



医药研究小组 赵冰
021-53519888-1902
zhaobing@sigchina.com

机会大于挑战

——2009 年 8 月中药行业投资策略

子行业经济数据跟踪 (09 年 1-6 月)

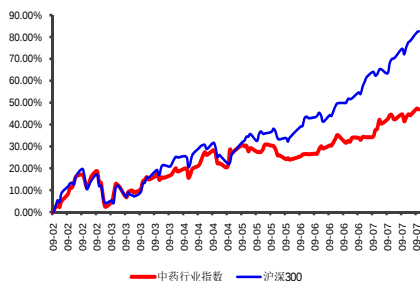
中成药

工业销售产值 (亿元)	891.41
累计增长	18.48%
出口交货值 (亿元)	17.43
累计增长	28.02%

中药饮片

工业销售产值 (亿元)	226.72
累计增长	26.65%
出口交货值 (亿元)	8.48
累计增长	2.29%

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号: ZB09-MIT03

相关报告:

主要观点:

医改方案逐步落实, 行业投资机会显现

《医药卫生体制五项重点改革 2009 年工作安排》的公布表明国务院对于医改工作发文的细化, 医改方案也将逐步落到实处。

中药行业需求保持稳定增长

中药在国内拥有庞大、固定的消费群体, 我国中药消费保持快速增长, 近 5 年的销售收入平均增速为 25.29%。中药因其独特的药理作用, 在治疗心血管疾病、肿瘤、内分泌疾病等慢性疾病或疑难疾病药物中拥有广阔的应用前景。

中成药产量增长未受出口下降影响

由于中成药的出口份额相对较小, 加上国内出台了拉内需、促消费的一系列措施, 出口增速下滑并未对中成药行业的产量增长产生负面影响。预计 09 年全年中成药行业各项经济指标将再创历史纪录。

中药各子行业的经济效益不断提升

由于中药行业的规模不断扩大, 企业运行效率不断提高, 行业盈利能力持续增强。在面对外部环境恶劣的情况下, 中药企业通过降低三费等手段来提高企业盈利能力。中药各子行业的销售毛利率虽然逐年走低, 但是销售利润率有回暖的趋势。

投资建议:

未来十二个月内, 维持中药行业“有吸引力”评级。

我们认为最终能够保留在基本药物目录中的中药品种, 是具备独特工艺和保密配方的品牌中药。那些拥有较大市场发展潜力的产品和强大销售网络的现代中药企业也能在新医改的大背景下获得较快的发展。我们建议以基本药物目录为主线, 重点关注的公司为: 中药饮片行业——康美药业; 中成药 (现代中药)——天士力 (复方丹参滴丸), 三九医药 (三九胃泰), 千金药业 (千金片), 沃华医药 (心可舒片), 马应龙 (麝香痔疮膏)。

数据预测与估值:

中药行业重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			08A	09E	10E	08A	09E	10E		
马应龙	600993	25.24	0.87	0.70	0.79	29.01	35.95	32.05	5.06	跑赢大市
沃华医药	002107	32.44	0.72	1.20	1.30	45.06	27.07	24.90	7.85	跑赢大市
三九医药	000999	16.16	0.51	0.66	0.78	31.69	24.62	20.61	4.99	跑赢大市
天士力	600535	16.38	0.52	0.65	0.79	31.50	25.33	20.70	4.31	跑赢大市
康美药业	600518	8.53	0.39	0.26	0.35	22.16	33.06	24.27	4.85	跑赢大市

资料来源: 上海证券研究所整理; 股价数据为 2009 年 7 月 31 日收盘价

一、医改方案逐步落实，行业投资机会显现

1、《医药卫生体制五项重点改革 2009 年工作安排》将医改方案实施落到实处

7 月 22 日，国务院办公厅公布了《医药卫生体制五项重点改革 2009 年工作安排》（下简称《工作安排》），明确今年推进医药卫生体制改革的 10 项任务。五项重点改革的内容为：加快推进基本医疗保障制度建设；初步建立国家基本药物制度；健全基层医疗卫生服务体系；促进基本公共卫生服务逐步均等化和推进公立医院改革试点。《工作安排》的公布是国务院对于医改工作发文的逐步细化，表明医改方案逐步落到实处，对医药行业整体发展将构成长期利好。

《工作安排》明确了各部门对于新医改的职能分工，并对各项任务的实施提出了时限，其中就包括原本定于 4 月底出台而至今尚未出台的基本药物目录。基本药物目录的推迟缘于各方对于目录本身存在不同意见。对于《目录》的制定和颁布，产业界仍然处于观望态度，而目录之所以推迟发布就是考虑到相关配套尚未完善。比如药品的定价制度如何建立，医疗机构如何配备，销售量是否能够在纳入《目录》后有所保证，各种问题需要包括发改委、社保等部门的配套文件。在没有落实相关配套制度的情况下，即使《目录》近期颁布，对于现有市场格局不会产生任何影响。《工作安排》表明“发改委、卫生部负责”将在不迟于 2009 年 12 月份在每个省（区、市）30% 的政府办城市社区卫生服务机构和县（基层医疗卫生机构）实施基本药物制度。我们认为，基本药物目录最迟在 11 月底前见分晓。

表 1 《工作安排》明确的各部门对于建立基本药物制度的职能分工

内容/目标	负责单位
发布国家基本药物目录（2009 版）	卫生部
基本药物目录发布后，核定并公布基本药物零售指导价。	国家发展改革委
不迟于 2009 年 12 月份每个省（区、市）在 30% 的政府办城市社区卫生服务机构和县（基层医疗卫生机构）实施基本药物制度，包括实行省级集中网上公开招标采购、统一配送，全部配备使用基本药物并实行零差率销售。	国家发展改革委、卫生部
2009 年 11 月底前，完成国家基本医疗保险药品目	人力资源社会

录调整工作，将基本药物全部纳入基本医疗保险药品目录，基本药物报销比例明显高于非基本药物。制定并出台临床基本药物应用指南和基本药物处方集。

数据来源：国务院，上海证券研究所整理

2、基本药物面临缩减，龙头中药企业或能受益

新医改五项任务之中，基本药物目录与市场联系最为密切，牵动各方神经。由于种种原因，原定4月底出台的基本药物目录被推迟。在最早流传的包含600多种基本药物的基本药物目录中，中西药各占一半。但是在中药目录中，近四成为“独家”产品，这让未入选企业倍感不满，4月中旬起部分企业前往卫生部门开展各项公关活动。近日，多方信息均表明，基本药物目录可能已经大幅“瘦身”，品种可能仅剩300多种。缩减基本药物目录的做法是符合国际惯例的。目前，WHO推荐的基本药物目录中只有312种药品，国外也一般不超过500种（日本200多种）。

在所有药物品种中，中药品种的“瘦身”幅度最为显著。在2004年的目录中，中药有1260多种；2008年6月，中药缩减为326种；2008年11月，中药再次减为200多种。业界消息称，最新基本药物目录中中药可能只有100余种。虽然国家对基本药物实行微利定价等原则，药价有可能下降，但经过多次降价后目前空间并不大。目前，大多数企业都在争取入选，即使产品利润不大，有稳定的需求对企业来说也能保证稳定的利润。但是目录缩减后，一家企业一般只能有一种药物进入目录，进不了目录的二线企业有可能被淘汰，导致行业集中度提高，因此能进入目录对企业肯定是利好。我们认为，基本药物缩减将使中药行业的龙头企业受益。

二、中药行业需求保持稳定增长

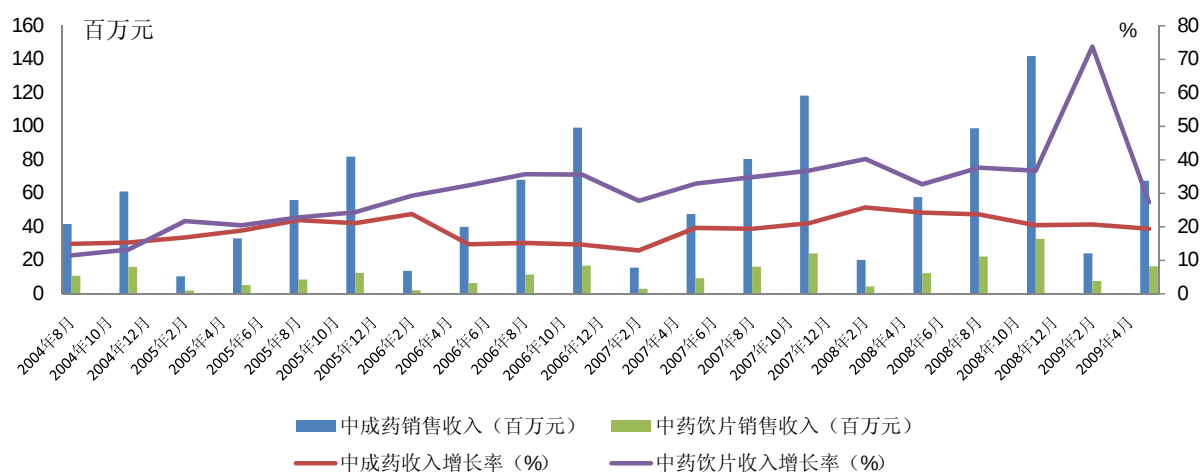
中药在国内拥有庞大、固定的消费群体。销售数据表明，中药因其独特的药理作用，在治疗心血管疾病、肿瘤、内分泌疾病等慢性疾病或疑难疾病药物中拥有广阔的应用前景。从总体看，我国中药消费保持稳定增长，近5年的销售收入平均增速为25.29%。除2007年由于国家的相关政策变化，如招标规则、降价等外部因素推动行业进行优化整合，使行业增速有所降低外，其余年份的同比增长率均保持20%以上。

中药两个子行业的销售收入增速都在持续增长，但增长的原因却

不相同。中成药产品由于易服用，质量可控，越来越受到患者的欢迎。目前占临床用药主导地位的中药产品，大部分属于采用先进工艺生产的新剂型中成药（即“中药西制”）。这些中成药的生产企业，生产工艺先进，营销模式相对较新，大有替代原有传统剂型品种的趋势。

但是从 2005 年起，中药饮片的销售收入增速快于中成药，而且差距有扩大趋势。尤其在 09 年上半年，中药饮片行业无论收入还是利润总额增速均表现相当突出，这可能同国家食品药品监督管理局 2008 年颁布的《关于推进中药饮片等类别药品监督实施 GMP 工作的通知》有关。《通知》规定：自 2008 年 1 月 1 日起，所有中药饮片生产企业必须在符合 GMP 的条件下生产，届时未在规定期限内达到 GMP 要求并取得《药品 GMP 证书》的中药饮片生产企业将一律停止生产。由于中药饮片行业从被强制执行 GMP 认证，使行业走向规范，集中度有所加大。

图 1 近几年中药饮片和中成药行业销售收入及增速变化



数据来源：国家统计局，上海证券研究所整理

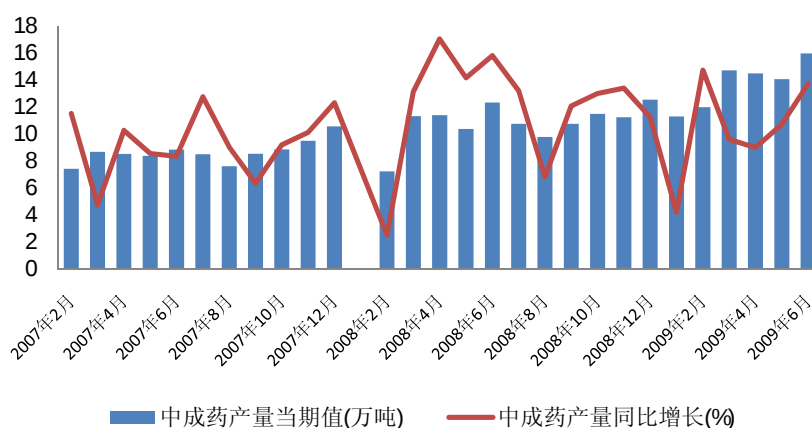
三、中成药产量增长未受出口下降影响

09 年上半年，中药行业表现出较强的抗周期性，受经济不景气影响的程度较小。09 年 1-6 月中药行业全部实现了当月产量同比正增长。除 1 月份产量同比增长（仅增长 0.54%）较慢外，其余月份的增长均在 10% 以上，其中 6 月份的产量创出近两年的新高。

受国际经济形势的影响，中成药的出口同比也呈现负增长趋势。除三、四月份外，其余月份均为同比负增长，其中一、二、六月负增长超过 10 个百分点。但是由于中成药的出口份额相对较小，加上国

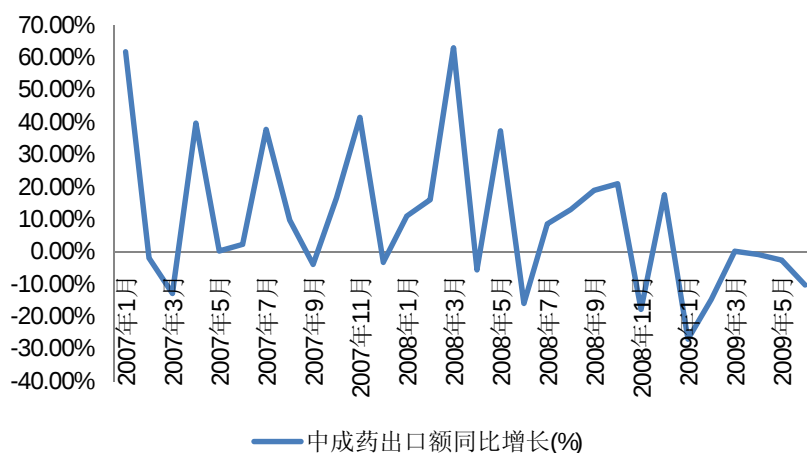
内出台了拉内需、促消费的一系列措施，出口增速下滑并未对中成药行业的产量增长产生负面影响。预计 09 年全年中成药行业仍将保持快速增长态势，行业无论是收入，还是利润以及产量等各项指标将再创历史纪录。

图 2 07-09 年 6 月中药当期产量和同比增长率



数据来源：国家统计局，上海证券研究所整理

图 3 07-09 年 6 月中药出口额同比增长率



数据来源：国家统计局，上海证券研究所整理

四、中药各子行业的经济效益不断提升

中成药和中药饮片行业三费增速近几年始终低于销售收入的增速。中成药行业的销售费用同比增速比较稳定，一直在 10-20%之间波动。但是，中成药行业的财务费用和管理费用同比起伏较大，但总体看呈下降趋势。中药饮片行业的三费增速在 2006 年前随同行业收

入增加而快速增加，这可能与该行业在此期间的快速发展有关。目前中药饮片行业的三费基本保持平稳发展。从中成药和中药饮片行业的三费占销售收入比重看，均保持稳中有降趋势。其中，销售费用占中药饮片行业的销售收入在 2004-2005 年有明显下降。主要原因是中药饮片行业从 2005 年开始进行了一系列的规范和整顿，行业集中度有所提高，市场竞争环境不断改善。中药行业的三费占比保持下降趋势说明在面对外部环境恶劣的情况下，企业通过降低三项费用等手段来提高企业盈利能力，这也是近几年行业利润增速大于收入增速的重要原因之一。

由于中药行业的规模不断扩大,企业运行效率不断提高,行业整体盈利能力持续增强。在经历了 2005、2006 年的低谷之后,中药各子行业的销售毛利率虽然逐年走低,但是销售利润率有回暖的趋势。我们认为行业毛利率下降主要是药品降价、原材料和水电煤涨价等因素造成。从子行业毛利率对比看,中成药的毛利率高于中药饮片行业至少 15 个百分点以上。这主要是由于长期以来,中药饮片行业缺乏一套统一而规范的质量检测标准化体系,行业内企业规模普遍较小,设备简陋,因此对整个行业的质量造成了严重影响。其次,虽然中药饮片行业处于中成药的上游,但由于目前中药饮片行业产业格局较为分散,导致国内中成药企业的采购议价能力较强。

虽然中成药行业具有一定的技术壁垒，近几年也保持较高的毛利率水平（平均为40%左右）。但是中成药行业同质化竞争现象严重，即同一类品种众多厂家生产。我们认为短期内，中成药企业间的竞争主要还是集中在对市场份额的争夺，因此销售能力强的公司将获得更大的成长空间。而目前市场需求规模大的药物，比如占我国中药市场用药规模前三的心脑血管疾病用药，肿瘤疾病系统用药和呼吸系统疾病用药，能获得较快发展。

图 4 中成药行业三费与销售收入同比增长

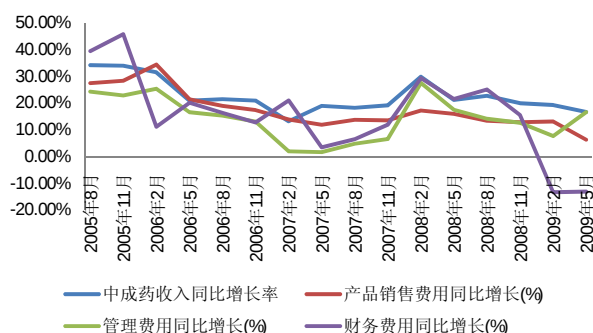
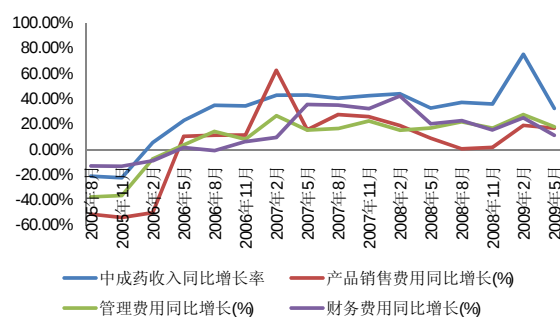


图 5 中药饮片行业三费与销售收入同比增长



数据来源：国家统计局，上海证券研究所整理

数据来源：国家统计局，上海证券研究所整理

图 6 中成药行业三费占销售收入比率

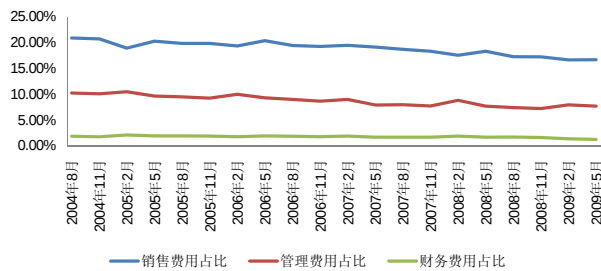
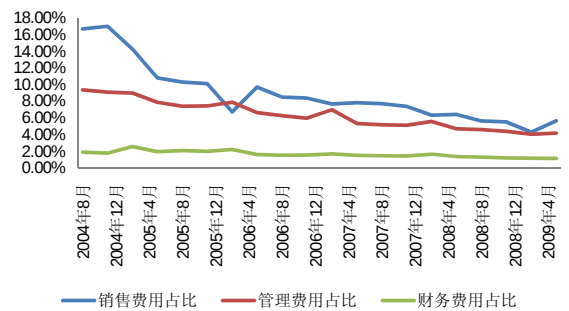


图 7 中药饮片行业三费占销售收入比率



数据来源：国家统计局，上海证券研究所整理

数据来源：国家统计局，上海证券研究所整理

图 8 中成药行业近几年盈利能力

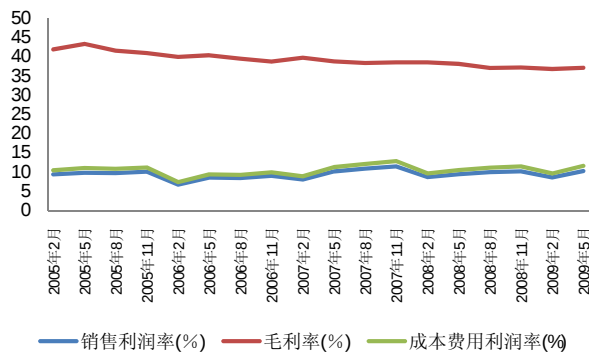
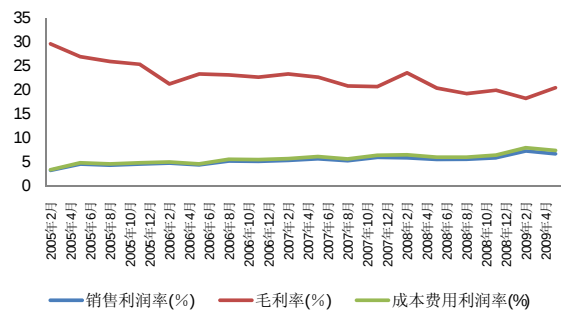


图 9 中药饮片行业近几年盈利能力



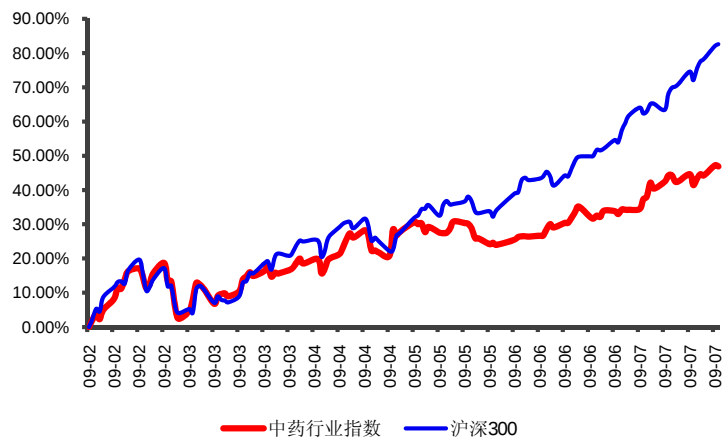
数据来源：国家统计局，上海证券研究所整理

数据来源：国家统计局，上海证券研究所整理

五、7 月中药板块表现综述

09年上半年A股市场维持震荡上行格局，但是中药行业指数并未随同大盘上行。在最近六个月，中药行业指数平均涨幅低于沪深300指数35.68个百分点。以最近一个月为区间统计，中药行业指数涨幅低于沪深300指数8.35个百分点。尤其是进入4月以后，由于宏观经济数据开始有所改善，市场开始更多关注经济复苏预期和通胀预期有关的个股。中药行业由于整体业绩平稳，加上医改后续政策出台的不断推迟，行业指数市场整体表现不理想。

图 10 近 6 个月中药行业指数走势图



数据来源: WIND, 上海证券研究所整理

六、8 月行业评级、策略及重点股票

1、维持对中药行业“有吸引力”评级

中药在我国具有几千年的使用历史,中医药已成为我国人民群众防病治病的有效武器。在国家历年发布的指导用药中,中成药也占据重要地位。我国政府历来重视中医药的发展,2007 年 3 月国务院 16 个部门联合发布实施《中医药创新发展规划纲要(2006-2020 年)》,纲要的颁布为中药的复兴提出了前进的方向和保证。在今年 4 月初公布的“新医改”中,中央政府明确提出扶持中医药发展的政策:“充分发挥中医药(民族医药)在疾病预防控制、应对突发公共卫生事件、医疗服务中的作用”;“组织开展中医药防治疑难疾病的联合攻关”。随着医改操作性文件的逐渐公布,社区和农村对价格低廉、疗效确切的中成药需求将显著释放,而医改对于中药行业的利好作用也会逐渐明朗。我们看好中药行业在 09 年的发展前景,给予中药行业“有吸引力”评级。

2、建议以基本药物目录为主线选择个股

我们认为最终能够保留在基本药物目录中的中药品种,是具备独特工艺和保密配方的品牌中药。那些拥有较大市场发展潜力的产品和强大销售网络的现代中药企业也能在新医改的大背景下获得较快的发展。我们建议重点关注的公司为:

表2 8月中药板块重点关注上市公司

子行业	关注公司	重点产品
中药饮片	康美药业	中药饮片
中成药(现代中药)	天士力	复方丹参滴丸
	三九医药	三九胃泰
	千金药业	千金片
	沃华医药	心可舒片
	马应龙	麝香痔疮膏

数据来源：上海证券研究所整理

七、风险提示

由于基本药物目录还未公布，中央和地方将会为基本药物的采购买多大的单尚不可知，相关药品的降价幅度也未公布，相关上市公司的盈利还存在很大的不确定性。

附表 1 中药行业重点股票业绩预测和投资评级表

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			08A	09E	10E	08A	09E	10E		
马应龙	600993	25.24	0.87	0.70	0.79	29.01	35.95	32.05	5.06	跑赢大市
云南白药	000538	36.58	0.96	1.11	1.50	38.10	32.95	24.39	6.32	跑赢大市
上实医药	600607	19.33	0.54	1.49	0.51	36.13	12.97	37.90	3.17	跑赢大市
沃华医药	002107	32.44	0.72	1.20	1.30	45.06	27.07	24.90	7.85	跑赢大市
片仔癀	600436	29.24	1.01	0.94	1.07	28.95	31.14	27.39	6.01	跑赢大市
仁和药业	000650	16.08	0.32	0.46	0.61	50.25	34.61	26.42	4.45	跑赢大市
康缘药业	600557	14.93	0.53	0.56	0.71	28.17	26.82	21.17	4.86	大市同步
东阿阿胶	000423	21.17	0.55	0.68	0.85	38.84	31.14	25.02	9.35	跑赢大市
三九医药	000999	16.16	0.51	0.66	0.78	31.69	24.62	20.61	4.99	跑赢大市
天士力	600535	16.38	0.52	0.65	0.79	31.50	25.33	20.70	4.31	跑赢大市
同仁堂	600085	17.72	0.50	0.57	0.65	35.65	31.06	27.23	3.14	大市同步
江中药业	600750	14.25	0.44	0.55	0.66	32.39	25.91	21.46	4.95	跑赢大市
九芝堂	000989	10.64	0.67	0.49	0.53	15.88	21.73	19.96	2.77	大市同步
康美药业	600518	8.53	0.39	0.26	0.35	22.16	33.06	24.27	4.85	跑赢大市
健康元	600380	7.59	-0.02	0.30	0.25	-379.50	25.30	30.36	3.05	大市同步

资料来源：上海证券研究所整理；股价数据为 2009 年 7 月 31 日收盘价

分析师承诺

分析师 郭昌盛, 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外, 本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及(或)估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及(或)估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好, 行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定, 行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡, 行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准, 投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告, 以获取比较完整的观点与信息, 投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下, 我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送, 版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权, 任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。