

[2010.10.13]

中药行业

未来长期看好 年内或将回调

——中药行业 10 月月报

行业评级

中药行业

买入

✍	闫亚磊	张磊
☎	86-022-28451975	86-010-68784263
SAC执业证书编号	S1150209100148	
✉	leimiaofoi@hotmail.com	zhanglei@bhq.com

推荐公司

康缘药业	买入
信邦药业	买入
益佰制药	买入
中新药业	买入

核心观点:

- 医改大背景下, 中药稳健增长, 市场表现抢眼, 广阔市场及高增长支撑高估值
- 目前国家将调调整整个医药流通领域, 年内整个板块可能面临回调

投资要点:

- 行业新闻: 仁和药业参与重组江西制药, 产能大幅扩张, 且未来仍有继续注入自产的可能。卫生部长陈竺表示医改稳步推进, 明年建成基层医疗服务体系。天士力收购肾炎清片组方进行深度开发, 拟进军肾病治疗体系, 续写现代中药辉煌。
- 9 月份, 医药板块和中药板块均继续跑赢大盘, 其中中药板块涨幅 11.15%, 远远高出其它行业, 在所有行业中位居第二仅次于有色金属板块。
- 9 月多家医药 (包括中药) 上市公司业绩均保持较快增长, 同时在国家扶持中药推行医改的大背景下, 投资者对中药类等上市公司业绩未来看好, 中药行业仍维持高估值。
- 今年底之前国家将会出台政策限制药品差价率, 打击药价中的水分, 而商业流通环节是整个医药行业的枢纽, 医药板块及中药均可能面临回调的预期。
- 未来选股, 注重有独特竞争优势、或独家品种众多, 且用药市场广阔的上市公司
- 公司推荐: 康缘药业、信邦制药、益佰制药、中新药业、康美药业



相关报告

- 《大市场与高增长支持高估值但未来或将面临回调——中药行业 9 月报》
- 《寻找热沙中的钻石——中药四季度策略》
- 《阴影之下 仍有彩虹——中药行业研究》

1. 近期中药行业重大新闻

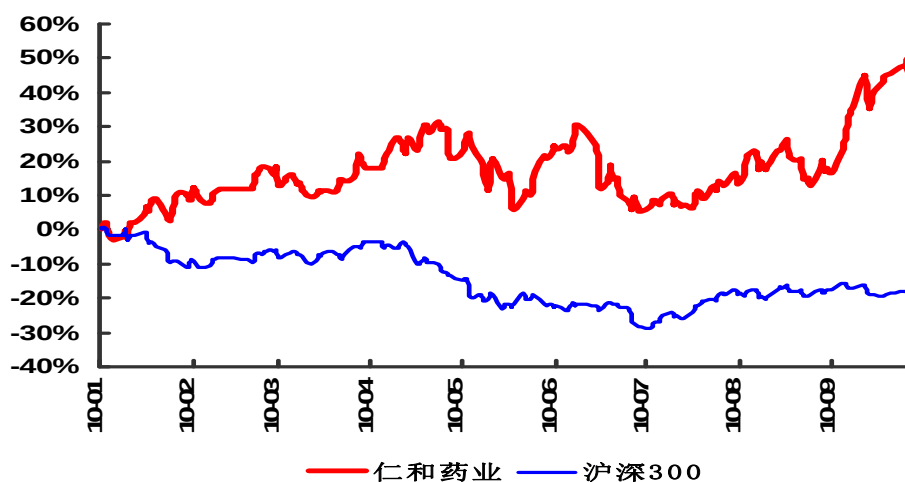
1.1 仁和药业参与重组江西制药

9月14日，仁和药业发布公告，报名参与南昌市对江西制药的改制项目。拟受让江西制药75%以上股权，重点对股权转让、职工身份置换等问题进行解决。公司已收到南昌市国资委明确关于由公司投资发展江西制药合作方的正式函告。

公告显示，江西制药是江西省创建最早的一家国营制药厂，主要生产硫酸小诺霉素、硫酸庆大霉素、克拉维酸钾原料药及各类制剂产品。企业已达到年产针剂4亿支、片剂30亿片、胶囊2亿粒、大输液1000万瓶，抗生素发酵设备总吨位达2000立方米的生产能力。

近几年仁和药业资产整合不断，去年2月公司收购大股东仁和集团所持有的药都仁和以及康美医药保健品公司100%股权，价格分别为2.19亿元和3.96亿元；今年8月，公司全资子公司仁和药业又出资2856万元收购仁翔药业四个自然人持有的仁翔药业51%股权。此外，大股东曾承诺于2011年7月前，将通过非公开增发等方式将闪亮制药和仁和药用塑胶等资产注入上市公司，因此市场对于上述资产的注入抱有极大的关注。

图 1：仁和药业与沪深 300 今年行情对比



数据来源：WIND 渤海证券研究所

同时，仁和药业提示，参与江西制药整体改制重组项目相关程序复杂，审批环节多，该事项存在重大不确定性。此前，仁和药业被选为江西医药整合平台，如今参与整合江西制药，若顺利重组，公司业务有望进一步拓展。

1.2 我国医改进展顺利 明年完成基层医疗卫生服务体系建设目标

卫生部部长陈竺9月9日在上海参加第二届“中加卫生政策对话”时表示，我国实施医药卫生体制改革一年来各项工作进展比较顺利，2011年将如期完成健全基层医疗卫生服务体系的目标，但也面临着诸多挑战。

陈竺介绍说，首先在基本医疗保障制度上，2009年底，我国城镇职工和城镇居民基本医疗保险已经覆盖4亿人口，新型农村合作医疗覆盖8.33亿人，基本医疗保险已经覆盖全国人口的92%以上，提前两年实现了覆盖90%国民的目标。

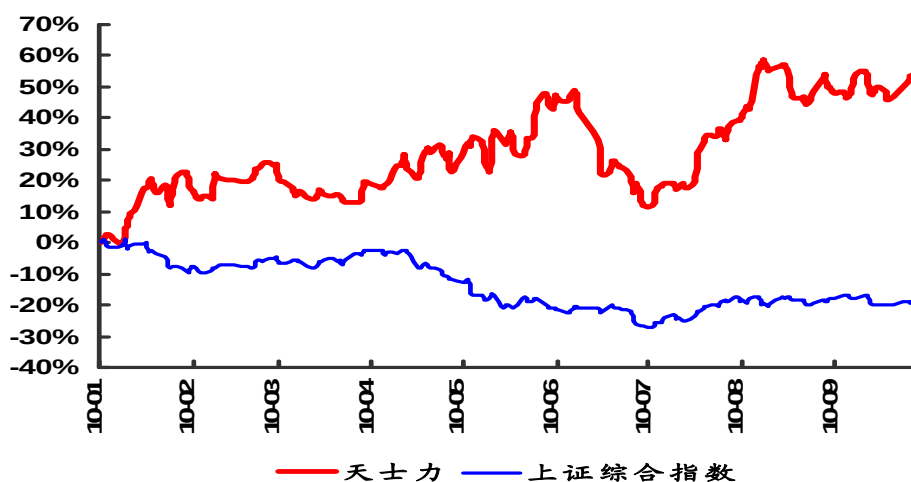
其次，成立了国家基本药物制度工作委员会，出台了2009年版的基本药物目录等，国家基本药物制度政策框架已经明晰。今年2月底，我国六成的县市区已经参加省级基本药物集中采购，28个省区市落实30%的基层医疗卫生机构实施基本药物制度，实施基本药物零差率地区的药品价格平均下降了约30%。

最后，公立医院改革试点启动，2月出台了相关指导意见，选择了16个有代表性的城市作为国家联系的试点城市，在全国三级医院推行预约诊疗等，缓解看病难、看病贵。同时，政府逐渐加大投入用于基层医疗卫生机构项目建设和基层医疗卫生人员培训，2011年将如期完成健全基层医疗卫生服务体系的目标。

1.3 天士力拟进军肾病市场

9月10日，天津天士力集团与解放军北戴河疗养院（全军肾病研究中心）签署肾炎清片组方成果转让协议。天士力将对此药进行系统的现代化开发，以期未来几年上市销售，用于治疗肾小球肾炎等肾病。

图 2：天士力与沪深 300 今年行情对比



数据来源：WIND 渤海证券研究所

肾炎清片组分由黄芪、益母草等十味中药组成，由北戴河疗养院肾病科主任周柱亮少将研发，自1979年开始临床使用，已有30余年历史，因疗效显著，为北京

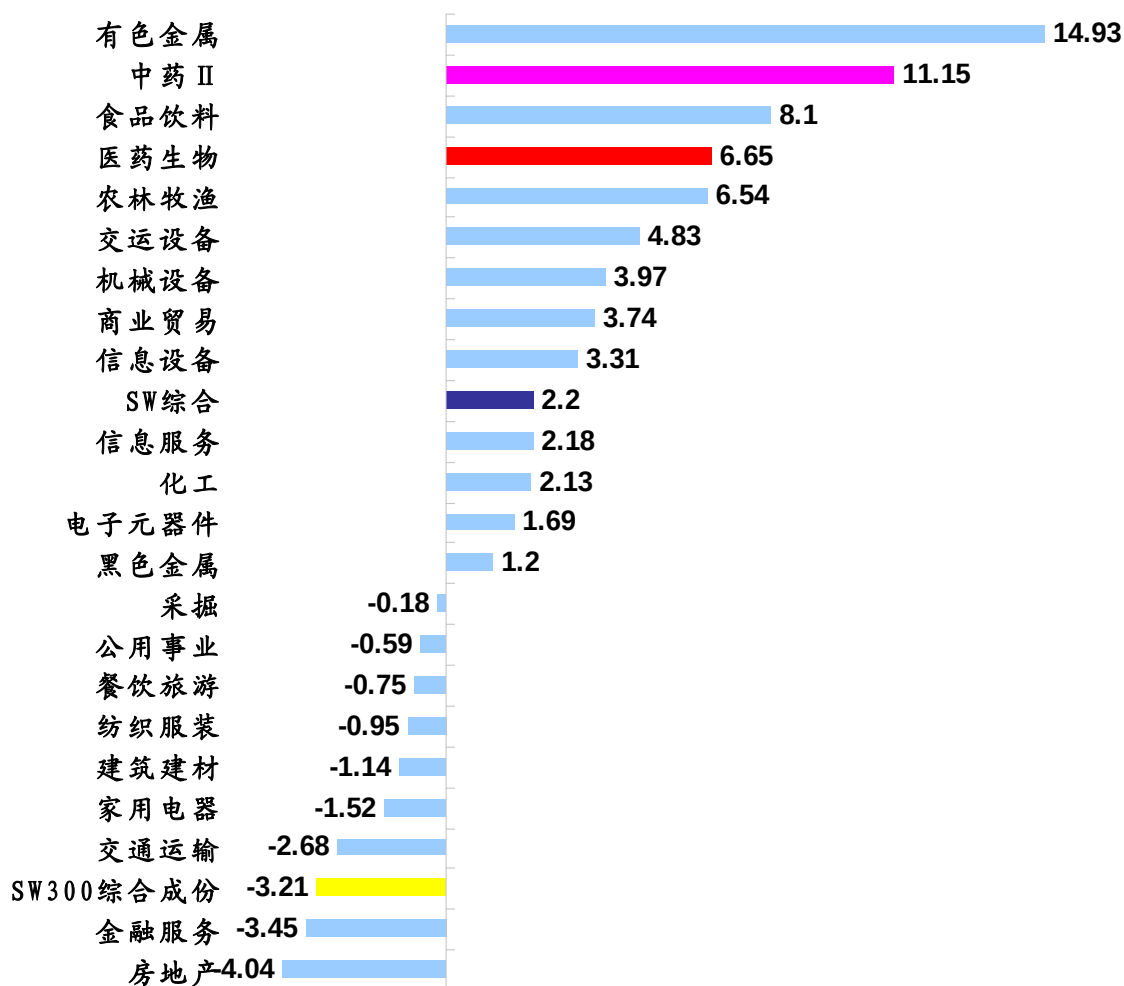
军区名优制剂。天士力的中药研究院此前已对该药进行了一年多的系统评估，认为其对利尿、蛋白尿和血尿治疗效果明显。

天士力董事长闫希军先生表示：未来将对该药进行深度的系统研发和组分研究，并希望再现复方丹参滴丸的辉煌，将此作为天士力又一个中药现代化的成功范例

2. 市场表现：中药依旧跑赢大盘

2010 年 9 月份，无论是医药板块还是其中的中药板块均继续跑赢大盘，医药板块涨幅 6.65%，领先沪深 300 指数（9 月跌幅 3.21%）10 个百分点，领先申万

图 3：沪深股市 8 月份各行业板块涨跌幅对比（%）



数据来源：WIND 渤海证券研究所

综合指数（9 月涨幅 2.2%）4.4 个百分点。其中中药板块涨幅 11.15%，远远高出其它各行业，在所有行业中位居第二，仅次于有色金属板块。我们认为这是在

国家扶持中药推行医改的大背景下，投资者对中药类等优质上市公司业绩未来看好所致。

图 4：中药板块 9 月份涨幅前 20 名公司（%）

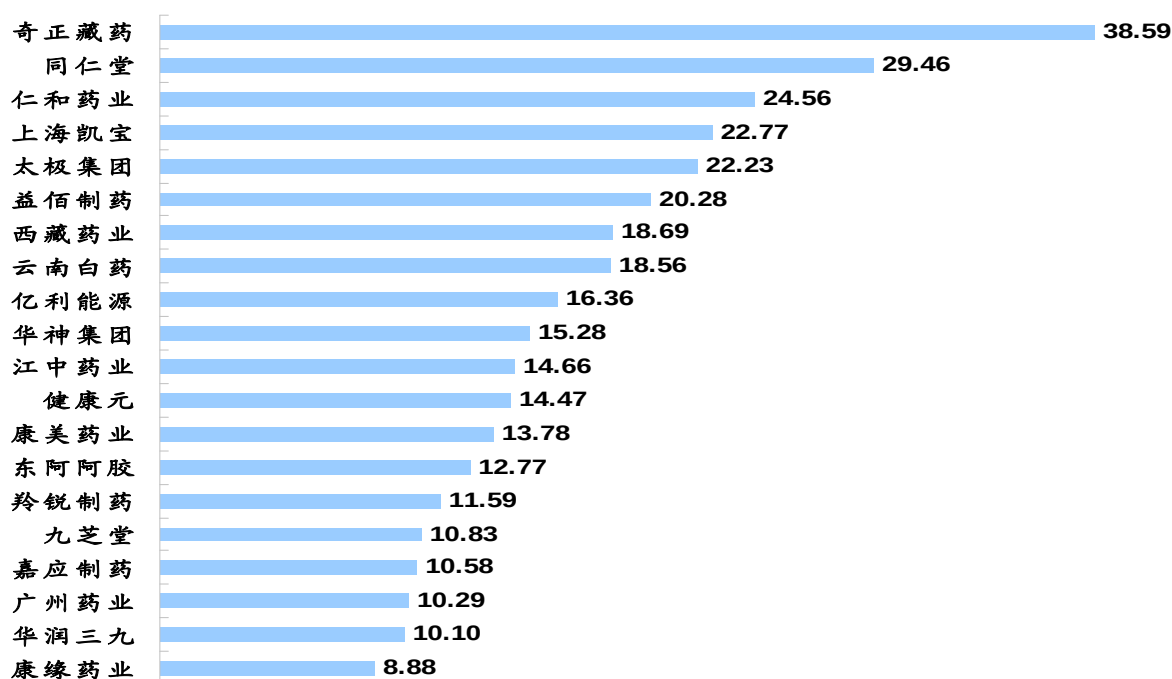
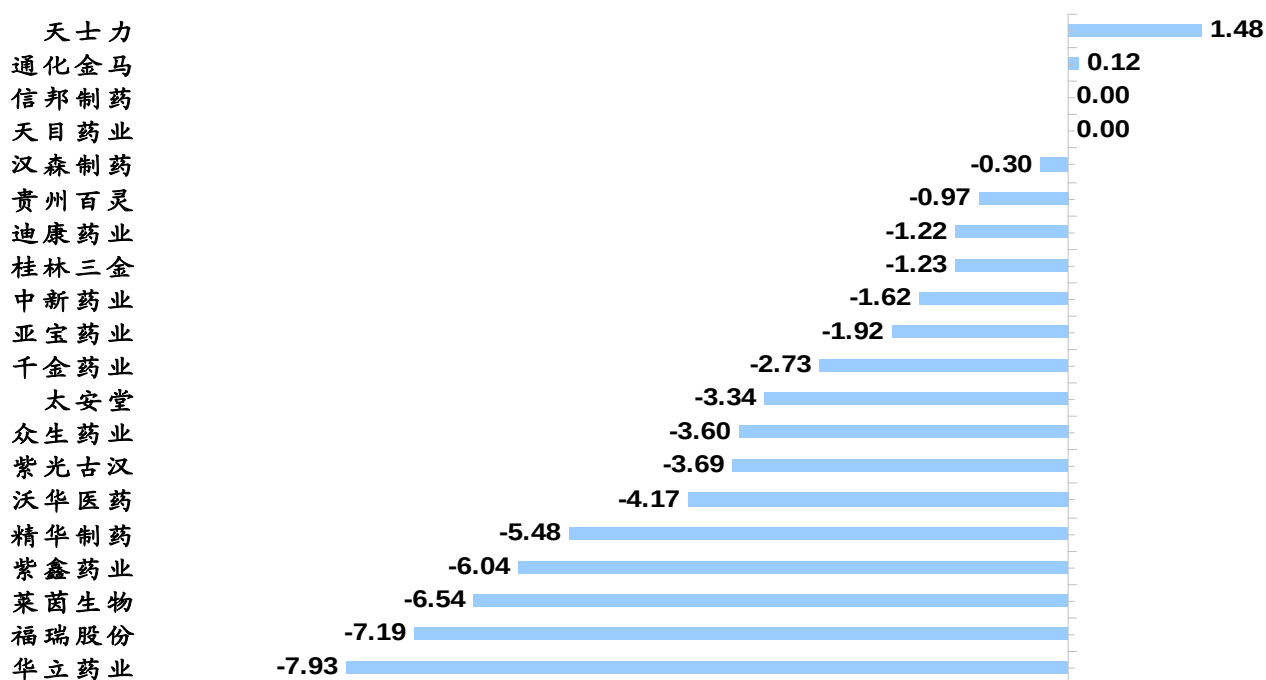


图 5：中药板块 9 月份涨幅最后 20 名公司（%）

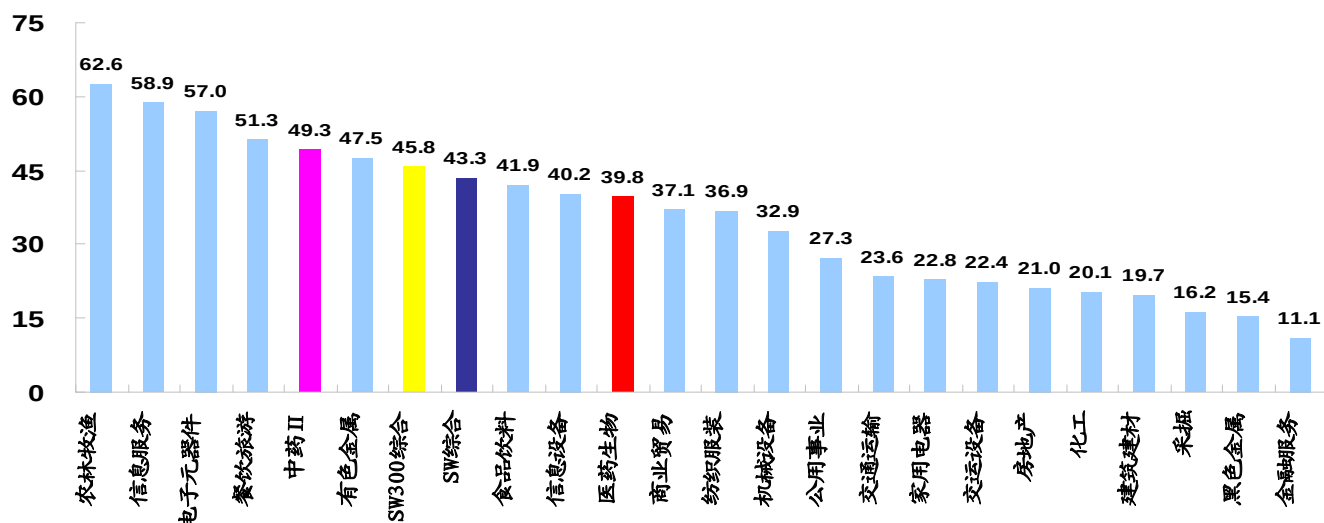


数据来源：WIND 渤海证券研究所

从中药行业个股看，涨幅居前的是有资产重组（仁和药业），预测 2010 年业绩大幅增长，如太极集团等。以及享有独特竞争优势，可以稳步提价或利用自己的专业网络垄断利润的企业，比如东阿阿胶，康美药业等。涨幅最后的 20 公司里边，业绩预亏或者前期涨幅较大已经估值较高的公司居多，如华立药业，天士力等。

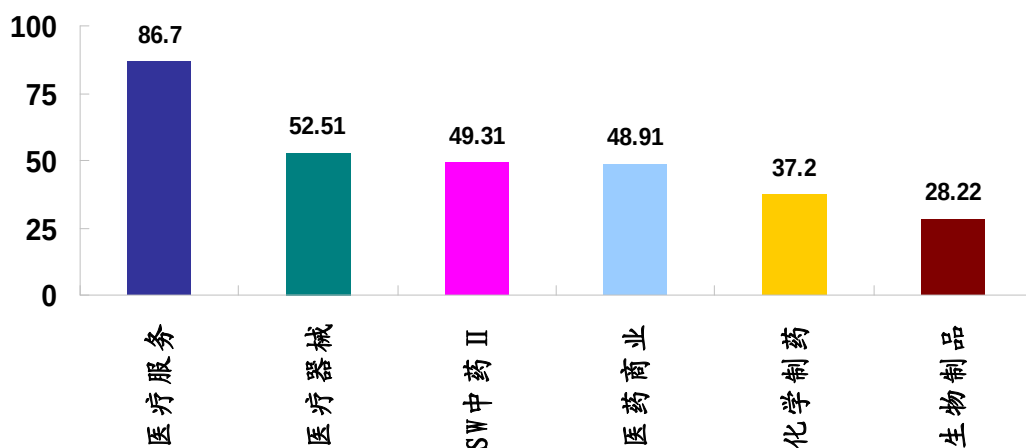
3. 估值：目前水平较高 未来面临回调

图 6：沪深股市 8 月份各行业市盈率（TTM 整体法）



数据来源：WIND 渤海证券研究所

图 7：9 月份医药各子行业市盈率（TTM 整体法）



数据来源：WIND 渤海证券研究所

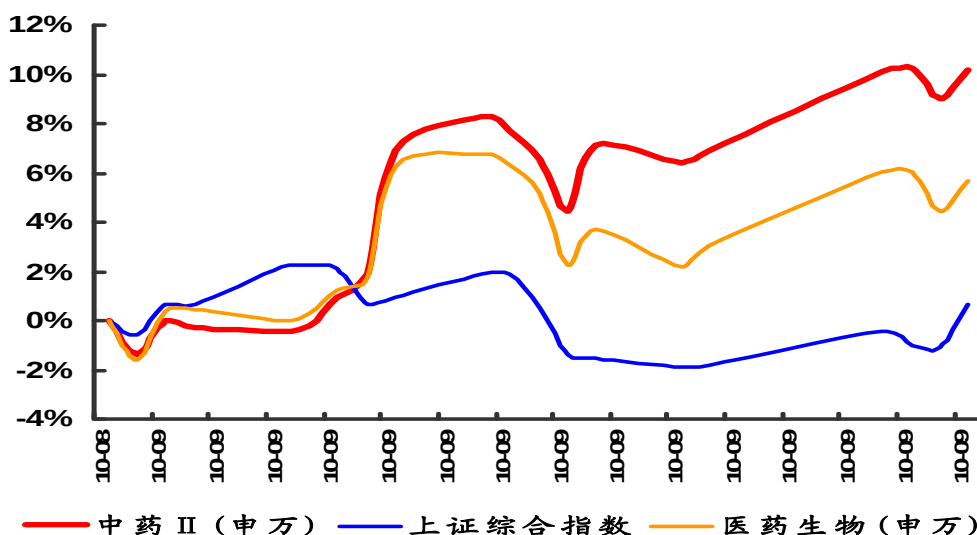
医药板块在 2010 年 9 月的市盈率（TTM 整体法）为 39.8 倍，低于于沪深 300 综合成份的 45.8 倍，在所有行业中排名第 8。在医药各子行业中，中药行业为

48.91 倍，化学制药业为 37.2，生物制造业为 28.22 倍，医疗器械业为 52.51 倍，医药商业为 46.27 倍，医疗服务业为 86.7 倍。可以看出中药行业估值无论是与其它行业相比还是在医药各子行业中均属于估值较高的行业，这一方面是因为估值是由中药行业历来较高的业绩增长率以及我国人口老龄化和城市化所蕴含的广阔市场所支持的，另一方面也表明投资者对整个行业未来收益及增长的持续看好。

今年 6 月 17 日国家发改委正在向中国价格协会、中国化学制药工业协会、中国中药协会等七家协会征求对《药品价格管理办法(征求意见稿)》的意见并召开了相关研讨会。从该意见稿内容看，其各环节规定费率的标准太严，在目前国情（各行业厂家众多，难以监控）下，实际可行性不高，未来应会有一个缓冲的过程，但从中可以看出国家准备整治医药流通领域的决心。今年政府将出台政策限制药品差价率，为将来深化医改做好准备。而商业流通环节是整个医药行业的枢纽，医药板块及中药均可能面临回调的预期。

但长期来看中药以及整个医药行业仍将维持“永动机”的风格，在国家相关政策出台后，局势一旦明朗，中药及医药行业将继续保持长期高增长的态势。我们预计 2010 年中药以及医药行业的收入和利润增速分别超过 30%、40%。这是因为医药行业增长的澎湃动力在未来依然强劲！（原因：科技进步、13 亿人口、老年化、城市化、医改、各类突发疾病等，医药行业从来不缺市场和刺激！）

图 8：9 月以来中药行情与沪深 300 以及医药行业行情对比



数据来源：WIND 渤海证券研究所

4. 投资建议：高估值背景下 精选公司方为上策

从历史上看，中药板块的估值一直较其他行业高，但中药良好的业绩增长，以及未来广阔的市场和国家医改政策的支持均可以支撑其高估值。无论是整个医药板块，还是其中的中药行业，上市公司公布的中报均表现良好。所以人们普遍愿意给医药行业一定的高估值，但从目前的情况看，医药估值已达到历史相对高位区域，不少强势白马股的医药股的估值已接近 60 倍。

今年底之前国家将会出台政策限制药品差价率，打击药价中的水分，行业内公司的利润或将受到一定影响，中药行业可能面临回调。故短线操作医药股仍面临着较大压力，需谨慎介入。

目前，我们认为中药以及整个医药板块还未出现太过离谱的高估值，但许多行业内的优质公司已经估值较高（如云南白药、康美、东阿阿胶等），选股出现了“优质高价”好货不便宜的现象。所以我们的投资策略就是：在普遍高估值的背景下，精选公司，热砂里边淘钻石。选择那种质地优良、拥有独特竞争优势（独家产品、独家渠道、独霸某一市场等）又因为一些原因增长较慢使得市场出现相对较低估值的公司。

在此我们推荐康缘药业、益佰制药、信邦制药、中新药业。

表 1：推荐公司业绩及估值情况

公司	价格	EPS			PE		
		09A	10E	11E	09A	10E	11E
康缘药业	16.73	0.5	0.51	0.66	41	30	24
信邦制药	38.65	0.72	0.69	0.89	56	44	34
益佰制药	24.12	0.51	0.69	0.9	41	31	24
中新药业	13.78	0.7	0.44	0.57	40	31	24

数据来源：WIND 渤海证券研究所

图 9: 医药行业主营及利润总额增速%

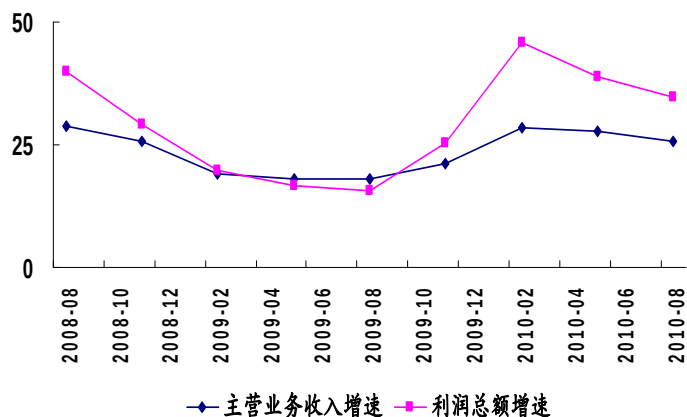


图 10: 生物药主营及利润总额增速%

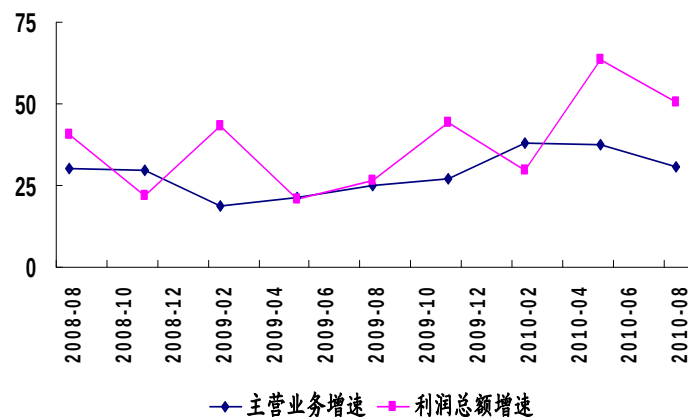


图 11: 化学原料药主营及利润总额增速%

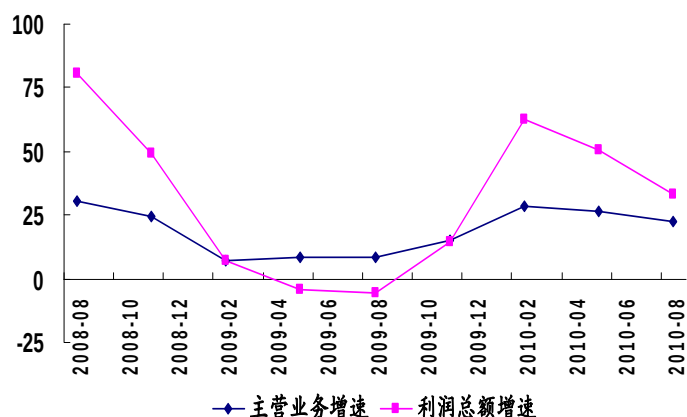


图 12: 化学制剂主营及利润总额增速%

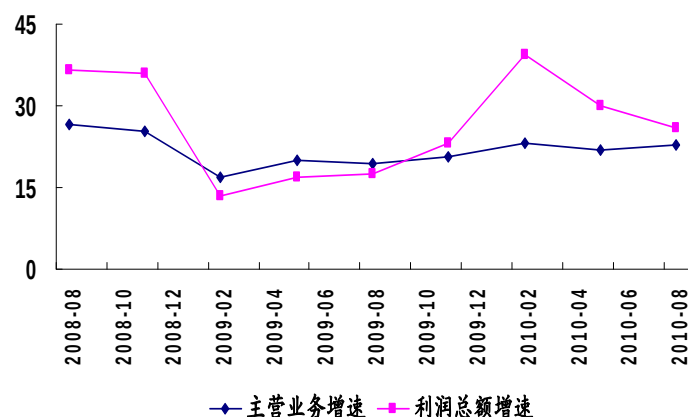


图 13: 中成药主营及利润总额增速%

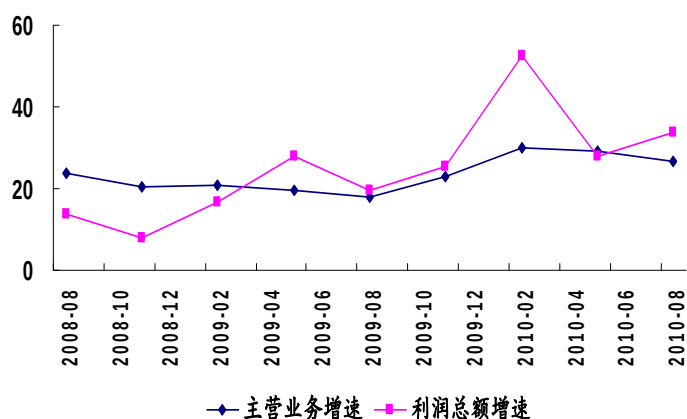
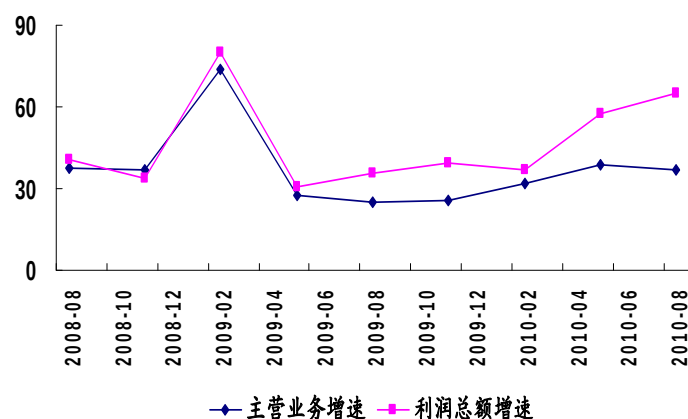


图 14: 中药饮片主营及利润总额增速%



数据来源: WIND 渤海证券研究所

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋	022-28451131	谢晓冬	022-28451849
	13512060965		13820872805
	loyalbright@yahoo.com.cn		actionfish@live.cn
	huangfeng@bhzq.com		xiexd@bhzq.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园11号楼东翼602-603

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn