

全民医保稳步推进 释放大病重病用药需求

◎中投证券 周锐 贺长明 李昱

医药板块三季度业绩分析

医药板块的三季度报已经公布完毕,统计医药板块及各子行业的主要盈利性指标变化后发现,整个医药板块保持了稳定快速增长的态势,1至9月营业收入同比增长15.7%,净利润同比增长66.05%,净利润的增长主要来自三费使用率的下降和投资收益。

各子板块中,化学原料药板块的盈利增长最为耀眼,1至9月净利润同比增长85.11%,而且这部分增长并不依赖于投资收益,医药商业板块的增长质量也比较高,而化学药制剂板块的增长则较多的依赖于投资收益。

从环比数据来看,7至9月是许多医药企业的业绩低谷,在三季度能够实现净利润和扣除投资收益后的营业利润同步环比增长的子板块只有化学原料药板块,其它子板块的环比数据都有所回落。

就具体公司利润增长情况而言,1至9月净利润同比增长超过50%的医药上市公司超过了30家,增长的原因主要有以下几点:①产品价格上涨;②证券投资收益增加;③费用水平下降;④主导产品销售收入快速增长。

就三季度单季的盈利情况而言,在前三季度同比净利润增长超过50%的公司中有一半在三季度环比延续了快速增长,四季度是药品销售的旺季,预计四季度相当部分的公司利润较三季度仍将有较大幅度的增长。

●医药板块的1至9月营业收入同比增长15.7%,净利润同比增长66.05%。净利润的大幅增长主要来自于费用率的下降和投资收益的增加。

●子板块当中化学原料药和医药商业的利润增长质量最高,受投资收益的影响程度小,其中化学原料药板块是唯一一个三季度环比数增长良好的子板块。

●近期对行业产生重大影响的政策主要有:全民医保继续推进;新药特殊审批惠及及创新型企业;环保门槛上升有利于原料药价格上涨。

7月以来的主要政策变化

1.全民医保稳步推进

全民医保依赖于三大保险制度的建立,即城镇职工基本医疗保险制度、城镇居民基本医疗保险制度和新型农村合作医疗制度(新农合)。城镇职工基本医疗保险制度在1998年以来已经基本建立,参保人数已经超过1.6亿人;新农合从2003年开始试点,2006年开始加速实施,2007年9月5日卫生部副部长陈竺表示,到2007年底,新农合将覆盖80%的县,2008年将覆盖全国;城镇居民基本医疗保险基金重点用于参保居民的住院和门诊大病医疗支出,由此可见,全民医保在现阶段向大病重病倾斜是不争的事实。从上市公司的情况来看,也明显印证了这一点,以大病重病用药为主的恒瑞医药

试点城市将达到80%以上,2010年将覆盖所有城镇居民。

从以上情况来看,可以认为,到2010年就可以基本实现全民医保。

从相关保险制度中来看,新农合制度中明确规定中央和地方财政补助资金主要用于大病统筹,门诊补偿主要依靠家庭账户;今年刚刚实施的城镇居民医疗保险制度也明确规定城镇居民基本医疗保险基金重点用于参保居民的住院和门诊大病医疗支出,由此可见,全民医保在现阶段向大病重病倾斜是不争的事实。从上市公司的情况来看,也明显印证了这一点,以大病重病用药为主的恒瑞医药

和恒瑞医药的工业销售收入1至9月同比增长都超过了35%,而以品牌普药著称的丽珠集团、双鹤药业和白云山的收入增长都不到20%,明显慢于行业增长,普药的需求增长仍然需要等待。

2.新药审批将加快

9月30日,SFDA公布的《药品注册特殊审批程序实施办法》明确规定要对创新的新药、治疗疑难重症疾病的新药按照本办法的规定予以优先审评、审批,随着该办法的逐步实施,创新药物的研发有望加快,这对创新药物企业构成实质利好。

3.环保门槛将进一步加强

10月26日由国家环保总局起草的

医药板块及子板块3季度主要盈利性数据比较

主要子板块	营业收入		毛利率		营业利润(不含投资收益)		净利润	
	同比增长	环比增长	同比变化	环比变化	同比增长	环比增长	同比增长	环比增长
医药板块	15.7%	1.03%	0.08%	0.20%	49.65%	-13.42%	66.05%	6.22%
化学原料药	23.0%	-2.08%	2.14%	4.75%	154.07%	8.64%	85.11%	33.62%
化学药制剂	7.9%	2.21%	-0.23%	1.24%	31.48%	-5.07%	84.94%	16.40%
中药	12.9%	-6.00%	0.28%	-2.68%	20.93%	-31.15%	34.29%	-28.84%
生物制药	19.3%	2.35%	-1.15%	2.34%	20.27%	24.31%	38.49%	-4.26%
医药商业	19.7%	2.87%	0.58%	0.12%	77.40%	-12.50%	49.05%	-18.82%

医药行业1-8月主要数据

主要子行业	销售收入		毛利率		营业利润(不含投资收益)		利润总额	
	同比增长	环比增长	同比变化	环比变化	同比增长	环比增长	同比增长	环比增长
医药制造业	23.1%	5.3%	0.2%	1.1%	56.2%	10.5%	49.0%	15.8%
化学药品原药	18.0%	-5.4%	1.8%	4.6%	67.6%	35.3%	36.9%	12.5%
化学药品制剂	22.6%	10.6%	1.1%	0.2%	72.6%	16.8%	58.2%	13.9%
中成药	18.4%	2.7%	-1.1%	-0.6%	39.8%	-3.4%	52.7%	9.3%
生物、生化制品	32.0%	18.5%	-2.8%	-1.8%	21.4%	-4.8%	38.6%	43.3%

资料来源:WIND 资讯 中投证券研究所

部分医药原料价格理性回归

◎光大证券 张美云 姚杰

青霉素工业盐价格理性回归

最近消息,由于受青霉素工业盐高价的影响,印度制药公司已恢复青霉素工业盐的生产,并增加他们目前的产量。2007年9月、10月份,印度方面没有下订单采购青霉素工业盐,使国内出现存库。从青霉素工业盐的价格看,前一段时间价格过高是不正常的现象。由于青霉素工业盐的价格有足够的利润空间,河南华星药厂已经逐步进入正常生产状况。目前国内除了这几家企业正在生产青霉素工业盐外,又将有两家小企业加入生产。合理的价格回归是必然的趋势,今年的成本上升10%至20%左右,预计11、12月合理的平均出口成交价格将保持在13±0.5美元/千克。

VC价格将有3%至5%下降空间

VC出口报价8月份9.5至10美元/千克,9月份9.5美元/千克,10月份下降到8.5至10美元/千克,约每月下降2%至3%;国内报价8月份80元/千克,9月份70元/千克,10月份68至70元/千克,9到10月份下降幅度为3%。由此认为VC的利润空间将有下调的可能,但是空间将比较有限,预计10月份后平均出口成交价格维持在5至6美元,比8月份成交价5.8美元/千克下降约3%至5%,但不会持续下跌。

激素类原料价格年后有上涨可能

皂素价格从1月份的13万元/

吨(质量标准:98%),到5月份16万元/吨,8月份迅速上升到26万元/吨。到9月份以后,由于黄姜收获季节的到来,9月、10月皂素价格报价在22至23.5万元/吨,比年初上升80%,比最高点8月份下降9%,而且10月份稳定在9月份的水平。由此认为,由于黄姜到皂素加工企业的生产能力有限,价格再往下的可能相对比较小。到年后,随着鲜黄姜的上市量下降,年后皂素价格有上涨的可能。

地塞米松的价格从1月份的7200元/千克(质量标准:99%)到8月底的9500元/千克,10月份回落至8800元/千克,比年初上升22%,比最高点8月份下降7%。

由于前几年皂素价格比较低,企业储备皂素的库存都比较高,地塞米松的价格上涨幅度比上游原料皂素价格的上涨幅度小得多。根据判断,黄姜产地湖北十堰是南水北调的取水地,黄姜提取皂素过程产生污染,导致部分企业关停,无论是污染治理,还是企业迁址,都会造成成本的上升和产能的阶段性不足,因此,在2008年此类原料价格还有上升的空间,持续的时间将有1年以上。

VE价格涨幅不宜过份乐观

近日,浙江新和成的维生素E粉60%再次提价,目前的报价达到80/千克,而且量的多少对价格影响不大,其它维生素E油(医药级)产品价格也相应有所提高。高端产品增量不是很明显,而低端产品的增量比较明显,其短期需求与国内饲料的需求有一定的相关性,2007年下半年饲料需求相对旺盛。饲料行业是低利润的行业,价格

接受能力比较弱,不能长期接受价格的上涨,因此,在年底之前,价格可能继续走高,但涨幅和维持的时间将有限。维生素原料药价格的上涨具有很强的周期性,从以往来看,通常价格高位的时间短,处于低位的时间长,价格上涨周期很短。合成VE,DSM的产能最大。因此,目前VE上涨的主要是国内市场,在国际市场上我国VE产品的定价权还不够。

从进出口数量和价格图中可以看到,8月份进出口的量没有明显的上升,而进口价格上升,出口价格下降;上半年出口的量在上升,而出口的价却在下降,很难表明市场存在供不应求的矛盾。因此,可以认为价格上升的驱动因素还是成本推动,并非下游需求的强劲拉动,所以,VE价格涨幅将是比较有限的,而价格上升持续的时间也是不宜过份乐观的。

VB2预计价格下降趋势还将延续

由于近期国内外其他核黄素生产商供货量增加,广济的核黄素产品销售价格已开始自高位回落,以80%饲料级核黄素内销价格已从2007年9月的820至850元/公斤(含税价),下调至目前的700至720元/公斤(含税价)。

分析1至9月份VB2出口平均价格为6.0美元/千克(不分规格),比1月份上涨11%,而出口量从年初的2186吨下降到1479吨,下降幅度为32%。上半年短期的供需缺口导致短期的价格上涨,价格的上涨得不到量的支撑,随着价格的上涨,出口量持续下滑。今年原材料的价格成本上升10%至20%左右,产品的价格维持在毛利率30%左右是比较合理的,因此,VB2的价格还将继续下滑,预计年底前还有15%的下降幅度。

2007年医药业利润预计劲增48%

◎光大证券

1至8月份,医药业收入3631亿元,同比增长24.7%,利润总额331亿元,同比增长49%;1至8月医药业成本同比增长25%,利润增长幅度高于成本增幅24个百分点。1至2月份、1至5月份、1至8月份医药业收入增幅分别为16%、21%、25%,而同期利润增幅却达到30%、37%、49%,景气向好趋势非常明显。

在子行业中,1至8月份,利润增幅最大的是化学制剂,达到58%,中成药利润增幅达到53%,高于整个行业的利润增长幅度。

医药化学原料收入增长幅度26%,成本增幅为23%,利润增幅为20%,收入增幅高于行业平均水平,而利润增幅低于行业平均水平。

在化学原料、化学制剂两个行业中,利润主要分配更多的在下游,上游获取的利润相对少,原料、制剂

的收入比例是8:9,利润比例是4:7。毛利率比较:化学制剂的毛利率最高,达到39.7%,中成药次之,达到38.4%,化学原料药为19.8%;销售利润率比较:最高的中成药达到10.9%,化学制剂次之10.4%,化学原料为6.6%。三费情况:化学原料、化学制剂、中成药分别为13.2%、27.5%、29.3%。

预计2007年全年医药业收入5880亿元,同比增长24%,利润总额550亿元,同比增长48%。

《制药工业污染物排放标准》的全部6个子行业的征求意见稿已经全部公布,预计正式标准将于年内出台,将在2008年开始正式实施。新政策提高了现行污染物的排放标准,要求新建制药企业必须按照新标准设计和生产,老企业则在3年过渡期内完成整改。

新的环保标准提高了原料药行业的进入门槛和成本,这将使得行业内的竞争环境短期内相对宽松,这将有利于原料药价格维持在高位。

未来几个月的投资建议

近期医药板块的调整使得许多医药股的估值大幅下降,许多医药股2008年的动态PE已经不足30倍,投资价值凸显。

建议未来几个月可以重点投资:①明确受益于全民医保和国家新药特殊审批政策的恒瑞医药和恒瑞医药;②将受益于渠道加速整合的医药商业企业,如一致药业、国药股份和南京医药;③受国家政策支持的传统中药企业天士力、中恒集团和亚宝药业。

华东医药(000963)内生性增长仍可超预期

华东医药2007年1至9月在营业收入增长21.27%的情况下,营业利润增长42.5%,净利润同比增长145.19%,实现每股收益0.264元,符合前期的市场预期。

三季度华东医药单季实现的EPS为0.0615元,较二季度环比有较大的下降,原因是因为华东医药在一、三季度是自产产品销售的淡季、商业业务的旺季。虽然收入规模大,但毛利率低,相应的利润也少。

华东医药依靠自身的内生性增长,未来仍然有超预期的可能。华东医药未来将继续受益于“一品两规”及“全民医保”等行业政策,在医改过程中将有强者恒强,实现业绩的快速增长。

四季度将迎来公司的销售旺季,同时房地产业务也将结算部分,维持对华东医药2007年0.4元(其中房地产业务贡献0.04元),2008年0.57元(其中房地产业务贡献0.10元)的盈利预测。即使考虑房地产业务估值较低,目前的股价也被明显低估。(中投证券 周锐)

恒瑞医药(600276)增长超预期,前景仍乐观

公司营业收入保持高速增长。公司1至9月实现营业收入138712万元,同比增长32.2%,与中期相比,增速基本持平。公司近几年收入一直保持在30%左右的增长速度,反映出公司的经营能力很强。三季度公司毛利率为82.9%,较去年同期提高1个多百分点,与今年中期基本持平。

公司净利润增幅高于收入增幅。1至9月实现净利润24946万元,同比增长59.91%,利润增速快于收入增速的原因在于营业收入大幅增长,毛利率有所提高。公司目前有效税率为24.8%,高于中期水平。

研发是恒瑞的核心竞争力。恒瑞医药是国内少有的研发投入较大的企业,现有多个品种在研,包括:艾瑞昔布、卡曲沙星、PEG-干扰素、阿帕替尼、厄多斯坦、艾罗替尼等,其中艾瑞昔布已经完成二期临床。尽管目前新药审批进度严重放缓,有关产品的上市时间表将推后,但这不影响公司研发化学药的前景,对公司未来创新药持乐观看法。

豪森药业与恒瑞有千丝万缕的联系,豪森也从事肿瘤药生产销售,收入约9亿元,在制药企业排名第69位(2006年行业统计)。如果能收购豪森,不仅可以增加恒瑞的产品线,提高竞争力,也可以减少有关的费用,增加利润。

业绩预期。预计公司2007年每股收益为0.75元,2008年为0.95元,2009年为1.30元。恒瑞医药作为国内医药企业中为数不多,真正具有核心竞争力的企业,具有长期投资价值。(兴业证券 王喆)

南京医药(600713)盈利能力提升,经营质量改善

南京医药前三季度主营收入、净利润分别达67.19亿元、4963.61万元,分别同比增长32.29%、149.61%,每股收益0.14元,其中第三季度每股收益0.06元。

毛利率提升,费用率下降。第三季度主营收入为21.23亿元,环比下降16%,同比增长20%,前三季度主营收入达67.19亿元,同比增长32.29%,预计全年主营收入达100亿元左右。销售毛利率和净利率持续上升,前三季度累积数据分别为7.27%、0.52%,同比分别提高0.28个百分点和0.26个百分点,期间费用率在第三季度略有上升,但整体来看仍然呈下降趋势。总体来看,盈利能力呈现提升趋势。

公司盈利能力和经营质量正逐渐提高,未来也有三大主要发展方向:一是谨慎型规模扩张,预计未来两年销售规模保持15%至20%的增长;二是通过OEM生产和整合零售业务全面提高毛利率水平,预计综合毛利率水平将稳步提升;三是通过药房托管创新新的盈利模式,该项业务正在积极进展,亦取得一定成效,目前托管对象已拓展到河南、山东等地的医院。药房托管作为中国医疗体制改革一项有意义的尝试,仍然值得称道,但从体制上说,未改变医院以药养医的盈利模式,从当前看来,也是治标不治本的手段之一。因此,在对南京医药进行投资价值分析时,当前仍然需要将主要的注意力放在公司经营质量改善和盈利能力提升方面。

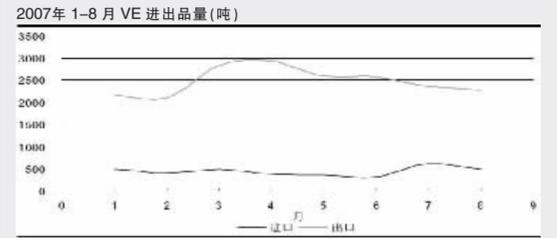
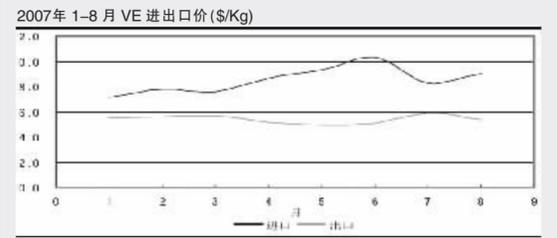
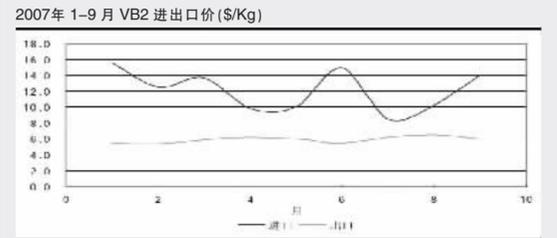
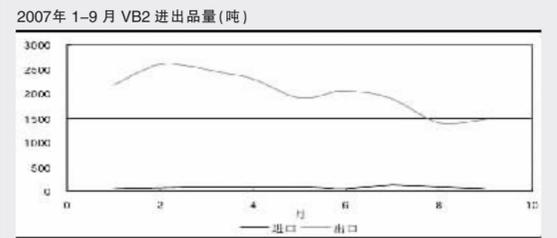
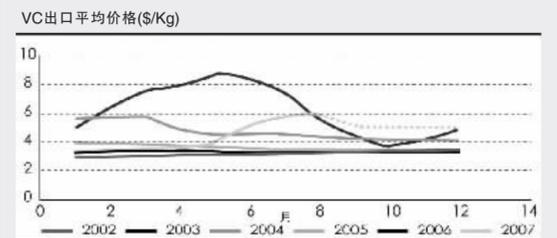
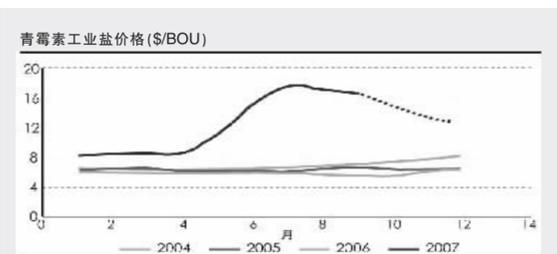
预计南京医药2007年至2009年EPS分别为0.197元、0.329元、0.527元。(长江证券 段炼)

浙江医药(600216)VH大幅提价,业绩将超预期

公司主导产品VH系列产品正式提价。2007年上半年VH系列产品销售额约8300万元,约占公司销售总收入的8%。提价后VH(医药级)价格提高至1000美元/公斤,2%VH粉(饲料级)提高至200元人民币/公斤,新签订单将执行新的产品价格。本次提价对公司第四季度经营业绩影响较小,提价主要是对公司2008年业绩产生提升作用。

调高对VH产品价格的预期:2008年VH(医药级)均价预计在700美元/公斤,VH(饲料级)均价预计在180元人民币/公斤,则2008年VH销售收入将达到3.6亿元,扣除成本上涨因素后,则为公司2008年贡献业绩0.25元/股。考虑VH(医药级)产品销售占比达整个VH系列的80%,且属于高端产品,绝对价格高,价格波动对公司业绩相对影响较大,故通过对其价格做敏感性分析发现,VH(医药级)价格每波动100美元/公斤,则影响公司业绩0.05元/股。

根据上述产品提价的分析,同时考虑到人民币升值对公司业绩的影响较大,且2007年预计公司业绩主要以股权投资收益为主,主业增长不明显,仅调高对公司2008年的盈利预测,即2007年、2008年EPS分别为0.2元、0.78元。(安信证券 洪露)



郭晨凯 制图