	12.01%
医疗服务	42.54%	16.90%	43.79%	66.24%	49.64%	49.66%	13.63%	13.36%
医药生物	21.04%	26.49%	19.40%	28.03%	27.27%	28.96%	9.13%	9.28%

2.2 公司表现

从净利润增长区间看，11年前三季度净利润大于30%以上的医药上市公司合计占比33.72%，而全部A股净利润幅度在30%的公司占比为37.93%，医药行业前三季度盈利能力相对弱于A股平均值。

图 7、医药上市公司 11 年前三季度净利润增长率统计

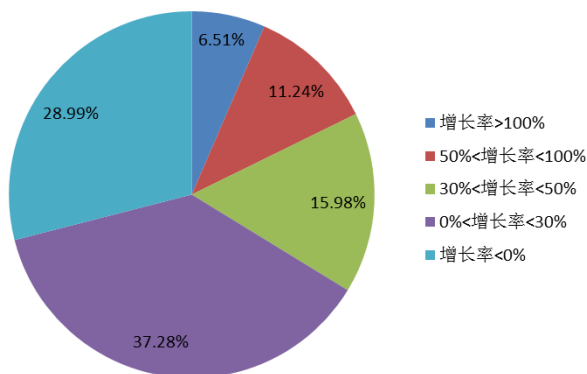
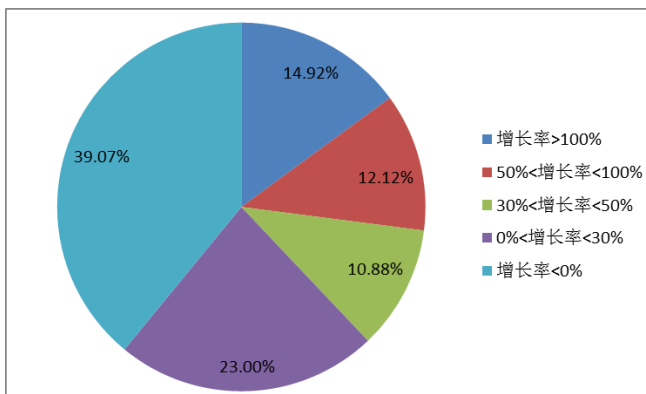


图 8、A 股上市公司 11 年前三季度净利润增长统计



资料来源：Wind 资讯；万联证券研究所

3、医药行业前三季度跑输大盘

截至2011年10月31日，申万医药指数下跌26.23%，同期沪深300指数下跌18.34%，医药行业在大盘下跌的过程中并未表现出其防御性，跑输大盘近八个百分点。我们认为前三季度医药行业跑输大盘是对行业利润增速下滑以及政策面趋紧的反应。

同时，从估值角度看，医药行业市盈率（TTM，整体法）为32.88倍，处于2000年以来的历史低位；医药板块相对于全部A股的溢价为127%，较去年155%的历史高点有所降低，但仍处于历史的高位区间。

图 9、医药板块 10 年来市盈率（TTM，整体法）



图 10、医药板块相对于全部 A 股市盈率



资料来源：Wind 资讯；万联证券研究所

4、行业展望及投资策略

4.1 行业展望：基本面逐渐趋好

预期中的下半年医药行业净利润增速触底回升在前三季度并没有实现,《抗生素临床应用管理办法》以及以安徽模式为代表的“唯低价是取”的招标政策拖累了医药行业销售收入和净利润的增速,由于去年四季度为行业净利润增速的低点,随着中药材等原材料价格的实质性回落,我们认为行业基本面将于今年四季度逐渐变好,预计全年净利润增速在22%左右。

4.2 投资策略

我们认为医药行业兼具“消费”与“新兴产业”属性,十二五期间仍将保持高速增长,但是医药行业肩负转型重任,行业内公司齐涨共跌的时代就此过去,2012年将正式拉开医药行业分化的序幕。在投资主线上我们建议寻找转型中的确定性增长,一是符合转型主题的创新能力强的上市公司,如天士力、恩华药业;二是为医药行业整体升级改造提供支持的医药装备上市公司,如新华医疗与东富龙。

医药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	3Q11	11E	12E	10A	12E		10A	11E	12E	10A	
天士力	0.92	1.01	1.33	1.58	2.02	43.45	50.08	32.51	27.30	21.38		买入
东富龙	2.38	0.94	1.36	1.84	2.40	46.32	51.03	34.01	25.09	19.37		增持
新华医疗	0.45	0.58	0.78	1.17	1.66	31.23	70.59	39.33	27.17	19.65		增持
恩华药业	0.33	0.37	0.46	0.64	0.90	20.45	64.41	44.61	32.40	22.98		增持

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或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。