

主业增长和费用控制得力是业绩增长源动力 ——医药行业 08 年中报综述

医药行业

增持（维持）

报告日期：2008 年 9 月 8 日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅 (%)
天相行业指数	3512.89	-24.48%
天相流通指数	3907.91	-20.16
上证指数	3613.49	-16.94

行业指数近一年走势图



相关报告：

- 《行业超配，龙头价值凸现——2008 年 2 季度医药股基金重仓分析》 2008-07-23
- 《医药行业：基本面继续向好，中期业绩将保持高增长》 2008-07-07
- 《行业步入良性发展轨道——08 年下半年投资策略》 2008-06-11
- 2008 医药行业“三国演义”精彩继续——医药行业 07 年报及 08 年 1 季报综述 2008-05-14
- 《白马回归，2008 年 1 季度基金持有医药股变化情况分析》 2008-4-25

天相消费品组医药行业

联系人：周浩、郝建杰、杨淳
联系方式：021-58824282-889
组长：施剑刚
服务热线 010-66045555

本报告关注点：

- 分析行业上市公司半年报业绩，寻找业绩增长的主要动力；
- 透过表象分析各子行业主业增长情况；
- 对行业未来发展趋势进行判断，给出投资建议。

投资要点：

- **行业整体增速依旧较快，主业增长和费用控制得力是主要动力。** 2008 年中期上市公司合计实现营业收入 1029.48 亿元，同比增长 18.68%，实现归属于母公司净利润 72.51 亿元，同比增长 31.49%，延续了 1 季度的增长态势。扣除板块内的公允价值变动收益与投资收益之后，板块利润总额同比增长 74.42%，在此基础之上再扣除化学原料药影响后，利润总额同比增长 34.94%，相比 07 年和 08 年 1 季度的数据有所下降，但依旧较快。
- **子板块业绩表现不一。** 化学原料药板块受益于大宗原料药涨价，业绩实现井喷，上半年归属母公司净利润同比增长 239.36%。化学药和生物药板块表现良好，上半年归属母公司净利润分别同比增长 44.82% 和 28%，扣除投资收益和公允价值变动收益的影响后利润总额分别同比增长 50.44% 和 44.78%，保持快速增长。中药和医药流通板块增速有所放缓，其中中药板块受投资收益等拖累，净利润下滑，扣除投资收益和公允价值变动收益影响后利润总额分别同比增长 28.23% 和 15.15%，对比 07 年和 08 年一季度增速也有所下降。
- **下半年净利润增速将趋缓。** 通过对比 07 年和 08 年 1 季度扣除公允价值变动和投资收益后数据，除了化学原料药板块外，其余者增速均稍有下滑。下半年成本压力依旧不减，且 07 年上市公司主业增长较快和投资收益巨大造成了基数较大，而今年公允价值变动和投资收益的大幅度减少，部分化学原料药产品价格已经回落，我们判断今年下半年板块的净利增速也将进一步趋缓，主业也将以平稳增长为主。
- **维持行业“增持”评级。** 虽然医药行业也会受到宏观经济形式的影响，但药品消费市场依旧不断扩大，监管虽然严厉，但行业已经步入了良性发展轨道，未来值得看好。在大盘持续低迷的情况下，我们建议投资者长线投资，布局未来。维持双鹭药业、康缘药业“买入”评级；维持双鹤药业、恒瑞医药、云南白药、康美药业、天士力、科华生物、天坛生物等“增持”评级。



正文目录

1. 医药行业总体运行状况分析	4
1.1 中观数据显示较快增长	4
1.2 上市公司业绩增长的主要动力：主业增长、费用控制得力	4
2. 揭开子行业上市公司主业增长面纱	7
2.1 化学药品制剂	7
2.1.1 板块表现：毛利率回升，业绩继续高增长	7
2.1.2 重点上市公司表现	8
2.2 中药行业	9
2.2.1 板块表现：主业稳定增长，受投资收益等拖累，净利下滑	9
2.2.2 上市公司业绩冷暖不一	9
2.3 化学原料药行业	10
2.3.1 板块表现：大宗原料药涨价带动业绩激增	10
2.3.2 浙江医药、新和成业绩爆发	11
2.4 生物制药行业	11
2.4.1 板块表现：业绩增长较快	11
2.4.2 优质公司表现突出	12
2.5 医药流通行业	12
2.5.1 板块表现：主业实际增速有所下滑	12
2.5.2 上市公司业绩表现	13
2.6 小结	13
3. 行业投资策略	14
3.1 行业未来发展趋势判断	14
3.1.1 看好行业长期发展趋势	14
3.1.2 医改：具体方案未定，但“蛋糕”已经摆在眼前	15
3.1.3 创新、可持续是行业未来发展主题	16
3.2 医药行业估值近期明显回落	16
3.3 投资策略：立足长远、投资未来	18
3.4 部分重点上市公司概述	19
4. 风险提示	21



图表目录

图表 1: 2008 年 1-5 月医药工业运行情况 单位: (亿元)	4
图表 2: 医药板块主要运营指标比较	5
图表 3: 医药行业 (包括子行业) 各指标对利润贡献 (1)	5
图表 4: 医药行业 (包括子行业) 各指标对利润贡献 (2)	6
图表 5: 医药行业上市公司收入排名 (前 15 位)	6
图表 6: 医药行业上市公司归属于母公司净利润排名 (前 15 位)	7
图表 7: 化学药品制剂行业业绩分析	7
图表 8: 化学药部分上市公司赢收情况	8
图表 9: 中药行业业绩分析	9
图表 10: 2007 年中药行业上市公司营收状况	9
图表 11: 化学原料药行业业绩分析	10
图表 12: 2007 年原料药行业上市公司营收状况	11
图表 13: 生物制药行业业绩分析	11
图表 14: 2007 年生物制药行业上市公司营收状况	12
图表 15: 医药流通行业业绩分析	12
图表 16: 2007 年医药流通行业上市公司营收状况	13
图表 17: 城镇及农村人均收入及增速	14
图表 18: 城镇、农村医疗卫生费用支出占比	15
图表 19: 限额以上批零企业销售占比构成情况	15
图表 20: 医药行业目前主要政策规范及未来发展趋势的判断	16
图表 21: 各行业板块估值比较 (剔除微利股)	17
图表 22: 医药股与上证综指估值比较 (剔除微利股)	17
图表 23: 部分重点上市公司 EPS 预测和投资建议	18



1. 医药行业总体运行状况分析

1.1 中观数据显示较快增长

相比年初增速稍有放缓，但同比依然增长较快。国家统计局统计数据显示，2008年1-5月医药行业5775家制造企业实现销售收入共计2717.77亿元，同比增长29.43%，实现利润总额达260.44亿元，同比增长45.12%，虽然上述数据较今年前两个月增速有所放缓，但依然较2007年水平分别同比8.38和9.58个百分点，依然保持较快增长。盈利能力方面，税前利润率较2007年同期水平提高了1个百分点，达到9.58%；虽然08年药品制造所需原材料及上游能源等成本价格上涨，但化学原料药价格上涨幅度较大，因此行业综合毛利率较2007年同期水平仍有小幅上升，为30.95%，提高了0.47个百分点。

化学原料药拉升行业均值，中药表现稍差。医药行业三大子行业中，化学原料药无论从收入还是利润总额增长速度来看都是增长最快的，分别同比增长32.15%和85.23%，毛利率也大幅增加了2.05个百分点，达到21.14%，这主要是化学原料药07年下半年以来一直涨价，目前有些产品仍在高位运行，致使该子行业同比增长速度很快。而化学药品制剂、中成药两个子行业增速均低于行业平均，我们认为这一方面与化学原料药高增长拉升了行业均值有关，另一方面今年CPI一路高企，包括原材料、人力等成本的上升，压缩了产品的利润空间，导致他们的毛利率均有所下降，尤其在中成药子行业中反应更为明显，其利润总额增速仅为16.15%，低于其销售收入增速。

图表 1：2008 年 1-5 月医药工业运行情况 单位：（亿元）

分类	企业家数	销售收入	收入增长率%	利润总额	利润总额增速	08年毛利率	07年毛利率
化学药品制剂	1173	825.18	27.38%	92.57	43.71%	39.18%	39.61%
化学原料药	1028	690.37	32.15%	56.33	85.23%	20.14%	18.09%
中药饮片	575	124.22	32.70%	6.92	26.93%	20.44%	22.72%
中成药	1385	578.05	24.24%	54.62	16.15%	38.16%	38.81%
生物制品	636	254.32	29.62%	31.51	57.02%	29.79%	28.54%
医药制造业	5775	2717.77	29.43%	260.44	45.12%	30.95%	30.48%

数据来源：国家统计局、天相投顾整理

从医药行业的中观数据来看，总体上延续了前两个月的增长速度。其中化学原料药贡献了大部分的利润增长，但是我们看到化学药品制剂和中成药收入增速依然较快，由此可以判断药品消费市场的需求仍然较为旺盛。随着全民社会保障的不断推进，医药市场也将持续扩容，我们将继续看好医药行业的未来发展，我们预计未来两年行业收入及利润将有望持续增长，但07年利润基数较高，因此08年利润增速可能趋缓。

1.2 上市公司业绩增长的主要动力：主业增长、费用控制得力

收入、利润增长趋势得以延续。天相医药行业板块共有121家上市公司，剔除行业内ST股后，实际统计为108家上市公司，2008年共计实现营业收入1029.48亿元，同比增长18.68%，实现归属于母公司净利润72.51亿元，同比增长31.49%，延续了



1 季度的增长态势。

图表 2：医药板块主要运营指标比较

	08 年中期	07 年中期	增长率%
营业收入	10294834	8674103	18.68%
毛利	2875435	2180802	31.85%
毛利率	27.93%	25.14%	2.79%
费用合计	1902675	1607044	18.40%
费用率	18.48%	18.53%	-0.05%
公允价值变动收益	(89547)	13519	-762.37%
投资收益	195926	231232	-15.27%
营业利润	969195	726924	33.33%
利润总额	981854	746679	31.50%
所得税	203301	140284	44.92%
实际赋税比例	20.71%	18.79%	1.92%
归属于母公司净利润	725068	551444	31.49%
净利率	7.04%	6.36%	0.69%
经营性现金流	584679	405826	44.07%
ROE	7.01%	6.25%	0.76%

数据来源：天相投资分析系统

主业增长和费用控制得力是上市公司业绩主要动力。众所周知，今年证券市场景气度下降，大多数上市公司的公允价值变动收益下滑严重，另外化学原料药价格大幅上涨，对医药行业上市公司整体影响也较大。我们通过对各子行业的各项指标对利润增长贡献进行分析，结果表明主业增长和费用的合理控制是上市公司业绩增长的主要动力。公允价值变动和投资收益的下滑则是影响业绩变化的重要负面因素。我们尽量分别剔除上述影响，来观测研究行业的真实增长水平。

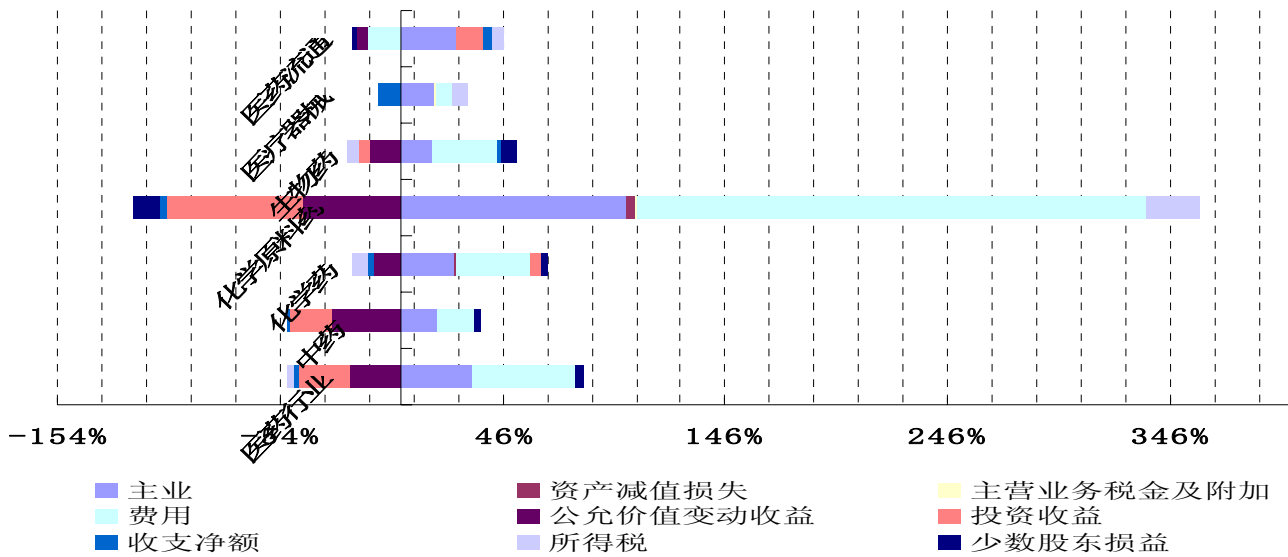
在扣除板块内的公允价值变动收益与投资收益之后，板块利润总额同比增长 74.42%，在此基础之上再扣除化学原料药影响后，板块收入同比增长 15.21%，利润总额同比增长 34.94%。虽然相对于 07 年全年 64.54% 和 08 年 1 季度的 40.66% 的数据有所下降，但依旧较快。

图表 3：医药行业（包括子行业）各指标对利润增长率的贡献（1）

	医药行业	中药	化学药	化学原料药	生物药	医疗器械	医药流通
主业	31.85%	15.98%	24.56%	101.55%	14.52%	14.98%	25.26%
资产减值损失	0.35%	0.17%	0.72%	3.77%	-0.05%	0.67%	-0.07%
主营业务税金及附加	0.16%	0.07%	-0.05%	1.04%	-0.17%	0.43%	0.28%
三项期间费用	46.53%	17.03%	33.32%	228.92%	28.70%	6.76%	-14.29%
公允价值变动收益	-22.93%	-30.54%	-11.67%	-43.60%	-13.55%	0.00%	-5.29%
投资收益	-22.65%	-19.27%	5.15%	-61.14%	-5.12%	0.63%	12.22%
收支净额	-1.83%	-1.25%	-2.70%	-3.15%	1.94%	-9.37%	3.58%
所得税	-3.10%	-0.07%	-7.42%	23.65%	-5.27%	6.67%	4.92%
少数股东损益	3.11%	2.74%	2.93%	-11.68%	7.01%	-0.29%	-1.90%

数据来源：天相投资分析系统

图表 4: 医药行业（包括子行业）各指标对利润增长率的贡献（2）



数据来源：天相投资分析系统

收入规模扩大。从医药行业上市公司收入规模上来看，2008 年上半年位列前 15 位的公司与 07 年同期相比变化不大，医药商业仍然以规模优势占据收入前列。上海医药依旧把持着收入头把交椅，南京医药紧随其后，统计结果医药行业销售收入超过 10 亿元的上市公司共有 32 家，占统计样本总数的 29.62%，较 2007 年同期增加 7 家。其中，收入达到 50 亿元以上水平的公司有 3 家，较上年同期增加了 1 家。值得注意的是浙江医药、新和成、东北制药依靠产品涨价也进入收入排名前 15 位。

图表 5: 医药行业上市公司收入排名（前 15 位）

2008 中期				2007 中期		
代码	简称	收入（万元）	收入增速	代码	简称	收入（万元）
600849	上海医药	784,299	24.18%	600849	上海医药	631,586
600713	南京医药	556,941	21.19%	600332	广州药业	621,997
600664	S 哈药	520,357	18.32%	600713	南京医药	459,561
600332	广州药业	481,171	-22.64%	600664	S 哈药	439,798
000028	一致药业	390,039	20.30%	000028	一致药业	324,223
000963	华东医药	296,732	28.15%	000963	华东医药	231,547
000538	云南白药	271,998	54.68%	600129	太极集团	225,958
600062	双鹤药业	245,463	13.46%	600062	双鹤药业	216,343
600129	太极集团	242,310	7.24%	000597	东北制药	201,657
000597	东北制药	240,696	19.36%	600812	华北制药	197,645
600812	华北制药	232,037	17.40%	600196	复星医药	182,742
600511	国药股份	214,942	26.69%	000538	云南白药	175,849
600216	浙江医药	203,982	101.89%	600511	国药股份	169,653
000411	英特集团	197,620	29.24%	000522	白云山 A	160,201
002001	新和成	193,620	137.63%	000999	S 三九	159,265

数据来源：公司公告、天相投顾整理

利润排名变化较大。统计结果显示医药行业上半年净利润超过 1 亿元的上市公司

共有 16 家，占统计样本总数的 14.81%，同比去年增加 4 家。2008 年上半年位列前 15 位的公司与 07 年同期相比变化较大，去年依靠证券投资收益增厚净利润的健康元、丽珠集团、金陵药业、马应龙等今年风光不再，吉林敖东也由于证券市场波动退居第二位，新和成、浙江医药依靠主要产品涨价，排位迅速攀升，新和成以半年度净利润 7.65 亿元高居榜首。复兴医药则以大额股权投资收益位列第三，三九医药今年解决了债务问题，面貌焕然一新，业绩得到大幅提升，排名也由第 13 位上升至第 6 位，康美药业则由于其产业规模的扩大，业绩上升较快，新进入榜，而主业实力较强的云南白药、恒瑞医药、双鹤药业、同仁堂等依旧赫然在列，相比之下鑫富药业由于产品周期性价格下滑而排名大幅下滑。

图表 6：医药行业上市公司归属于母公司净利润排名（前 15 位）

2008 中期				2007 中期		
代码	简称	净利润（万元）	收入增速	代码	简称	净利润（万元）
002001	新和成	76,529	13250%	000623	吉林敖东	97,777
000623	吉林敖东	50,805	-48%	600380	健康元	25,084
600196	复星医药	49,623	145%	000513	丽珠集团	23,238
600216	浙江医药	41,707	11154%	600196	复星医药	20,265
600664	S 哈药	37,667	86%	600664	S 哈药	20,262
000999	S 三九	20,942	123%	600085	同仁堂	16,303
000538	云南白药	20,092	34%	600332	广州药业	15,805
600276	恒瑞医药	19,182	25%	000919	金陵药业	15,522
600062	双鹤药业	19,134	30%	600276	恒瑞医药	15,376
600332	广州药业	16,662	5%	000538	云南白药	15,000
000597	东北制药	13,988	716%	600062	双鹤药业	14,775
600085	同仁堂	13,671	-16%	600829	三精制药	10,099
600518	康美药业	12,740	102%	000999	S 三九	9,393
600829	三精制药	12,139	20%	600993	马应龙	8,914
000423	东阿阿胶	11,898	45%	002019	鑫富药业	8,803

数据来源：公司公告、天相投顾整理

2. 揭开子行业上市公司主业增长面纱

2.1 化学药品制剂

2.1.1 板块表现：毛利率回升，业绩继续高增长

化学药子板块 08 年上半年共实现营业收入 190.07 亿元，同比增长 17.27%，行业平均毛利率为 36.12%，较 07 年同期增加了 2.11 个百分点，实现归属母公司净利润 17.42 亿元，同比增长 44.82%。扣除投资收益和公允价值变动收益的影响后利润总额为 16.97 亿元，同比增长 50.44%。相比较 07 年全年的 24.03%和 08 年 1 季度的 56.93%，增速依然很快。

图表 7：化学药品制剂行业业绩分析

08 年中期	07 年中期	增速及变动情况
--------	--------	---------



营业收入	1,900,736	1,620,753	17.27%
毛利	686,452	551,111	24.56%
毛利率	36.12%	34.00%	2.11%
费用合计	491,716	420,877	16.83%
费用率	25.87%	25.97%	-0.10%
公允价值变动收益	-10,722	1,122	-1055.62%
投资收益	78,483	48,002	63.50%
营业利润	235,762	155,090	52.02%
利润总额	237,426	159,011	49.31%
所得税	49,623	26,653	86.18%
实际赋税比例	20.90%	16.76%	4.14%
归属于母公司净利润	174,202	120,285	44.82%
净利率	9.16%	7.42%	1.74%
经营性现金流	50,522	73,233	-31.01%
ROE	7.68%	6.33%	1.35%

资料来源：天相投资分析系统

通过分析我们认为：上半年化学药板块利润快速增长的主要原因有两个：1. 行业综合毛利率继续恢复性提高。受 2005 和 2006 年国家大规模限制药品最高零售价的影响，作为医院用药主力的化学药首当其冲，2006 年起行业的综合毛利率下降到了前所未有的低谷。这两年里，上市公司通过调整产品结构，严格控制产品成本，以及 07 年国家发改委上调了部分临床常用药的最高零售价格，行业的综合毛利率在 07 年起出现了恢复性提高，08 年行业延续了这种态势，并逐步接近 05 年以前行业的盈利的水平。2. 上市公司严格控制期间费用率。08 年中期行业的期间总费用合计同比增长 16.83%，稍慢于收入 17.27% 的增长，期间费用率同比下降了 0.10 个百分点。

2.1.2 重点上市公司表现

上市公司方面，优质公司依然保持着较快增长。其中恒瑞医药作为一个创新性药企，公司通过首仿国外专利药尝到了创新带来的甜头。近几年业绩的高增长态势在 08 年得到了延续，如果扣除公允价值变动的影响，公司上半年利润总额同比增长 96%。双鹤药业今年通过调整大输液产品的包装结构，提升了公司的综合毛利率水平，上半年业绩也增长较快。

图表 8：化学药部分上市公司赢收情况

股票代码	股票名称	主营收入	收入增长率	毛利率	毛利率变动情况	费用率	费用率变动	净利润	净利润增长率	净利率
000522	白云山 A	168,882	5.42%	37.25%	0.61%	31.64%	1.01%	6,146	1.16%	3.64%
002004	华邦制药	29,068	21.07%	64.27%	4.19%	50.73%	5.34%	2,615	-64.81%	9.00%
600062	双鹤药业	245,463	13.46%	30.24%	1.17%	19.17%	0.57%	19,134	29.51%	7.80%
600276	恒瑞医药	119,748	33.03%	81.58%	-1.02%	51.48%	-9.58%	19,182	24.75%	16.02%
600420	现代制药	37,417	12.97%	35.04%	-0.27%	21.28%	4.24%	2,962	-27.20%	7.92%
600664	S 哈药	520,357	18.32%	31.65%	1.51%	20.84%	-2.45%	37,667	85.90%	7.24%
600829	三精制药	122,786	24.27%	48.98%	3.95%	34.85%	2.01%	12,139	20.19%	9.89%
合计/加权平均		1,900,736	17.27%	36.12%	2.11%	25.87%	-0.10%	174,202	44.82%	9.16%

资料来源：公司公告、天相投资分析系统

2.2 中药行业

2.2.1 板块表现：主业稳定增长，受投资收益等拖累，净利下滑

中药子板块 08 年上半年共实现营业收入 296.66 亿元，同比增长 9.36%，行业平均毛利率为 34.58%，较 07 年同期增加了 1.97 个百分点，实现归属母公司净利润 24.41 亿元，同比下降了 15.17%。扣除投资收益和公允价值变动收益的影响后利润总额为 27.97 亿元，同比增长 28.23%。相比较 07 年全年的 48.57% 和 08 年 1 季度的 44.49%，有所回落，我们认为主要由于去年行业率先回暖，07 年基数较大有关。今年中药材、人工、水电煤等上游成本涨价，给行业带来了较大的压力，不过行业内上市公司都能够通过深挖潜力来提高自身盈利能力，因此行业整体毛利率反而同比上升了近 2 个百分点。

图表 9：中药行业业绩分析

	08 年中期	07 年中期	增速及变动情况
主营收入	2,966,649	2,712,775	9.36%
毛利	1,025,822	884,516	15.98%
毛利率	34.58%	32.61%	1.97%
费用合计	721,862	651,395	10.82%
费用率	24.33%	24.01%	0.32%
公允价值变动收益	-55,920	6,932	-906.65%
投资收益	86,691	153,165	-43.40%
营业利润	305,449	366,552	-16.67%
利润总额	310,460	378,219	-17.92%
所得税	49,901	60,962	-18.14%
实际赋税比例	16.07%	16.12%	-0.04%
归属于母公司净利润	244,123	287,769	-15.17%
净利率	8.23%	10.61%	-2.38%
经营性现金流	242,374	245,278	-1.18%
ROE	5.98%	8.55%	-2.57%

资料来源：天相投资分析系统

2.2.2 上市公司业绩冷暖不一

中药板块上市公司整体表现与行业基本一致，业绩增速出现了一定程度的下降。金陵药业、马应龙等受投资收益大幅下降影响，业绩大幅下滑，而如康缘药业、康美药业等中药行业新贵以其锐意进取的经营态度业绩得到了较大的提升，云南白药、东阿阿胶则以其稳健的经营给出了让人较为满意中期答卷，值得注意的是三九医药在解决了债务问题后，面貌焕然一新，业绩同比增长 123%。

图表 10：2007 年中药行业上市公司营收状况

股票代码	股票名称	主营收入	收入增长率	毛利率	毛利率变动情况	费用率	费用率变动	净利润	净利润增长率	净利率
000423	东阿阿胶	82,250	40.84%	45.14%	-10.26%	24.68%	-8.29%	11,898	44.83%	14.47%



000538	云南白药	271,998	54.68%	27.56%	-0.90%	18.16%	0.51%	20,092	33.95%	7.39%
000919	金陵药业	96,826	27.85%	27.64%	-1.36%	11.98%	-5.69%	3,879	-75.01%	4.01%
000999	S 三 九	191,028	19.94%	47.06%	-0.95%	32.02%	-6.22%	20,942	122.95%	10.96%
002219	独 一 味	13,952	45.11%	55.77%	8.92%	33.03%	9.09%	2,518	38.96%	18.05%
600085	同仁堂	158,129	4.62%	40.59%	0.23%	23.35%	1.76%	13,671	-16.15%	8.65%
600332	广州药业	481,171	-22.64%	18.66%	1.40%	14.95%	2.27%	16,662	5.42%	3.46%
600351	亚宝药业	59,400	29.54%	32.51%	-2.10%	22.45%	-4.13%	4,331	128.96%	7.29%
600436	片仔癀	33,804	9.50%	34.72%	-2.03%	16.25%	3.58%	6,916	28.81%	20.46%
600518	康美药业	82,389	37.89%	27.08%	1.55%	9.08%	-0.43%	12,740	102.01%	15.46%
600535	天士力	158,849	21.35%	32.71%	-0.56%	23.75%	-2.74%	9,826	40.93%	6.19%
600557	康缘药业	57,319	28.41%	59.14%	4.56%	44.33%	1.68%	5,422	51.29%	9.46%
600572	康恩贝	56,949	-8.47%	53.00%	-0.82%	45.78%	-1.82%	6,123	32.48%	10.75%
600750	江中药业	68,401	13.49%	67.65%	1.61%	48.46%	4.74%	9,248	9.86%	13.52%
600993	马应龙	35,053	32.59%	42.42%	-1.03%	22.68%	-2.06%	4,776	-46.42%	13.63%
合计/加权平均		2,966,649	9.36%	34.58%	1.97%	24.33%	0.32%	244,123	-15.17%	8.23%

资料来源：公司公告、天相投资分析系统

2.3 化学原料药行业

2.3.1 板块表现：大宗原料药涨价带动业绩激增

化学原料药子板块 08 年上半年共实现营业收入 217.82 亿元，同比增长 33.72%，行业平均毛利率为 30.69%，较 07 年同期大幅提高了 10.33 个百分点，实现归属母公司净利润 20.06 亿元，同比增长 239.36%。扣除投资收益和公允价值变动收益的影响后利润总额为 28.85 亿元，同比增长 331.01%，在所有子行业中表现最为突出。

图表 11：化学原料药行业业绩分析

	08 年中期	07 年中期	增速及变动情况
主营收入	2,178,165	1,628,903	33.72%
毛利	668,492	331,676	101.55%
毛利率	30.69%	20.36%	10.33%
费用合计	343,691	239,943	43.24%
费用率	15.78%	14.73%	1.05%
公允价值变动收益	-17,407	2,921	-696.00%
投资收益	10,691	16,011	-33.23%
营业利润	281,247	84,884	231.33%
利润总额	281,777	85,866	228.16%
所得税	70,383	25,646	174.44%
实际赋税比例	24.98%	29.87%	-4.89%
归属于母公司净利润	200,645	59,125	239.36%
净利率	9.21%	3.63%	5.58%
经营性现金流	253,229	106,135	138.59%
ROE	9.64%	3.17%	6.47%

资料来源：天相投资分析系统

2.3.2 浙江医药、新和成业绩爆发

大宗原料药企业依靠主要产品大幅涨价，实现了业绩的爆发。VE、VC、VA、青霉素工业盐等产品结束了以往的低迷，去年下半年开始价格一路飚涨，这些上市公司业绩也随之上升，其中浙江医药和新和成的归属于母公司净利润分别同比增长了 112 倍和 132 倍。而这两家公司的净利润占整个板块净利润近 60%，扣除他们的贡献后该板块业绩同比增长 42%，并没有想象中的乐观。今年初维生素 B5 价格已经开始下滑，而 VA、VC 等产品的价格也有所松动甚至下滑，价格较为坚挺的 VE 的价格还能坚持多久呢？也许他们今天的价格就是未来回头遥望的天花板。另外 8 月 1 号开始执行的环保新标准将更加严格，企业的环保成本压力将进一步加大。

由低毛利的原料药销售到高毛利的制剂销售是原料药企业谋求进一步发展的必经之路，而正处在转型期的海正和华海两家特色原料药企业的前景则比较值得期待。

图表 12：2007 年原料药行业上市公司营收状况

股票代码	股票名称	主营收入	收入增长率	毛利率	毛利率变动情况	费用率	费用率变动	净利润	净利润增长率	净利率
000597	东北制药	240,696	19.36%	34.25%	19.71%	15.39%	6.50%	13,987	715.70%	5.81%
000756	新华制药	114,065	17.73%	13.89%	-2.76%	9.65%	-3.63%	2,045	8.04%	1.79%
000952	广济药业	37,159	40.75%	45.86%	6.72%	14.48%	-1.74%	7,929	180.78%	21.34%
002001	新和成	193,620	137.63%	63.52%	48.41%	9.08%	-5.09%	76,529	13249.74%	39.53%
002019	鑫富药业	29,599	-11.46%	51.76%	-8.49%	20.91%	2.98%	6,871	-21.95%	23.21%
600216	浙江医药	203,981	101.89%	42.66%	30.24%	14.72%	2.41%	41,707	11153.97%	20.45%
600267	海正药业	157,128	17.32%	28.92%	4.15%	20.42%	3.46%	8,276	53.01%	5.27%
600488	天药股份	43,734	23.17%	18.40%	-4.56%	12.35%	-3.78%	2,494	39.37%	5.70%
600521	华海药业	41,559	16.27%	46.53%	-3.86%	23.22%	3.67%	7,732	4.14%	18.60%
600812	华北制药	232,036	17.40%	32.53%	9.56%	25.12%	5.50%	9,392	629.81%	4.05%
合计/加权平均		2178165	33.72%	30.69%	10.33%	15.78%	1.05%	200,645	239.36%	9.21%

资料来源：公司公告、天相投资分析系统

2.4 生物制药行业

2.4.1 板块表现：业绩增长较快

生物药板块 08 年上半年共实现营业收入 62.22 亿元，同比增长 7.02%，行业平均毛利率为 33.46%，较 07 年同期提高了 2.19 个百分点，实现归属母公司净利润 5.66 亿元，同比增长 28%。扣除投资收益和公允价值变动收益的影响后利润总额为 28.85 亿元，同比增长 44.78%，增速较快。

图表 13：生物制药行业业绩分析

	08 年中期	07 年中期	增速及变动情况
主营收入	622,150	581,363	7.02%
毛利	208,196	181,801	14.52%
毛利率	33.46%	31.27%	2.19%
费用合计	130,446	126,062	3.48%
费用率	20.97%	21.68%	-0.72%



公允价值变动收益	-3,507	2,267	-254.65%
投资收益	9,509	9,701	-1.97%
营业利润	73,982	59,505	24.33%
利润总额	77,249	61,177	26.27%
所得税	15,999	10,556	51.57%
实际赋税比例	20.71%	17.25%	3.46%
归属于母公司净利润	56,610	44,226	28.00%
净利率	9.10%	7.61%	1.49%
经营性现金流	7,167	-22,390	-132.01%
ROE	5.00%	4.29%	0.71%

资料来源：天相投资分析系统

2.4.2 优质公司表现突出

虽然目前生物制药行业在整个医药行业的所占比重较小，但是其技术在整体上应当领先于行业水平的，特别是在一些高精尖领域已经达到国际水平，加之创业板呼之欲出，在未来将会有一批具有高成长创新性企业涌现，带动整个行业的成长。报告期内，科华生物和双鹭药业以其较强的创新研发能力和市场开拓能力强实现了业绩的较大幅度增长，而华兰生物和新股上海莱士也凭借着在行业内的垄断地位表现出良好的增长。

图表 14：2007 年生物制药行业上市公司营收状况

股票代码	股票名称	主营收入	收入增长率	毛利率	毛利率变动情况	费用率	费用率变动	净利润	净利润增长率	净利率
000078	海王生物	107,732	-10.64%	16.16%	-1.13%	16.30%	2.72%	3,232	5.47%	3.00%
002007	华兰生物	19,722	15.11%	57.56%	9.76%	12.52%	-3.08%	7,628	47.89%	38.68%
002022	科华生物	23,087	26.56%	63.03%	4.99%	23.32%	-1.67%	8,090	52.55%	35.04%
002030	达安基因	11,506	17.66%	59.08%	0.91%	44.77%	2.78%	1,737	27.06%	15.10%
002038	双鹭药业	15,899	65.06%	85.81%	24.73%	15.31%	-3.97%	9,623	83.15%	60.53%
002252	上海莱士	17,657	5.28%	63.63%	13.95%	19.07%	0.93%	6,377	54.30%	36.12%
600161	天坛生物	31,912	41.78%	61.95%	-5.07%	27.14%	-2.79%	5,709	5.29%	17.89%
600867	通化东宝	25,394	30.94%	53.04%	4.50%	32.73%	-4.86%	3,728	-21.16%	14.68%
合计/加权平均		622,150	7.02%	33.46%	2.19%	20.97%	-0.72%	5,660,980	28.00%	9.10%

资料来源：公司公告、天相投资分析系统

2.5 医药流通行业

2.5.1 板块表现：主业实际增速有所下滑

板块 08 年上半年共实现营业收入 248.93 亿元，同比增长 23.60%，行业平均毛利率为 9.83%，较 07 年同期提高了 0.13 个百分点，实现归属母公司净利润 3.68 亿元，同比增长 24.71%。扣除投资收益和公允价值变动收益的影响后利润总额为 4.99 亿元，同比增长 15.15%，相比较 07 年全年的 87.71% 和 08 年一季度的 30.15% 增速下降不少。

图表 15：医药流通行业业绩分析



	08 年中期	07 年中期	增速及变动情况
主营收入	2,489,345	2,014,108	23.60%
毛利	244,581	195,263	25.26%
毛利率	9.83%	9.69%	0.13%
费用合计	190,439	146,874	29.66%
费用率	7.65%	7.29%	0.36%
公允价值变动收益	-1,991	276	-820.08%
投资收益	10,149	4,095	147.86%
营业利润	56,164	47,554	18.11%
利润总额	58,151	47,787	21.69%
所得税	13,353	12,405	7.65%
实际赋税比例	22.96%	25.96%	-3.00%
归属于母公司净利润	36,802	29,510	24.71%
净利率	1.48%	1.47%	0.01%
经营性现金流	36,398	3,722	877.89%
ROE	7.94%	6.36%	1.58%

资料来源：天相投资分析系统

2.5.2 上市公司业绩表现

今年国家宏观调控,采取了一定的银根紧缩政策,医药流通环节受到的影响较大,医药商业企业面临着资金周转出现困难,财务费用上升的压力,因此扣除非经常性损益等因素后,利润总额增速低于收入增速。不过我们认为随着中小医药流通企业难以维持生计而退出,大型的医药商业公司未来将会逐渐享有这部分市场,行业集中度迅速加大是这个子行业的明显趋势。

图表 16: 2007 年医药流通行业上市公司营收状况

股票代码	股票名称	主营收入	收入增长率	毛利率	毛利率变动情况	费用率	费用率变动	净利润	净利润增长率	净利率
000028	一致药业	390,039	20.30%	8.85%	-1.02%	6.65%	-0.73%	7,673	28.11%	1.97%
000963	华东医药	296,732	28.15%	19.07%	-1.73%	13.84%	-0.37%	9,034	4.09%	3.04%
600511	国药股份	214,942	26.69%	9.59%	-0.42%	4.06%	0.26%	10,727	45.72%	4.99%
600713	南京医药	556,941	21.19%	7.53%	0.65%	6.42%	0.66%	2,794	38.08%	0.50%
600849	上海医药	784,299	24.18%	9.07%	1.10%	8.11%	1.18%	4,517	13.57%	0.58%
合计/加权平均		2,489,345	23.60%	9.83%	0.13%	7.65%	0.36%	36,802	24.71%	1.48%

资料来源：公司公告、天相投资分析系统

2.6 小结

上半年业绩增速仍然较快。由统计数据可以看到 2008 年上半年医药板块的表现净利润数据基本上是由化学原料药子行业拉升,而个别子行业的净利润数据出现了负增长。我们通过扣除了上市公司的公允价值变动和投资收益后进行比较发现,企业的由于主业和各项费用的控制得力使上市公司依旧保持着良好的增长态势。

下半年增速将进一步趋缓。我们通过对比各子行业 07 年全年和 08 年 1 季度扣除公允价值变动和投资收益后数据来看,除了化学原料药增速高涨之外,其它子行业的

增速稍有下滑。虽然部分原高科技企业税率暂按 25% 计算，年底有望返还，但下半年原材料等成本压力依旧不减，且 07 年全年上市公司主业由于需求拉动的较高增长和参与证券市场获得巨额投资收益造成了 08 年全年同比基数较大，而今年公允价值变动和投资收益的大幅度减少，另外部分大宗化学原料药产品价格已经回落，因此我们判断今年下半年板块的净利表观增长数据将有所回落，主业也将以平稳增长为主。

3. 行业投资策略

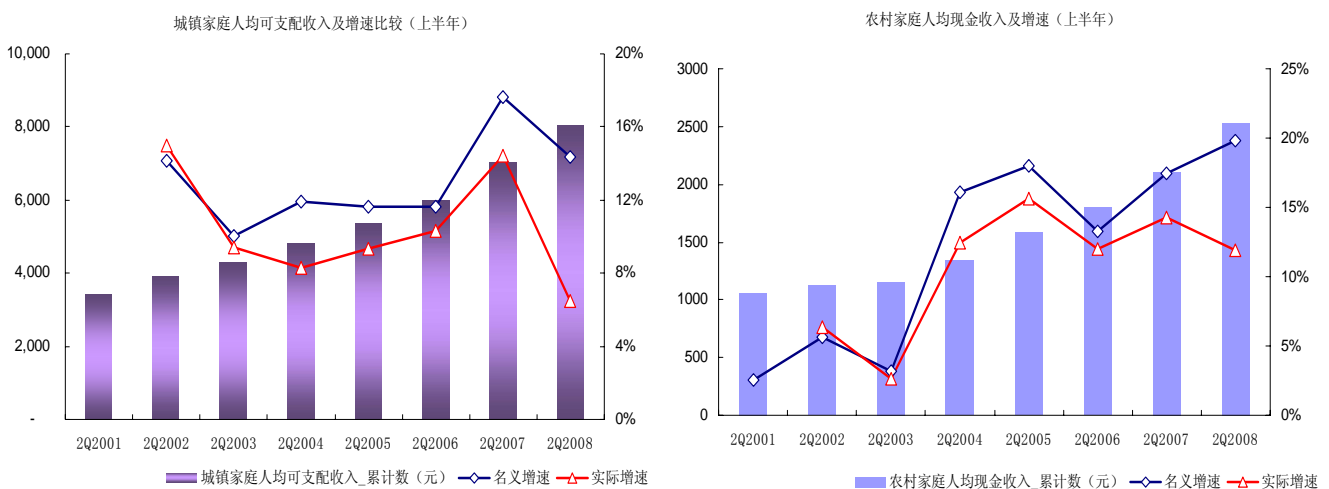
3.1 行业未来发展趋势判断

3.1.1 看好行业长期发展趋势

看好行业长期发展趋势。医药是刚性需求行业，随着人类的不断繁衍，疾病谱的不断扩大，其潜在的市场容量也是巨大的。我国人口基数不断增长，老龄人口的数量不断加大，对药品的需求将更为明显，加之目前我国正在稳步推进的医疗卫生体制改革将刺激药品的消费，因此我们可以断定未来药品消费市场的容量将不断扩大，医药行业长期趋势看好。

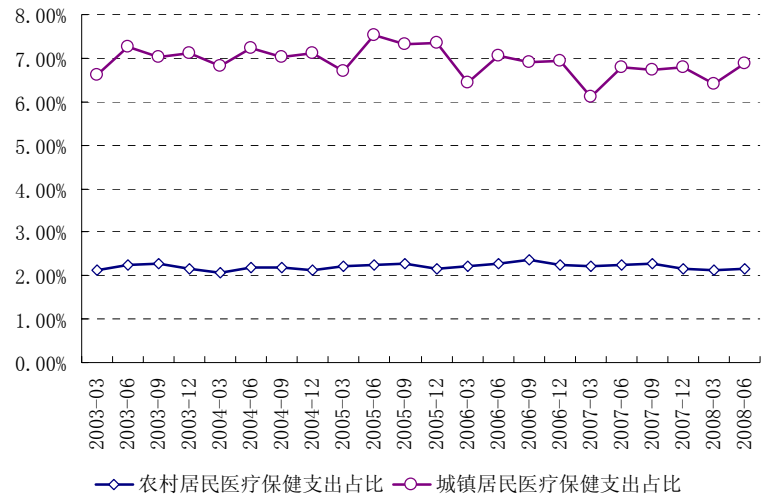
短期内药品消费或将向基础类药品倾斜。国家统计局数据显示，08 年上半年城镇家庭人均可支配收入为 8065 元，同比增长 14.36%，农村家庭人均现金收入为 2528 元，同比增长 19.78%，如果考虑物价因素，则仅分别同比增长 6.46% 和 11.88%，同比下降 7.94 个百分点和 2.37 个百分点，可以看出今年以来实际收入增速回落明显。虽然我们观测的城镇、农村居民卫生费用支出占比稍有上升，但我们认为这仅是反映医疗卫生的刚性需求的特性，从国家统计局限额以上批零企业销售占比构成情况来看，中西药品类占生活必需用品类消费的比例已经有了些许下降的态势，居民的消费支出开始向需求更为刚性的食品等产品倾斜，因此我们判断在居民可支配收入增长和物价水平没有明显改善的情况下，药品的消费需求将向基础类、必需类用药产品倾斜，这也符合国家政策导向。

图表 17：城镇及农村人均收入及增速



资料来源：中经网、天相投顾整理

图表 18: 城镇、农村医疗卫生费用支出占比



资料来源: 中经网、天相投顾整理

图表 19: 限额以上批零企业销售占比构成情况

商品分类	2005A	2006A	2007A	2006年 1-7月	2007年 1-7月	2008年 1-7月	与去年同 比变动	与年初相 比变动
食品、饮料、烟酒类	21.93	21.91	22.11	22.24	22.35	23.05	0.70	0.94
服装鞋帽、针、纺织品类	15.83	16.44	16.54	16.23	16.42	17.04	0.61	0.50
化妆品类	2.63	2.64	2.67	2.61	2.65	2.69	0.04	0.01
日用品类	5.64	5.75	5.83	5.76	5.81	5.73	-0.08	-0.09
洗涤用品类	1.70	1.72	1.66	1.70	1.67	1.66	-0.01	-0.00
书报杂志类	3.02	2.86	2.49	2.64	2.28	1.92	-0.36	-0.56
家用电器和音像器材类	12.65	13.12	12.97	13.70	13.34	13.07	-0.28	0.10
中西药品类	8.80	8.22	8.24	8.27	8.30	7.93	-0.38	-0.31
西药类	6.48	5.96	6.27	6.04	6.32	5.84	-0.48	-0.43
中草药及中成药类	1.93	1.76	1.61	1.71	1.62	1.64	0.02	0.03
文化办公用品类	3.06	3.24	3.19	3.08	3.02	3.09	0.08	-0.09
家具类	0.97	1.11	1.28	1.02	1.16	1.26	0.09	-0.02
通讯器材类	3.56	3.84	3.35	3.84	3.43	2.95	-0.48	-0.40
煤炭及制品类	0.23	0.25	0.34	0.23	0.31	0.43	0.11	0.09
化工材料及制品类	0.31	0.30	0.30	0.31	0.30	0.31	0.02	0.01
建筑及装潢材料类	1.18	1.29	1.49	1.19	1.36	1.10	-0.26	-0.39
机电产品及设备类	1.26	1.23	1.24	1.18	1.27	1.15	-0.12	-0.09
其他	3.46	3.00	2.86	2.82	2.78	3.28	0.50	0.42

资料来源: 中经网, 天相投顾整理

3.1.2 医改: 具体方案未定, 但“蛋糕”已经摆在眼前

我们再次提到医改, 虽然医药具体方案尚未公布, 但是各种迹象表明医改的整体工作并未停滞, 新型农村合作医疗、社区卫生医疗、基本药物制度、城镇医疗保险等

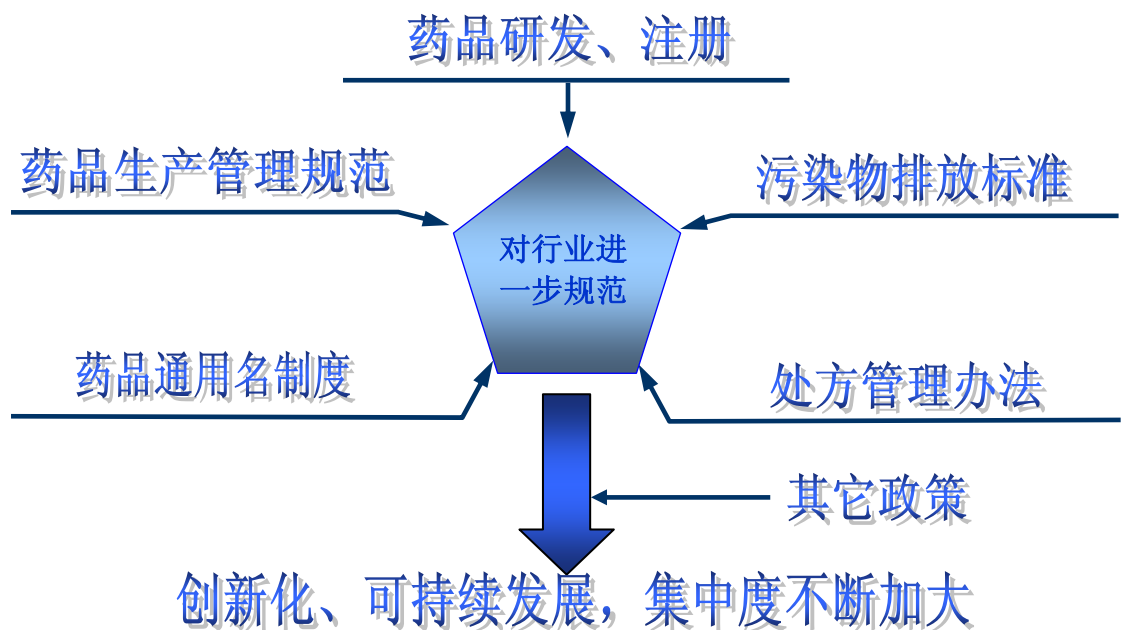
工作都已铺开。我们认为无论医改最终走什么样的道路，医改对医药市场扩容的刺激作用都是确定的。对医药行业企业来说，补需方的费用大部分会流到企业，而补需方的费用也是基本确定的，因此我们认为医改对医药行业的利好已经是事实，剩下的就是谁将分得这块“蛋糕”的问题了。

3.1.3 创新、可持续是行业未来发展主题

创新化、可持续发展将成为行业主题。从数据上看，我国医药行业在经历了“整治”之后确实已经走出低谷，由于终端消费需求旺盛，行业在 07 年实现了较大幅度的增长。但我们也意识到“整治”时期的政策并未松动，08 年 cGMP 认证的全面展开，新《药品注册管理办法》和《新制药工业污染物排放标准》等更加严格的标准已经开始执行印证了药品的创新化、可持续发展将成为行业主题。

行业的集中度将不断加大。我们了解到虽然终端需求依然旺盛，但行业内的中小企业日子并不好过，行业的严格监管、宏观经济紧缩和原材料成本价格已经使部分企业陷入泥潭，我们认为这将加速医药行业的重新洗牌过程，各种资源将迅速向行业内的规模较大的企业集中，这可以说既是政策导向的结果也可以说是竞争的结果。

图表 20：医药行业目前主要政策规范及未来发展趋势的判断



资料来源：天相投顾

3.2 医药行业估值近期明显回落

医药行业从需求的角度来看是刚性的，而行业本是又是高风险、高收益的行业，无论国内国外的上市医药类上市公司素来都享有较高的股值水平。不过目前来看无论是绝对市盈率水平还是相对上证综指的市盈率水平平均回落不少。

我们统计了 2000 初至今近 8 年的医药股和上证综指（分别剔除微利股）的市盈率水平，并将二者比较，发现医药股相比较上证综指的市盈率溢价水平在 42.26%，而 9 月 5 日收盘止，这一水平为 26.52%，已经远低于历史平均水平。从绝对市盈率

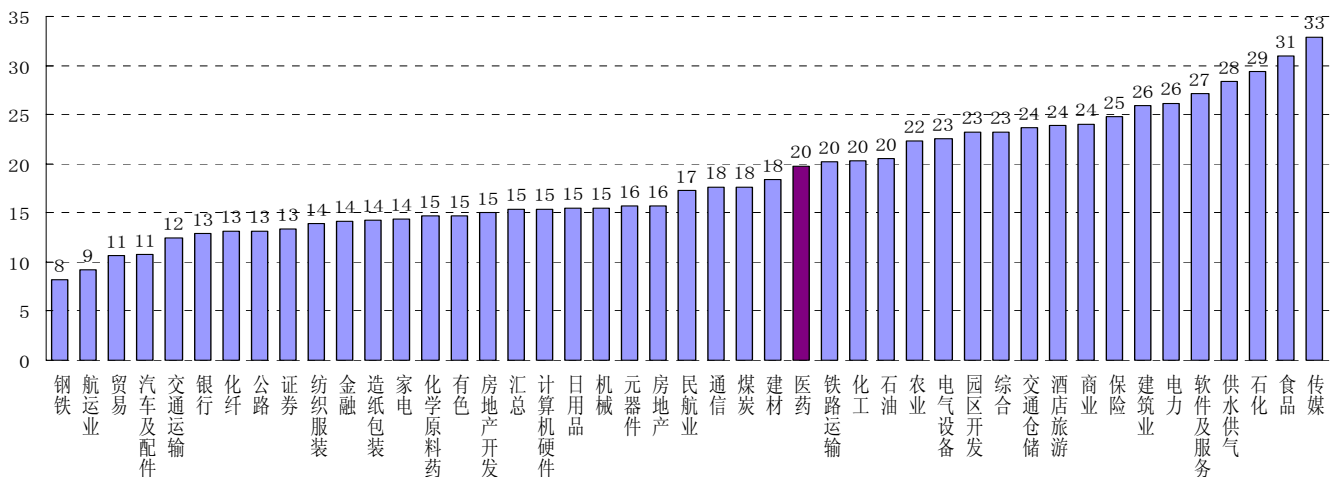


水平来看，剔除微利股的行业估值已经从5月是的35倍下降到现在的20倍。我们认为这一现象的主要原因是：

- 1、大盘估值中枢下移，A股市场齐涨齐跌的特性；
- 2、上半年我国先后经受雪灾、地震等大的自然灾害，中间又夹杂着手足口病的影响，医药股被轮番炒作，估值水平一直居高不下，存在补跌的动能。
- 3、医药股中期业绩基本兑现，投资者普遍预期由于去年行业基数较高，今年全年业绩增速将有所放缓。

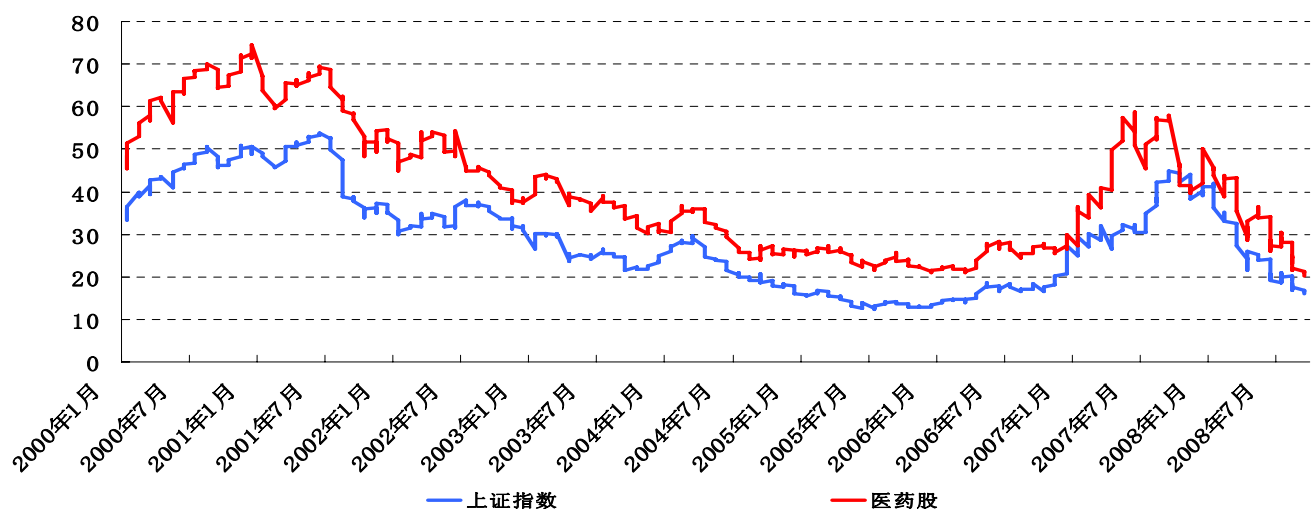
我们认为由于大盘带来的系统性风险依然较大，医药股也难逃一跌，但行业未来的发展趋势，一些行业内的优质公司对应的08年动态市盈率已经在20倍左右，值得长期投资。

图表 21：各行业板块估值比较（剔除微利股）



资料来源：天相投资分析系统

图表 22：医药股与上证综指估值比较（剔除微利股）



资料来源：天相投资分析系统

3.3 投资策略：立足长远、投资未来

通过上述分析来看无论从刚性需求的角度还是医改对药品消费的刺激作用来看，药品市场规模都将不断扩大。而我们认为从中受益较大的药品类别将是基础用药和大病种用药，考虑到近期物价水平和居民实际收入的增长影响，基础类、必需类用药获益将相对突出，具体表现在收入和利润上，我们认为这类药品的生产企业（如医保定点药品生产企业）的收入将有较大提升，但由于药品限价、各种原材料成本价格上涨等不利因素存在，这些企业的利润增速仍不甚明了，因此我们建议选择具有规模效应和多种产品规格的普药生产企业作为投资标的，如：双鹤药业。

从发展的现状来看，医药行业已经步入了良性发展轨道，除了大宗原料药行业，其他的各子行业均处于成长期，未来值得看好。目前我国部分制药企业已经初具规模，虽然相比大型的跨国公司还显稚嫩，但他们经过多年激烈的市场竞争，也积累了相当的优势，日趋严格的政策规范反而有助于其继续扩大规模，进一步提高企业竞争力。在诸多企业竞争力中，扣除品牌因素之后，我们认为企业创新能力的强弱才是制药企业发展的决定性因素，现阶段我们虽然看不出中国的“辉瑞”和“诺华”，但这并不影响我们的价值投资。目前，在大盘持续低迷的情况下，我们建议投资者立足长远，投资未来，选择企业核心竞争力较强，未来发展明晰的恒瑞医药、康缘药业、天士力、康美药业、科华生物、双鹭药业。最后我们建议关注业绩有超预期可能的云南白药。

图表 23：部分重点上市公司 EPS 预测和投资建议

公司代码	公司简称	投资评级	每股收益（元）			市盈率（倍）		
			2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E
000538	云南白药	增持	0.70	0.90	1.14	40.21	31.10	24.54
000423	东阿阿胶	增持	0.39	0.56	0.68	33.54	23.34	19.50
000999	S 三 九	增持	0.29	0.48	0.61	52.76	31.13	24.65
002219	独 一 味	增持	0.36	0.51	0.67	34.57	24.73	18.79
002022	科华生物	增持	0.37	0.57	0.82	51.35	33.43	23.30
002030	达安基因	增持	0.17	0.23	0.31	39.74	29.82	22.58
002007	华兰生物	增持	0.54	0.80	0.98	62.33	41.93	34.15
002038	双鹭药业	买入	0.54	0.92	1.37	47.91	28.40	18.99
600062	双鹤药业	增持	0.92	0.89	1.16	19.66	20.25	15.50
600161	天坛生物	增持	0.21	0.27	0.36	45.42	35.43	26.77
600276	恒瑞医药	增持	0.80	0.83	1.19	43.02	41.15	28.75
600436	片仔癀	增持	0.68	0.90	1.01	23.53	17.80	15.87
600535	天士力	增持	0.36	0.51	0.68	26.80	19.10	14.41
600557	康缘药业	买入	0.36	0.55	0.77	44.38	29.41	20.89
600750	江中药业	增持	0.33	0.46	0.58	25.27	17.76	14.13
963	华东医药	增持	0.40	0.47	0.62	22.31	18.90	14.37
600518	康美药业	增持	0.19	0.32	0.43	38.82	23.52	17.41

资料来源：公司公告、天相投顾

注：表中市盈率根据 2008 年 9 月 5 日股价计算得到

3.4 部分重点上市公司概述

恒瑞医药 (600276): 作为一个创新性药企, 公司通过首仿国外专利药尝到了创新带来的甜头。近几年业绩的高增长态势在 08 年得到了延续, 如果扣除公允价值变动的影响, 公司上半年利润总额同比增长 96%。公司产品梯队丰富, 现有主力产品抗肿瘤药物继续保持了较高速的增长, 其二线产品经过几年的推广, 今后也有可能进入了销售放量的阶段, 成为公司新的利润增长点。在新产品研发方面, 从 09 年开始起公司将会不断有新药上市, 其对公司业绩的影响值得期待。公司上半年公司实现营业收入 11.97 亿元, 同比增长 33.03%, 实现归属母公司净利润 1.92 亿元, 同比增长 24.75%, 上半年实现每股收益 0.37 元预计 08-10 年的 EPS 分别为 0.83 元, 1.19 元和 1.45 元, 维持“增持”评级。

双鹤药业 (600062): 国家大型的普药生产企业, 由于调整了大输液产品的包装结构, 使得公司大输液产品的综合毛利率有所提高, 这种调整产品结构带来的盈利能力提升预计会持续到其募投项目的完全达产。公司另外的两大经营领域降糖药和降压药属慢性病用药, 近些年来糖尿病和高血压的发病率不断上升, 预计公司的这两大领域会保持一个平稳的增长。公司上半年实现营业收入 24.55 亿元, 同比增长 13.46%, 实现归属母公司净利润约 1.91 亿元, 同比增长 29.51%; 实现每股收益 0.42 元。预计 08 年-10 年的 EPS 分别为 0.89 元, 1.16 元和 1.31 元, “增持”评级。

康缘药业 (600557): 公司是现代中药领先企业, 特别注重创新发展, 其多年的研发积累重于获得丰厚的回报。2008 年上半年公司实现营业收入 5.73 亿元, 同比增长 28.41%; 归属于母公司的净利润 5422.06 万元, 同比增长 51.29%; 摊薄每股收益 0.20 元。公司上半年业绩实现大幅增长还是得益于一线产品的稳定增长和二线产品的放量。一线产品桂枝茯苓胶囊同比增长 11%, 销售收入达到 1.32 亿元; 二线产品腰痹痛胶囊、散结镇痛胶囊、热毒宁注射液实现销售收入分别同比增长 68%、42%、87%, 分别达到 4603 万元、3889 万元和 4072 万元。我们认为公司在未来一段时间内仍将保持这种一线产品稳定增长, 二线产品放量销售的态势, 依然维持 08 年至 10 年每股收益分别为 0.55 元、0.77 元、0.98 元, 该股股价近期回落较大, 估值风险有所降低, 维持“买入”评级。

天士力 (600535): 现代中药的龙头, 主打现代中药品种复方丹参滴丸连续多年位列全国药品销售额榜首, 公司拥有完整的现代中药产业链, 和覆盖全国的营销网络。其自主研发的现代化数控滴丸生产线更是在国际上首屈一指。今年复方丹参滴丸提价后销量依然不减, 二线产品中水林佳全年有望同比翻倍、粉针剂稳步推进, 我们认为近期公司仍将依靠复方丹参滴丸实现业绩增长, 在 1-2 年后, 随着现有二线产品群的逐渐放量, 公司的业绩将有较大幅度的提升。上半年公司实现营业收入 15.88 亿元, 同比增长 21.35%, 归属于母公司的净利润 9826.37 万元, 同比增长 40.93%; 实现每股收益 0.20 元。我们预计公司 08 年—10 年每股收益分别为 0.51 元、0.68 元和 0.80 元, 该股股价回落较大, 而公司基本面没有发生任何变化, 价值明显低估, 我们看好公司未来, 维持“增持”评级。

康美药业 (600518): 中药饮片龙头企业, 着力打造中药产业链上游的“王者”。2008 年上半年, 公司实现营业收入 8.24 亿元, 同比增长 37.89%, 归属于母公司的净利润 1.27 亿元, 同比增长 102.01%; 摊薄每股收益 0.17 元。并预计 08 年 1-9 月扣除非经常性损益后净利润同比增长 50%以上。报告期内公司中药饮片二期工程投



产，该项业务销售收入同比增长 101.09%，达到 2.94 亿元；贡献毛利 1.11 亿元，同比增长 104.52%，成功翻倍。中药材贸易收入同比增长 26.46%；贡献毛利 5836.16 万元。公司主业部分贡献 70%以上的业绩增长。另外公司持有广发基金 10%的股权，今年分得现金红利 2400 万元，也为公司业绩添砖加瓦。我们维持公司 08 年—10 年每股收益 0.32 元、0.43 元和 0.50 元的预测，我们通过公司近期投资吉林设立子公司又一次看出公司扩张的决心，我们看好公司的中药饮片业务，随着公司建设项目的逐项达产，公司业绩或将保持较快增长，继续给予公司“增持”的投资评级。

云南白药 (000538)：云南白药是中药一个卓越品牌，其核心产品云南白药被誉为“疗伤圣药”，处方受到国家保护。从 2000 开始，公司实现了连续几年的持续高增长，净利润年复合增长率达到 30%以上。08 年又依靠医药工业和医药商业的共同发展实现业绩较快增长，上半年公司实现营业收入 27.20 亿元，同比增长 54.68%；归属于母公司的净利润 2.01 亿元，同比增长 33.95%；实现每股收益 0.42 元。公司向中国平安寿险以 27.87 元/股的价格发行 5000 万股股票，募集资金投向整体搬迁和增加商业现金流，我们认为公司下半年业绩仍将保持较快增长，另外公司增发实现也有了释放业绩的动力。我们维持公司 08 年—10 年每股收益分别为 0.90 元、1.14 元和 1.43 元的预测（未摊薄），我们看好公司未来发展前景，09 年以后公司顺利搬迁，产能得到释放，公司或将步入新一轮高速增长的快车道，继续给予公司“增持”的投资评级。

三九医药(000999)：公司今年完成了债务重组，并且即将完成股改，两间大事完成后，公司面貌一新，摆脱债务缠身后，公司上半年实现营业收入 19.10 亿元，同比增长 19.94%，归属于母公司的净利润为 2.09 亿元，同比增长 122.95%；实现每股收益 0.21 元，同时预计 2008 年 1-9 月实现净利润与上年同期相比增长 100%-150%。其中主业增长良好，上半年贡献增长近 30%。公司股改 10 送 3，高于行业平均水平，也稍高于 A 股市场股权分置改革平均对价水平。同时拟定业绩增长目标，08 年、09 年每股收益分别不低于 0.50 元和 0.65 元，扣除 07 年财务费用影响，公司连续两年业绩承诺相当于两年复合增长率在 30%以上，也显示了公司对未来发展的信心。维持 08 年、09 年和 10 年盈利预测分别为 0.51 元、0.66 元和 0.80 元，维持“增持”评级。

双鹭药业 (002038)：2008 年 1-6 月份，公司实现营业收入 1.59 亿元，同比增长 65.06%，实现归属母公司净利润 9656 万元，同比增长 83.15%，实现基本每股收益 0.39 元。同时预计 2008 年 1-9 月份归属母公司所有者净利润预计增 50-100%。未来看点：收入增长与成本下降维持公司高增长，公司主打产品贝科能 08 年销售有望翻番，由于上游原料的自产和规模效益的体现，其毛利率从 2007 年的 55%已经提升到 70%以上，同时其产品有望于 09 年进入国家医保，销售量有望激增。注重研发，企业造血能力强，股权投资立足长远，打造医药产业链条。预计公司 08-09 年 EPS 至 0.92 元、1.37 元，维持“买入”评级。

科华生物 (002022)：2008 年 1-6 月份，公司实现营业收入 2.31 亿元，同比增长 26.56%，实现归属母公司净利润为 8091 万元，同比增长 52.55%，扣除非经常性损益后实现归属母公司净利润 7508 万元，同比增长 47.34%，实现每股收益 0.26 元。公司预计 2008 年前三季度业绩预增 50%以上。未来看点：诊断试剂布局海外。公司上半年出口收入同比增长 238%，预计全年可增长 100%以上，实现收入 3000 万左右，占总收入的 5%左右；自产仪器增长迅速，公司将进一步推进诊断仪器与试剂的一体化，与国际接轨，实现诊断试剂与仪器的双丰收；真空采血管项目推进顺利，预计今

年下半年能够完成相关产品的注册，并实现规模生产，日产量将达到 30 万只。我们维持对公司 08 年，09 年 EPS 为 0.57 元，0.82 元的预测，维持“增持”评级。

天坛生物(600161):08 年上半年公司实现营业收入 3.19 亿元，同比增长 41.78%，实现归属母公司净利润为 5709 万元，同比增长 5.29%，扣除非经常性损益后实现归属母公司净利润 5459 万元，同比增长 0.25%，实现每股收益 0.12 元，2008 年中期分配方案为每 10 股派现金红利 0.9 元（含税）。未来看点：一是公司麻腮风三联疫苗技术问题将在有望今年解决，2009 年实现规模销售；二是公司之前公布的向特定对象购买资产和非公开发行股票的预案，其中收购成都蓉生 90%的股权如能在 2009 年完成将会显著增厚公司业绩。初步测算，我们预计 90%股权的成都蓉生实现归属母公司净利润 09-10 年分别为 8800 万和 9800 万元，则 09-10 年公司 EPS 为 0.45 元，0.55 元，相对于我们预计的 09-10 年公司 EPS0.36 元和 0.47 元分别增加 24%和 18%，增厚业绩效果显著。我们维持公司 08-10 年 EPS 为 0.27 元，0.36 元和 0.47 元看好公司受益于计划内免疫范围扩大和公司麻腮风疫苗规模销售，以及公司的资产注入，维持“增持”评级。风险提示：公司研发能力目前偏弱，增发项目的进程不确定性。

达安基因 (002030): 2008 年 1-6 月份，公司实现营业收入 1.15 亿元，同比增长 17.66%，实现归属母公司净利润为 1737 万元，同比增长 27.06%，扣除非经常性损益后实现归属母公司净利润 1598 万元，同比增长 41.98%，实现每股收益 0.09 元。公司预计 2008 年前三季度业绩预增小于 30%。公司业绩增长主要来源于一营业收入的增长 17.66%及按权益法核算的联营公司广州达元食品安全技术有限公司实现盈利增加投资收益 101 万元；二是高新达安健康产业投资有限公司成立，基本形成了以广州、上海、天津为三个中心的中心试验室网络结构，同时少数股东损益减少使报告期归属母公司净利润增长。我们预计公司 08-10 年 EPS 为 0.23 元，0.31 元和 0.36 元，我们看好公司连锁医学检验中心模式市场发展潜力，维持“增持”评级。

华兰生物 (002007): 2008 年 1-6 月，公司实现营业收入 1.97 亿元，同比增长 15.11%；实现归属母公司净利润 7628 万元，同比增长 47.89%；扣除非经常性损益后实现归属母公司净利润 7202 万元，同比增长 39.20%，实现基本每股收益 0.34 元。公司上半年依靠部分产品售价上涨，和血浆综合利用率提高，血液制品实现收入 1.96 亿元，同比增长 14.57%，毛利率同比增加 10.16 个百分点，为 57.96%。公司血液制品发展受制于原料血浆的供应不足，我们估计 2008 年公司投浆量较去年增长 10%左右。公司目前人血白蛋白和静丙蛋白的价格已经处于较高价位，在国家不出台新的提价政策情况下，毛利率的进一步提升存在压力。公司定向增发已经完成，公司拥有的 12 个血浆站目前有 10 个在采浆，还有两家有望在 2009 年投入使用，可望一定程度上缓解公司原料供应问题。另外公司疫苗销售是公司未来看点之一，其中流感疫苗今年可以销售，流脑疫苗和乙肝疫苗也将陆续上市，疫苗产品可借助原有的销售队伍和渠道，同时也可减小公司产品单一的风险。我们预计公司 08-10 年 EPS 为 0.84 元，1.02 元和 1.22 元，维持“增持”评级。

4. 风险提示

我们看好医药行业的长期发展，认为行业内的优质公司已经具有长期布局的价值，但提醒投资者注意短期投资风险：1、大盘继续下调带来的系统性风险；2、政策性风险；3、下半年行业表现增速可能放缓带来的风险。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566	传真：010-66573918	邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577	传真：010-66045500	邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566	传真：010-66045700	邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282	传真：021-58824283	邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800	传真：0755-82722762	邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582	传真：0531-82602622	邮编：250014