

重点关注低估值的白马股

推荐维持

投资要点:

- 医药板块绝对估值合理，中长期投资价值显现。
- 市场担忧有些过度，降价政策实际影响不大。
- 政策未明朗之前，板块机会还需等待。

报告摘要:

- 增速回升、企业营运效率改善。**2010 年 1-11 月医药行业利润总额同比增长了 29.84%，略高于前两年的增速。利润增速呈现前高后低的走势，成本上升明显，而三项费用率基本稳定下降，净利率稳中有升，经营效率有所提升。
- 绝对估值合理，中长期投资价值显现。**目前平均估值水平对应 10 年 36.92X、2011 年 27.92X，从历史来看处于合理水平。相对估值水平仍处高位，由于行业的高成长性，高的估值溢价是合理的。短期估值的回调提供了中长期投资绝好的机会。
- 降价政策影响分析。**目前看这轮降价涉及的范围还较小，我们认为市场的担忧有些过度，如果平均降价的幅度为 20%，出厂价的影响要小于这个幅度，再考虑到量的增加，实际的影响更小。相对来说，普药生产企业受影响较大，而创新类仿制药和生物制药企业影响较小。
- 估值风险释放、板块机会还需等待。**未来影响市场的主要因素将是一季报业绩和对政策的预期。考虑到 10 年行业增速前高后低，今年 1 季度增速不会太快；政策面尚不明朗，投资者的预期难以统一，行业性机会还没到来，二季度将在对政策的预期中继续震荡调整，不排除跌破前期的 1 月底的低点的可能，给予行业“推荐”的评级。
- 投资建议。**行业绝对估值水平 11 年 28X，已经较为合理，具备中长线的投资价值。部分估值较低的医药白马股已经有相当的投资价值，二季度将是很好的介入机会。另外业绩成长明确，不太受政策风险影响的个股或许在超跌错杀之后有较大程度的反弹。相关投资标的：华润三九、云南白药、哈药股份、鱼跃医疗、华海药业。

化工医药行业研究组

联系人:

吴 洋

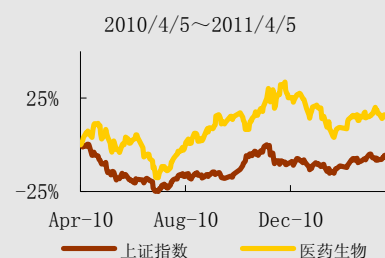
电话: 010-80885967

Email: wuyang@hysec.com

分析师:

张延明 (S1180510120009)

市场表现



行业数据

股票家数 (家)	164
总市值 (亿元)	12786.42
流通市值 (亿元)	8448.39
重点公司 (家)	
重点公司占行业市值比重	

相关研究

宏源证券*行业研究*2011 年年度投资策略报告: 政策总体偏利好, 行业增长无悬念	11.25
宏源证券*公司点评*哈药股份—资产注入提升估值水平	02.17
宏源证券*公司研究*云南白药——行业龙头高增长仍可期待	03.28
宏源证券*公司研究*华海药业——沙坦放量在即、产业升级渐进	03.29

重点公司	股价	10EPS	11EPS	12EPS	PEG	评级	变动
华润三九	21.30	0.83	1.09	1.36	0.82	买入	维持
云南白药	54.30	1.33	1.79	2.32	1.18	增持	维持
哈药股份	18.90	0.89	1.08	1.28	0.99	买入	维持
鱼跃医疗	38.26	0.64	1.01	1.45	1.03	买入	首次
华海药业	15.97	0.21	0.5	0.62	0.55	增持	维持

目录

一、增速回升、行业营运效率改善.....	5
二、年报业绩增速加快	8
三、绝对估值合理、相对估值较高.....	9
四、降价政策探讨	10
五、投资建议及标的	11
1、华润三九（000999）：低估值的 OTC 中药龙头	11
2、云南白药（000538）：高增长仍可期待	11
3、哈药股份（600664）：品牌卓越的医药集团.....	12
4、鱼跃医疗（002223）：长期投资首选品种	12
5、华海药业（600521）：沙坦放量+产业转型.....	13
附表 1 细分行业运行情况	14
附表 2 医药上市公司已公布年报	16
附表 3 化学原料药价格走势	19

图 表

图 1: 医药制药业销售收入及增速.....	5
图 2: 医药制药业利润总额及增速.....	5
图 3: 医药制药业季度销售收入及增速.....	5
图 4: 医药制药业季度利润总额及增速.....	5
图 5: 医药制药业毛利率及净利率季度数据.....	5
图 6: 医药制药业费用情况分析.....	5
图 7: 中成药行业毛利率和净利率情况.....	6
图 8: 化学制剂行业毛利率和净利率情况.....	6
图 9: 化学原料药行业毛利率和净利率情况.....	6
图 10: 化学制剂行业毛利率和净利率情况.....	6
图 11: 中药饮片行业毛利率和净利率情况.....	7
图 12: 卫生材料及医药用品行业毛利率和净利率情况.....	7
图 13: 中药材价格指数 200 走势.....	7
图 14: 已公布年报上市公司增速分析.....	8
图 15: 行业估值比较.....	9
图 16: 全部 A 股和医药生物 PE 比较 (ttm, 整体法)	9
图 17: 医药生物相对全部 A 股的 PE 溢价率 (ttm, 整体法)	9
图 18: 行业估值对比.....	10
图 19: 化学原料药销售收入及增速.....	14
图 20: 化学原料药利润总额及增速.....	14
图 21: 化学药品制剂销售收入及增速.....	14
图 22: 化学药品制剂利润总额及增速.....	14
图 23: 中成药销售收入及增速.....	14
图 24: 中成药利润总额及增速.....	14
图 25: 中药饮片销售收入及增速.....	14
图 26: 中药饮片利润总额及增速.....	14
图 27: 生物生化制品销售收入及增速.....	15
图 28: 生物生化制品利润总额及增速.....	15
图 29: 卫生材料及医药用品销售收入及增速.....	15
图 30: 卫生材料及医药用品利润总额及增速.....	15
图 31: 兽药销售收入及增速.....	15
图 32: 兽药利润总额及增速.....	15
图 33: 维生素原料药价格走势.....	19
图 34: 维生素原料药价格走势.....	19
图 35: 抗生素原料药价格走势.....	19
图 36: 抗生素原料药价格走势.....	19

表 格

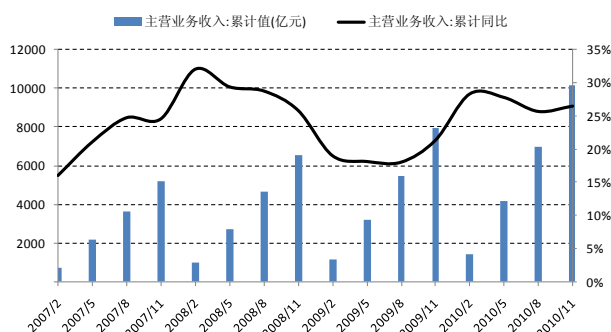
表 1: 2010 年报数据整理	16
------------------------	----

一、增速回升、行业营运效率改善

2009 年医药行业收入同比增速放缓，主要和经济危机导致的化学原料药下游需求受损相关，但从 2009 年中开始，随着医改政策利好的逐渐兑现以及原料药下游需求的恢复，行业增速逐步回升。2010 年 1-11 月医药行业收入同比增速为 26.50%，基本接近了 07-08 年高速增长的水平，利润总额同比增长了 29.84%，略高于前两年的增速。

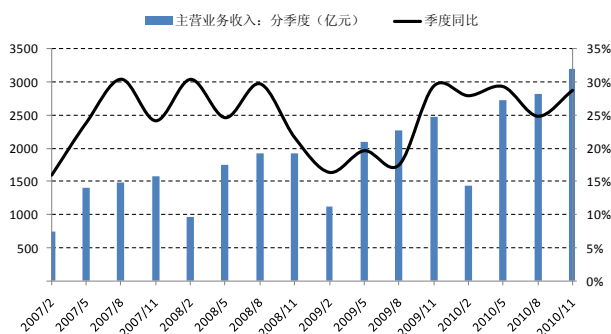
10 年利润增速呈现前高后低的走势，分季度的数据更加明显，季度同比增速一路下降，8-11 月仅增长 19.31%。相应的，产业的毛利率季度值也逐渐下滑，主要是成本上升明显。10 年医药制造业三项费用率基本稳定下降，行业的经营效率有所提升。

图 1：医药制造业销售收入及增速



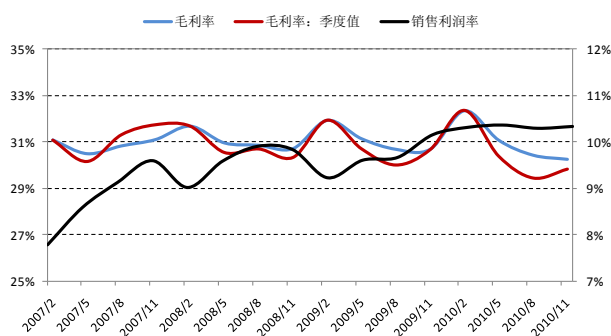
资料来源：Wind、宏源证券

图 3：医药制造业季度销售收入及增速



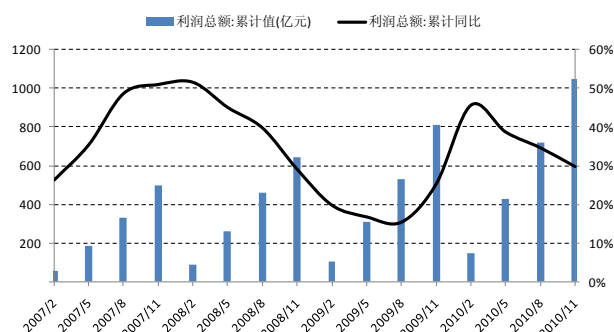
资料来源：Wind、宏源证券

图 5：医药制造业毛利率及净利率季度数据



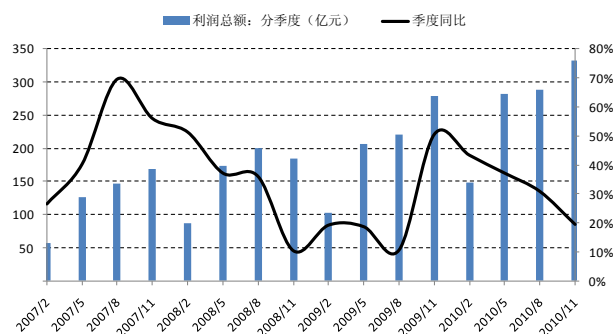
资料来源：Wind、宏源证券

图 2：医药制造业利润总额及增速



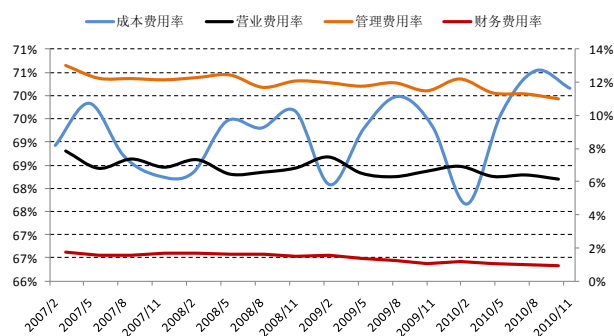
资料来源：Wind、宏源证券

图 4：医药制造业季度利润总额及增速



资料来源：Wind、宏源证券

图 6：医药制造业费用情况分析



资料来源：Wind、宏源证券

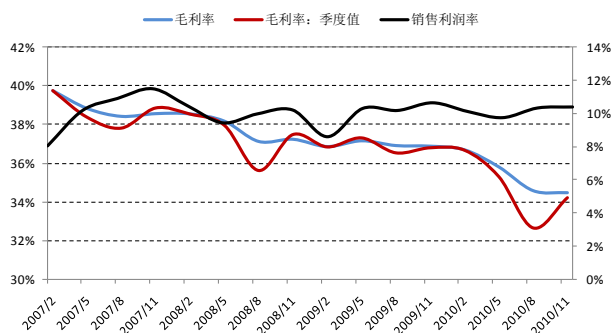
从各子行业来看,销售收入同比增速较快的是中药饮片、兽药和生物制品行业,增速分别为 40.44%、31.09%、30.55%,较慢的是化学原料药和化学药品制剂行业,增速分别为 23.45%和 24.59%;利润总额增速较快也是中药饮片、生物制品行业和兽药行业,增速分别为 56.53%、41.50%和 40.12%,较慢的仍是化学原料药行业,增速仅为 16.45%。

中药饮片行业火爆的主要原因包括有行业渐规范、集中度提高、中药材及饮片价格上涨等,而兽药和生物行业则受益政策支持,化学原料药行业中主要维生素和抗生素的产品价格基本稳定,因而增长不快。

07 年国家推行新医改政策以来,基本药物比重的增加和药品价格降价影响了企业利润率,中药材等成本的上升也影响了毛利率的水平。近 5 年来,医药制造业总体毛利率持续下降,到 2010 年 11 月,下降到 30.23%的水平。但另一方面,医药企业净利率情况良好,稳步提升,10 年维持在 10.33%的水平,说明目前医药企业通过费用管理来抵消毛利率下降的不利影响,经营质量有效提升,另外优胜劣汰也发挥作用,优质企业的市场占有率越来越高。

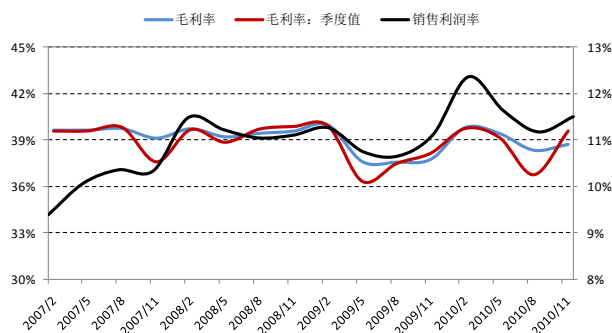
几个重点子行业中,中成药的毛利率大幅降低,化学原料药、生物生化制品、中药饮片的毛利率基本维持。这表明一方面受到近两年中药材价格暴涨的影响,中成药企业成本压力很大,另一方面,目前的药品降价对行业毛利率的影响还不明显。而从净利率水平看,各行业都基本稳定,生物生化制品还有较大的提高。

图 7: 中成药行业毛利率和净利率情况



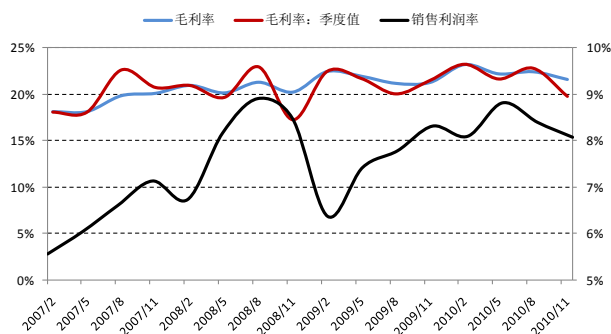
资料来源: Wind、宏源证券

图 8: 化学制剂行业毛利率和净利率情况



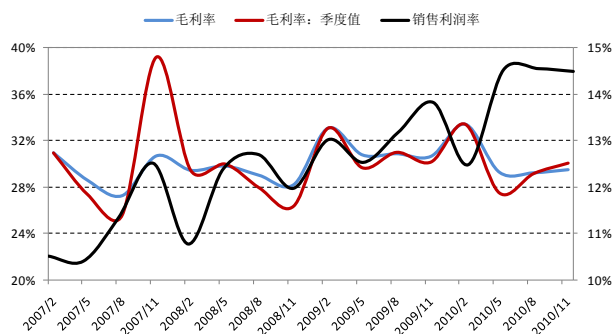
资料来源: Wind、宏源证券

图 9: 化学原料药行业毛利率和净利率情况



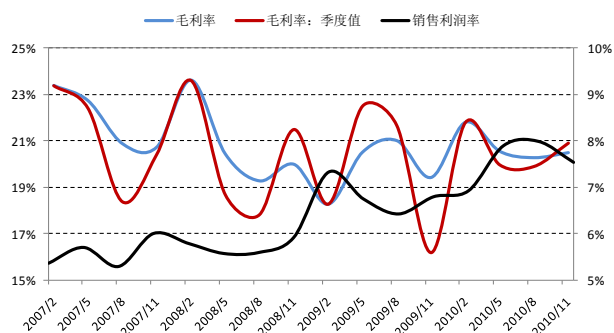
资料来源: Wind、宏源证券

图 10: 化学制剂行业毛利率和净利率情况



资料来源: Wind、宏源证券

图 11: 中药饮片行业毛利率和净利率情况



资料来源: Wind、宏源证券

结合未来经济基本面和政策情况,我们认为医药行业整体的毛利率水平会继续降低,尤其去年12月以来的这轮药品降价,针对医保目录中定价较高的品种及单独定价的原研药品,降价的幅度会对企业利润率有较大的冲击。费用控制等手段将越来越难以对冲这个影响,净利率也会下行。

在重点行业中,我们最看好生物制药行业和中药行业。我国生物制药产业在国民经济中所占份额仍然比较低,销售收入和利润仅占医药行业的10.45%和14.66%。疫苗、血制品、单抗等产业发展潜力都极大,随着“生物制药产业十二五规划”以及相关扶持政策的出台,生物制药行业将迎来“黄金十年”,生物制药工业将成为医药行业未来发展的主流。

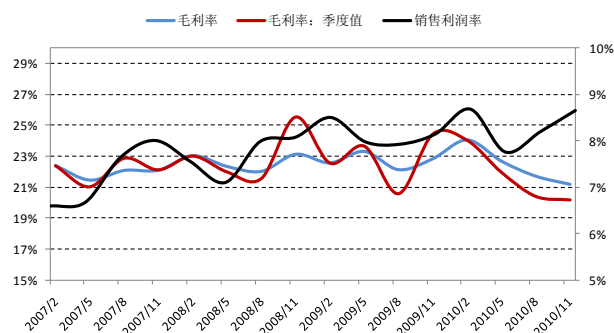
中药行业近年来受成本上涨等因素影响,毛利率一直下降。企业通过控制成本,加强销售管理水平来抵消这些影响,所以净利率水平基本变化不大。2011年,我们认为中药材价格将在高位盘整,再次大涨的可能性较小。实际上从去年8月开始,已经出现了这一趋势,药材价格在高位盘整,部分品种已经出现了回调。行业中药材成本上涨的压力减小,相应中成药企业的毛利率会得到改善,因此我们看好经营效率随之提升的中药企业,如华润三九。

图 13: 中药材价格指数 200 走势



资料来源: 天地网、宏源证券

图 12: 卫生材料及医药用品行业毛利率和净利率情况



资料来源: Wind、宏源证券

二、年报业绩增速加快

落实到上市公司的收益情况，我们统计了 98 家已发布年报的医药上市公司。

医药 A 股上市公司经营情况与盈利能力与行业平均水平接近。已发布年报的医药上市公司销售收入达 2303 亿元，同比增加 30.38%，相比前些年，增速均明显加快；利润总额达 225.22 亿元，同比增加 35.24%，在 09 年净利润高增长的基数基础上，相当可观。

其中中药类上市公司共实现营业收入 571.76 亿元，同比增长 18.56%；实现净利润 70.14 亿元，同比增长了 22.21%，毛利率 43.35%，比去年降低了 0.36 个百分点，净利率 12.27%，比去年增加 0.37 个百分点。

化学原料药行业上市公司共实现营业收入 427.59 元，同比增长 28.68%；实现净利润 33.89 亿元，同比增长 34.67%；毛利率 25.63%，比去年下降了 4.38 个百分点，净利率 7.92%，比去年增长 0.35 个百分点。

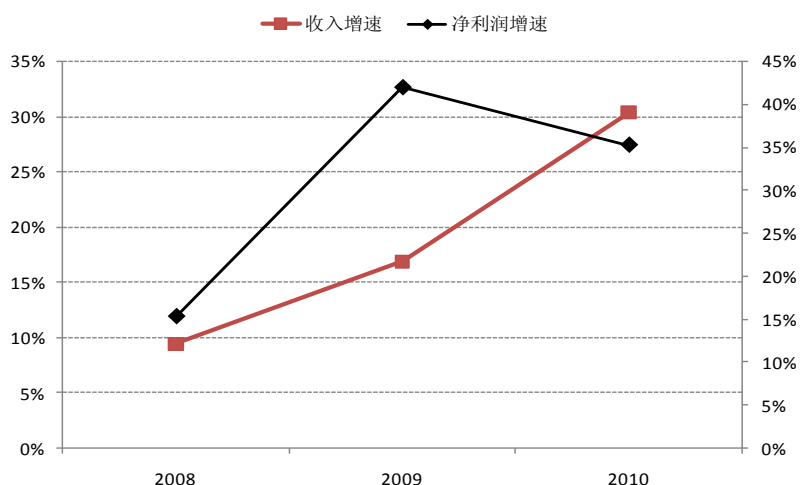
化学制剂行业上市公司实现营业收入 270.71 亿元，同比增长 15.83%；实现净利润 39.23 亿元，同比增长 18.11%；毛利率 49.05%，比去年上升了 1.31 个百分点，净利率 14.49%，比去年增长 0.28 个百分点。

生物制品行业(剔除复兴医药)上市公司实现营业收入 244.93 亿元，同比增长 31.08%；实现净利润 43.93 亿元，同比增长 29.26%；毛利率 38.82%，比去年下降了 3.07 个百分点，净利率 17.94%，比去年下降 0.25 个百分点。

医疗器械行业上市公司实现营业收入 56.04 亿元，同比增长 42.06%；实现净利润 9.56 亿元，同比增长 25.48%；毛利率 44.93%，比去年下降了 1.26 个百分点，净利率 17.07%，比去年下降 2.26 个百分点。

医药商业上市公司实现营业收入 622.40 亿元，同比增长 52.49%；实现净利润 23.99 亿元，同比增长 227.54%，剔除上海医药合并的因素，同比增长 16.85%和 32.18%。毛利率 9.15%，比去年上升了 0.06 个百分点，净利率 2.5，比去年上升 0.29 个百分点。

图 14：已公布年报上市公司增速分析



资料来源：Wind、宏源证券

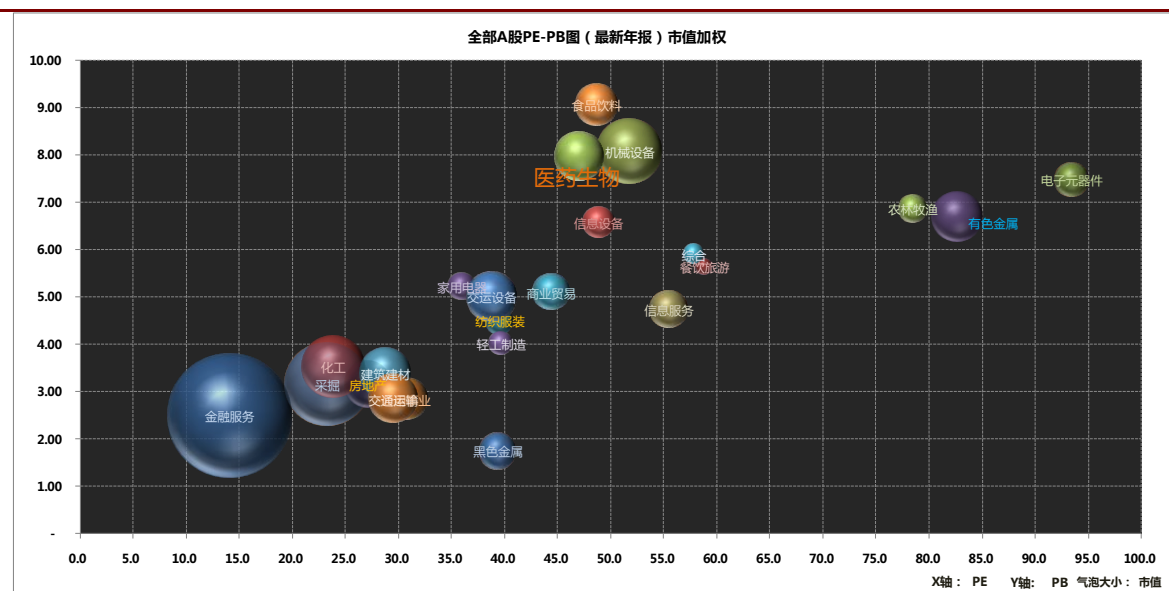
三、绝对估值合理、相对估值较高

今年一季度，在政策压力影响下，医药行业出现较大幅度的回调，去年12月至今，整体回调了15%，居A股各版块之首。行业市值也有所缩水到12786亿元，市值占比4.0%。从行业PE来看，从2009年8月开始，全部A股的PE水平都处于下降趋势。而医药生物板块PE则处于高位，10年5月受政策影响回调，但之后很快突破了前期水平，目前平均估值水平对应10年36.92X、2011年27.92X，从历史来看处于合理水平。

而相对估值水平仍处高位，医药板块相对于全部A股的溢价率为112.6%，相对于最高点145%的水平，已经有较大规模的回落，但仍远高于十年来56%的平均溢价水平。较高的估值溢价率说明医药板块相对目前的大盘点位仍有一定的估值压力，但这很大程度上是大盘蓝筹估值水平低造成的。我们坚持认为，由于行业的高成长性，决定了行业仍将享有较高的估值溢价。从长远的眼光来看，短期估值的回调提供了中长期投资绝好的机会。

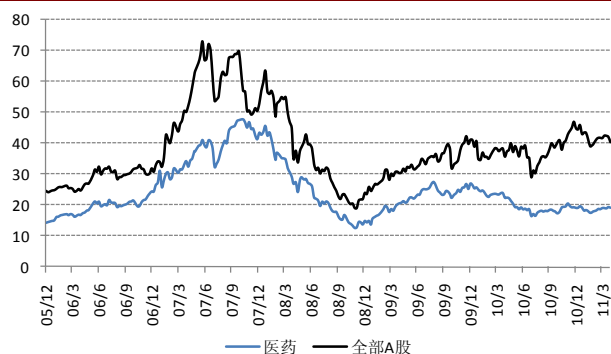
总之、我们认为估值过高的风险已经基本释放，未来决定走势的主要因素就是政策。

图 15：行业估值比较



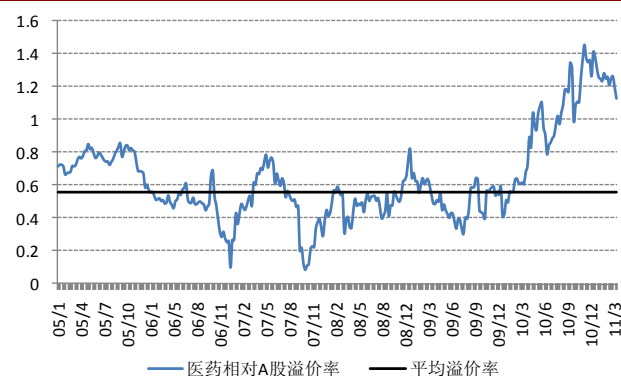
资料来源：宏源证券

图 16：全部A股和医药生物PE比较（ttm,整体法）



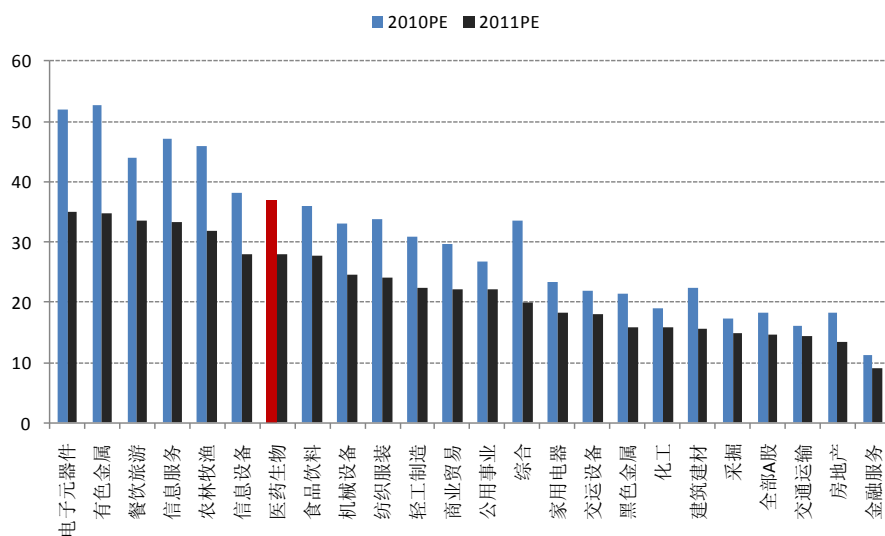
资料来源：Wind、宏源证券

图 17：医药生物相对全部A股的PE溢价率（ttm,整体法）



资料来源：Wind、宏源证券

图 18：行业估值对比



资料来源：Wind、宏源证券

四、降价政策探讨

目前，降价政策已成为影响医药走势最大的因子。去年 12 月 12 日，发改委决定降低头孢曲松等单独定价药品的零售价，设计抗生素、心血管等 17 大类，平均降价 19%，预计每年减轻群众负担近 20 亿元。3 月 28 日发改委又降低部分抗生素和循环系统类药品最高零售价格，共涉及 162 个品种，1300 个剂型规格，平均降幅为 21%，预计每年可减轻群众负担近 100 亿元。

这两次降价可划分为第五轮降价，此前发改委出台过四轮，共 25 次降价政策，但都并没有真正解决药价高的问题，每次降价政策只在短期内降低了医药零售价格指数，持续时间都很短且幅度也很小。据统计，发改委的前 18 次药品降价使消费者每年购买药物的金额平均只减少了 2.5 元，通常情况是药品价格降下来，企业就转而生产利润更高的药品了，相应的产品反而从市场上消失了。

本轮首次降价把矛头指向利润很高的外资原研药等单独定价品规，第二轮降价对外资和本土企业都有涉及，其中外资药厂药品近半数涉及，很多原研药最新零售限价远低于目前市场价，预计将对外资企业利润有较大的影响。

发改委也明确表示本轮降价政策仍将持续，未来将会有步骤的，次序实施。医保目录中的品种，包括基本药物目录药物都会被涉及，幅度的话大概和前两次差不多 20% 左右。基本药物和价格便宜的药品幅度会较低。

从这两次降价看，涉及国内药品的范围还较小，行业调整的原因还是在于预期的变化，市场担心政策压制将会严重影响到医药企业短期甚至中期的利润和增长速度。我们认为这种担忧有些过度，如果一般药品的最高零售价降价的幅度 20% 左右，但出厂价的影响要远小于这个幅度，有一定营销能力的医药企业可以通过加强销售来维持一个较高的终端价或者中标价，再考虑到量的增加，我们认为对企业利润的实际的影响不超过 10%。相对来说，普药生产企业受影响较大，而创新类仿制药企业和生物企业影响较小。品种单一的企业面临的风险较大，产品线丰富的企业综合影响更小。

五、投资建议及标的

未来影响市场的主要因素将是上市公司一季报业绩和对政策的预期。考虑到 10 年行业及上市公司利润增速前高后低，1 季度增速不会太快，超预期的公司不会多。政策面，我们判断降价政策本身对企业的实质影响有限，但在目前政策尚不明朗的情况下，投资者的预期仍难以统一，行业性的机会还没到来，二季度将在对政策的预期中继续震荡调整，不排除跌破前期的 1 月底的低点的可能，给予行业“推荐”的评级。

目前，我们判断医药板块估值的风险已经基本释放，作为高速增长의 防御性板块，目前的估值水平已经合理、具备中长线的投资价值。部分白马股估值已经不足 20X，我们认为已经有相当的投资价值，二季度将是很好的介入机会。另外业绩成长明确，不太受政策风险影响的个股或许在超跌错杀之后有较大程度的反弹。

一、关注估值低的医药白马股

华润三九、云南白药、哈药股份

二、关注业绩明确，政策风险小的医药股：

鱼跃医疗、华海药业

1、华润三九（000999）：低估值的 OTC 中药龙头

（1）成本压力将减小。10 年公司收入同比增长 19.4%（剔除三九连锁、汉源三九后）。而由于主要原材料及辅料糖等价格上涨过快，中药处方药、OTC 等业务毛利率下滑，净利润遭到吞噬。11 年我们认为中药材继续大涨的可能性较小，成本压力减小。

（2）OTC 稳定增长，新业务增速很快。公司制药包括四大业务 OTC、中药处方药、中药配方颗粒、抗生素等普药，公司继续推行品牌营销和大品种规划，预计制药工业收入增长 21%。公司强调品牌运作和营销理念，打造大品种系列产品线。公司目前 OTC 新品数量已增至 45 个，覆盖感冒、皮肤、止咳、妇科等多个品类，其中小儿感冒药、皮肤药新品及强力枇杷露销售额增长尤其快速。中药处方药是公司增长最快的业务，10 年增速近 40%，新品华蟾素快速放量。中药配方颗粒业务潜力极大，未来 2 年将保持 40%以上的增速。

（2）外延扩张兼备。华润入主以来，公司非常注重通过外延式扩张实现快速增长，近年陆续收购了金蟾生化、三九黄石和百安南昌等公司，介入了抗肿瘤中药注射液新领域，并增加了皮肤类用药的品种。目前公司现金流充沛，账上有 17.3 亿元现金，将继续在 OTC、中药处方药等领域开展并购。公司也规划今年在大股东的协调下，将积极推进华润内部中药业务的整合。

盈利预测：预计公司 2011~2013 年实现归属于母公司净利润 10.67 亿元、13.36 亿元、16.55 亿元，同比增长 30.74%、25.19%、23.94%，对应每股收益 1.09 元、1.36 元、1.69 元，目前估值水平不到 20 倍，已经被低估。按照 2011 年 30 倍 PE，给予 33 元的目标价。

2、云南白药（000538）：高增长仍可期待

（1）年报亮丽，两翼齐飞。10 年收入过百亿，同比增长 40.49%。净利润 9.26 亿元，

增长 53.41%，ROE 为 23.07%，同比增长了 5.09 个百分点。中央业务稳健，两翼业务白药牙膏、药品事业部增长迅猛。其中白药牙膏销售超预期增长，全年销售约 10 亿元，而药品事业部在年初大幅提价的情况下，全年同比增长约 20%。

(2) 未来高速增长仍可期待。中央白药系列产品疗效突出，品牌优势显著，未来药价下降的空间小，销量稳定增长；白药牙膏定位高端市场，效果明显、功能难以被替代，市场空间仍很大，预计未来仍会保持很高的增速；透皮剂提价后，下半年逐渐放量，后续环比增速仍会较快。公司积极招募药妆营销团队，储备产品，预计今年将推出市场，有望成为又一增长极。公司还可能通过外延扩张来促进业绩增长。

预计公司 2011~2013 年每股收益 1.79 元、2.32 元、3.09 元，复合增长率 33%，目前估值水平 30 倍，已相当便宜，按照 2011 年 40 倍 PE，1 年内目标价 70 元。

3、哈药股份 (600664): 品牌卓越的医药集团

(1) 品牌卓越。公司是国内抗生素和 OTC 领域领导者，拥有完整的产业链和产品线，更强大的是强大的品牌实力，多年来增长稳定。OTC 方面，多年的广告营销使哈药成为最知名的品牌，葡萄糖酸钙、护彤等许多产品市场占有率均居前列。抗生素方面以普药为主，面对降价政策压力，我们认为考虑到公司产品线齐全，又拥有强大的营销实力，影响很小。

(2) 资产注入提升竞争力。公司非公开收购哈药集团所持生物工程公司 100% 股份和三精制药 44.82% 的股份。生物工程公司目前有注射用重组人干扰素-2b、重组人促红素注射液等多个生物产品，2008~2010 年合增长率高达 222.53%。预计未来 5 年平均每年有 2 个左右新产品上市，凭借哈药集团的品牌和渠道优势，有望保持快速的增长趋势。该资产的注入将完善哈药股份的医药产业链，提升企业的估值水平。而三精制药近年来一直与哈药股份错位经营，集中于化学合成原料药及制剂的生产和销售。重组之后，公司将获得更强大的资源整合能力和更全面的医药产业链，提升企业创造价值的能力。

目前哈药股份的估值水平处于非常低的水平。预计 2011~2012 年哈药股份的 EPS 为 1.08/1.28，对应目前的 PE 为 18X、15X，考虑到生物资产的注入，也会提升公司估值水平。长期看好，目标价 30 元。

4、鱼跃医疗 (002223): 长期投资首选品种

(1) 快速成长的器械龙头。公司是国内基础医疗器械的龙头企业。主要产品市场占有率均在行业前列。公司凭借一流的成本控制能力和销售能力快速发展壮大，公司 10 年实现净利润 1.61 亿元，同比增长 60.18%。最近四年符合增长率高达 52.2%。高速增长的同时，公司经营质量和产品竞争力不断提升，“鱼跃”成为了业内知名品牌。

(2) 强大的市场竞争力。公司最主要的竞争力来自于管理能力。优秀的管理层使公司在战略决策、产品延发、成本控制、市场开拓和并购整合方面都能取得突出的成绩。目前公司已拥有强大的规模优势和渠道控制力，较强的成本控制和提价能力，竞争中处于优势地位。

(3) 新产品储备丰富。新产品电子血压计 10 年销售收入超过 5500 万元，预计今年将过亿。轮椅车海外销售市场打开，快速增长也无悬念。后续品种储备丰富，公司产学研一体化，逐渐开花结果，X 光机、血压计均是自主研发，血糖仪和高值耗材类产品将陆续推出，借助公司品牌和营销实力，将成为继续高增长的引擎。

预计公司 2011~2012 年每股收益 1.01 元、1.45 元，一年目标价 60 元。目前随医药板块已有较大幅度的回调，目前估值水平 11 年 38X，12 年 26X。公司未来 2-3 年仍将保持 50%左右的增速，且受政策面影响较小，有较强的产品定价权，是长期投资的首选品种。

5、华海药业（600521）：沙坦放量+产业转型

（1）沙坦放量，一季报超预期。专利到期沙坦原料药放量在即。随着缬沙坦等产品专利到期，沙坦类原料药需求迅速增加，公司今年 1 季度预计沙坦同比增长 120%以上，带动净利润增长 70%。3 月，公司与诺华及山德士签订了转移生产和供货协议，与原研厂的合作将保证沙坦原料药快速放量。

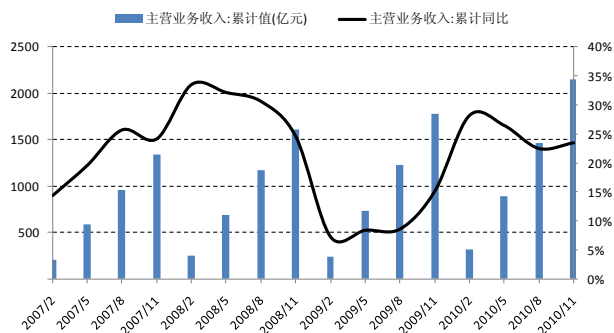
（2）产业升级步入收获期。国际化一直是公司多年来的追求，制剂出口的市场前景巨大。目前条件渐趋成熟，未来 2-3 年国际化将步入收获期。公司 2010 年通过了 FDA 的复审并拿到了 3 个欧美制剂文号，制剂储备品种逐渐丰富，同原研药厂的合作也越来越紧密；同时，公司加快产能建设，为制剂出口和承接转移生产做好准备。

（3）股权激励提供较高的安全边际。10 年年报业绩低于预期。主要原因在于受期权费用摊销的影响，为达到股权激励的市场化条件，公司 11 年必须实现相对 09 年 30%以上的增长，且是扣除了股权激励之后的业绩。按此测算，净利润将至少达到 2.13 亿元，同比今年增长 100%以上。

预计公司 2011~2013 年每股收益 0.50 元、0.62 元、0.81 元。目前估值水平 11 年 32x，考虑到公司产业升级拐点到来，国际化进入收获期，维持增持评级。

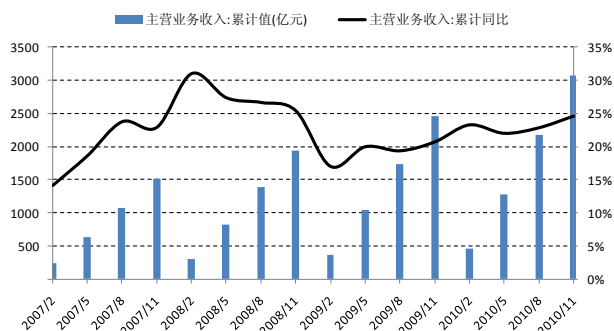
附表 1 细分行业运行情况

图 19: 化学原料药销售收入及增速



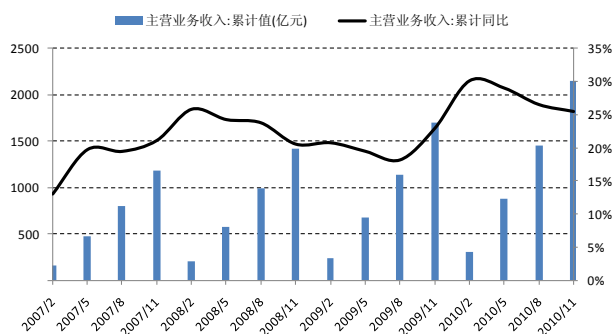
资料来源: Wind、宏源证券

图 21: 化学药品制剂销售收入及增速



资料来源: Wind、宏源证券

图 23: 中成药销售收入及增速



资料来源: Wind、宏源证券

图 25: 中药饮片销售收入及增速

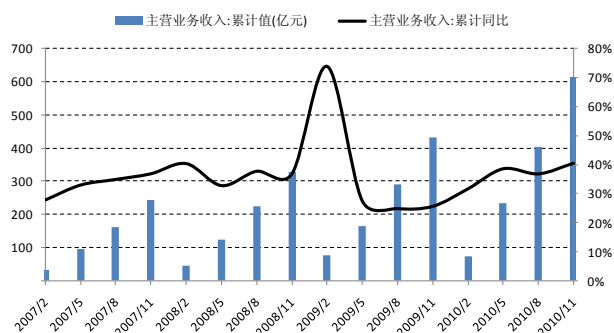
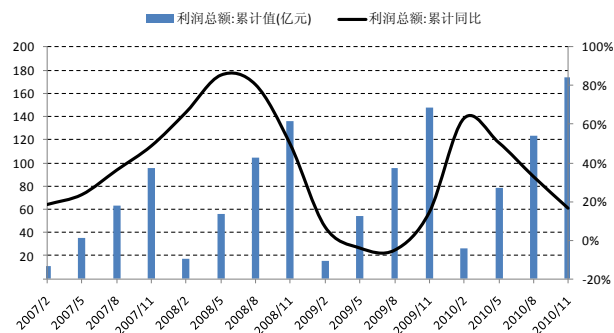
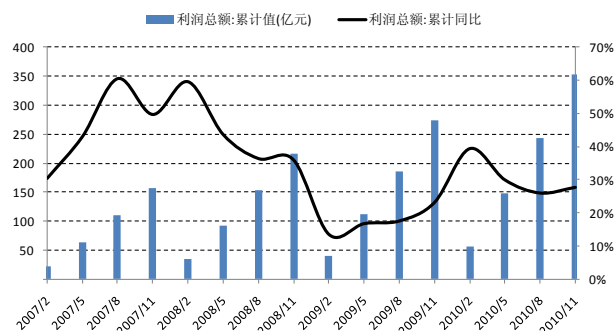


图 20: 化学原料药利润总额及增速



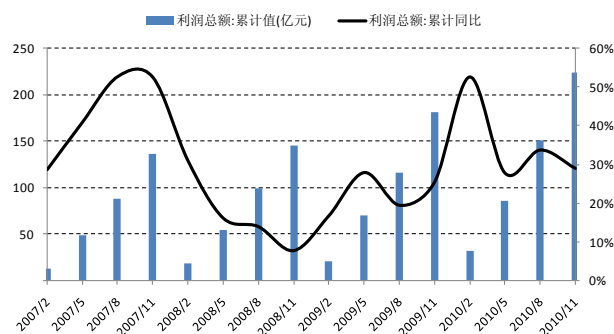
资料来源: Wind、宏源证券

图 22: 化学药品制剂利润总额及增速



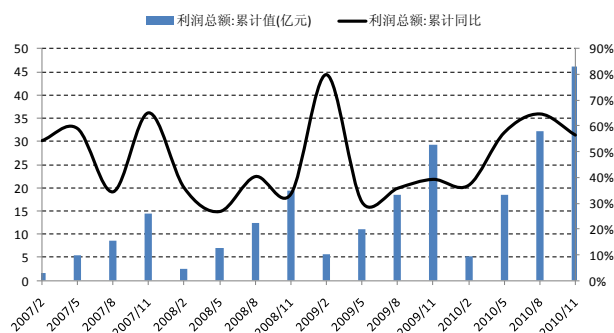
资料来源: Wind、宏源证券

图 24: 中成药利润总额及增速



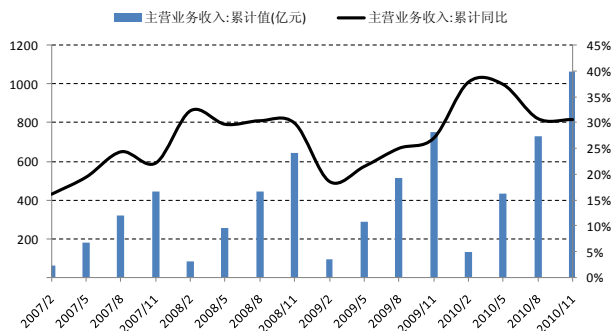
资料来源: Wind、宏源证券

图 26: 中药饮片利润总额及增速



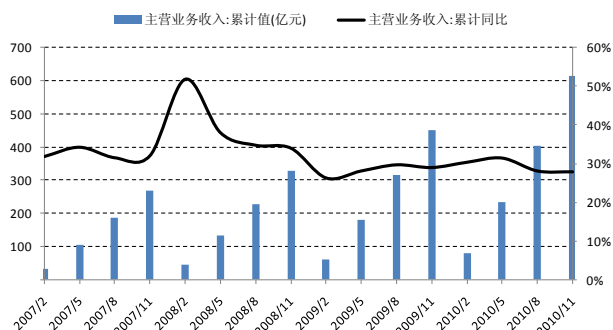
资料来源: Wind、宏源证券

图 27: 生物生化制品销售收入及增速



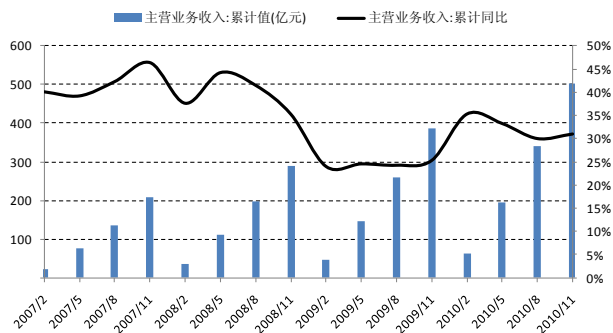
资料来源: Wind、宏源证券

图 29: 卫生材料及医药用品销售收入及增速



资料来源: Wind、宏源证券

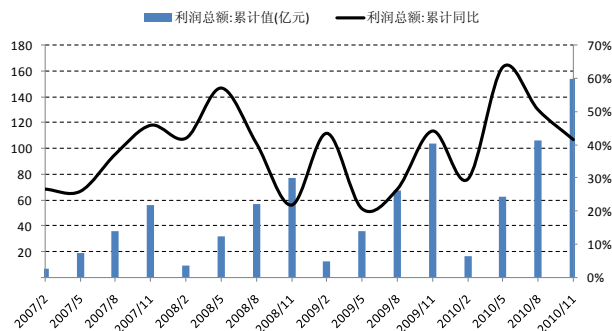
图 31: 兽药销售收入及增速



资料来源: Wind、宏源证券

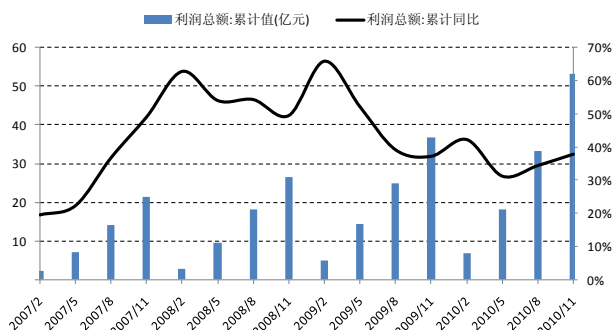
资料来源: Wind、宏源证券

图 28: 生物生化制品利润总额及增速



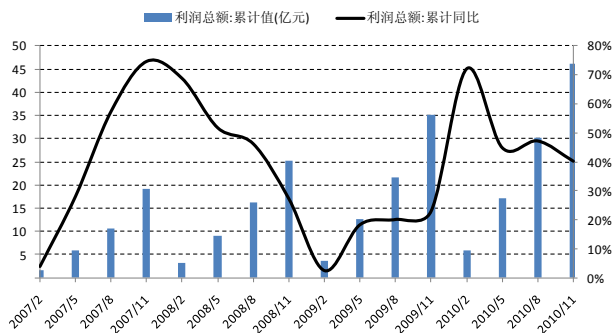
资料来源: Wind、宏源证券

图 30: 卫生材料及医药用品利润总额及增速



资料来源: Wind、宏源证券

图 32: 兽药利润总额及增速



资料来源: Wind、宏源证券

附表 2 医药上市公司已公布年报

表 1: 2010 年报数据整理

		营业总收入 (亿元)		净利润 (亿元)		EPS	毛利率		净利率	
		2010	yoy	2010	yoy	2010	2010	同比	2011	同比
中药	云南白药	100.75	40.49%	9.26	52.06%	1.33	30.48%	0.12%	9.19%	0.70%
	天士力	46.52	16.50%	4.59	41.96%	0.92	33.69%	1.00%	9.88%	1.77%
	广州药业	44.86	15.56%	2.74	31.26%	0.33	28.54%	0.81%	6.11%	0.73%
	健康元	44.73	21.44%	10.04	27.92%	0.56	57.38%	1.76%	22.44%	1.14%
	华润三九	43.65	-10.05%	8.59	12.80%	0.83	61.37%	10.75%	19.68%	3.99%
	同仁堂	38.24	17.67%	4.71	21.32%	0.66	45.41%	1.42%	12.32%	0.37%
	中新药业	34.73	20.57%	3.21	16.71%	0.40	38.49%	0.21%	9.24%	-0.31%
	江中药业	25.64	35.64%	2.62	31.43%	0.88	43.91%	-18.67%	10.21%	-0.33%
	金陵药业	21.61	9.89%	2.33	-11.86%	0.38	26.43%	-2.18%	10.77%	-2.66%
	昆明制药	18.17	26.64%	0.99	47.38%	0.27	32.41%	-2.84%	5.43%	0.76%
	康恩贝	17.99	27.93%	2.01	90.90%	0.56	61.65%	4.78%	11.16%	3.68%
	武汉健民	15.72	2.49%	0.69	47.56%	0.47	20.35%	1.75%	4.36%	1.33%
	仁和药业	13.67	39.08%	2.26	36.35%	0.52	51.73%	-16.57%	16.51%	-0.33%
	亚宝药业	11.82	-20.59%	1.39	8.77%	0.23	46.27%	11.40%	11.80%	3.18%
	马应龙	11.78	15.31%	1.20	-36.70%	0.74	37.72%	-0.15%	10.16%	-8.35%
	桂林三金	9.83	-11.47%	2.57	-16.39%	0.57	72.33%	-4.70%	26.17%	-1.54%
	振东制药	9.30	75.97%	0.92	35.63%	0.85	58.33%	-19.54%	9.92%	-2.95%
	紫鑫药业	6.42	150.66%	1.73	183.49%	0.84	54.87%	-21.78%	26.96%	3.12%
	众生药业	6.41	16.15%	1.32	31.05%	1.10	63.36%	1.74%	20.53%	2.33%
	上海凯宝	6.03	31.49%	1.24	80.14%	0.71	82.18%	-0.76%	20.50%	5.54%
	奇正藏药	5.24	11.58%	1.71	5.84%	0.42	74.04%	-5.24%	32.58%	-1.77%
	益盛药业	5.16	24.43%	0.88	43.36%	1.06	75.79%	0.98%	16.97%	2.24%
	香雪制药	5.13	35.59%	0.75	44.88%	0.81	47.14%	-4.16%	14.69%	0.94%
	华神集团	4.89	28.40%	0.12	131.39%	0.05	31.94%	-1.27%	2.46%	1.10%
	汉森制药	3.43	21.26%	0.62	25.93%	0.94	76.51%	0.27%	18.06%	0.67%
	迪康药业	3.22	2.48%	0.31	107.20%	0.18	47.54%	5.51%	9.77%	4.94%
	信邦制药	3.19	-5.36%	0.38	-19.04%	0.47	65.09%	-4.20%	11.80%	-1.99%
	上海辅仁	2.77	13.58%	0.27	-14.15%	0.13	40.67%	-1.27%	9.79%	-3.16%
	精华制药	2.74	5.76%	0.43	30.00%	0.54	51.37%	2.79%	15.54%	2.90%
	佐力药业	2.63	21.97%	0.41	31.33%	0.69	80.15%	1.16%	15.79%	1.12%
	福瑞股份	2.10	16.82%	0.47	36.36%	0.50	71.12%	-2.14%	22.34%	3.20%
	通化金马	1.70	0.85%	0.12	-59.65%	0.03	61.17%	0.16%	7.09%	-10.63%
	沃华医药	0.91	-47.20%	-0.98	-286.76%	-0.60	72.80%	-3.44%	-107.58%	-137.99%
	嘉应制药	0.75	20.72%	0.25	67.45%	0.15	54.54%	-4.02%	33.55%	9.36%
	合计/平均	571.76	18.56%	70.14	22.21%		43.35%	-0.36%	12.27%	0.37%
医药商业	上海医药	374.11	91.18%	17.79	575.18%	0.69	18.15%	9.38%	4.76%	3.41%
	一致药业	130.64	19.31%	2.64	33.27%	0.91	8.72%	0.24%	2.02%	0.21%
	国药股份	59.18	13.93%	3.13	36.54%	0.65	8.84%	-0.10%	5.29%	0.88%

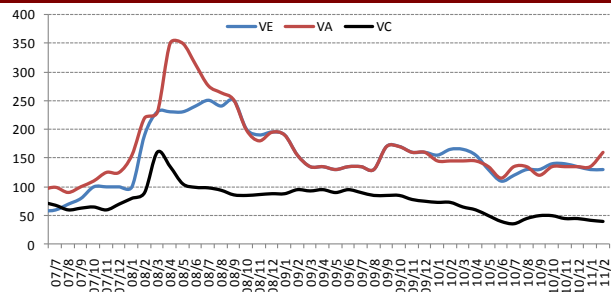
	桐君阁	43.44	13.47%	0.19	-12.30%	0.09	9.95%	-0.08%	0.43%	-0.13%
	浙江震元	15.03	17.81%	0.24	18.54%	0.17	11.90%	-0.29%	1.57%	0.01%
	合计/平均	622.40	52.49%	23.99	227.54%		14.56%	5.62%	3.85%	2.06%
医疗器械	人福医药	22.05	65.75%	3.04	21.29%	0.46	46.50%	-6.59%	13.79%	-5.06%
	新华医疗	13.42	51.52%	0.65	46.77%	0.45	24.19%	-2.09%	4.81%	-0.16%
	乐普医疗	7.70	36.25%	4.11	40.46%	0.51	82.92%	1.19%	53.32%	1.60%
	万东医疗	6.03	-11.81%	0.43	-38.54%	0.19	36.80%	5.33%	7.08%	-3.08%
	东富龙	4.81	56.01%	1.43	81.90%	2.38	48.32%	3.41%	29.70%	4.23%
	阳普医疗	1.66	17.81%	0.29	7.86%	0.39	44.58%	-2.17%	17.50%	-1.61%
	领先科技	0.37	20.51%	-0.37	-9237.88%	-0.40	3.18%	-2.61%	-99.55%	-100.86%
	合计/平均	56.04	42.06%	9.56	25.48%		44.93%	-1.26%	17.07%	-2.26%
生物制品	复星医药	45.55	17.64%	10.00	-60.99%	0.46	34.48%	1.90%	21.96%	-44.26%
	海王生物	39.99	47.56%	0.55	8942.39%	0.07	16.43%	-0.78%	1.38%	1.36%
	海普瑞	38.53	73.26%	12.09	49.41%	3.13	42.09%	-6.19%	31.37%	-5.01%
	江苏吴中	33.84	46.59%	0.34	65.92%	0.05	8.93%	-1.09%	0.99%	0.12%
	中牧股份	26.61	26.54%	3.42	27.70%	0.80	37.17%	-2.61%	12.85%	0.12%
	星湖科技	13.77	0.79%	2.83	26.35%	0.55	40.34%	5.51%	20.53%	4.15%
	华兰生物	12.62	3.37%	6.95	-7.57%	1.06	76.69%	0.68%	55.11%	-6.52%
	天坛生物	12.02	9.27%	2.23	-20.28%	0.34	58.19%	-5.16%	18.58%	-6.89%
	长春高新	11.66	13.91%	1.27	-3.44%	0.66	76.10%	0.94%	10.86%	-1.95%
	科华生物	7.81	25.78%	2.36	10.45%	0.46	53.92%	-3.23%	30.19%	-4.19%
	智飞生物	7.37	22.06%	2.57	10.88%	0.69	63.47%	-5.32%	34.83%	-3.51%
	威远生化	7.04	6.40%	0.06	-114.47%	0.02	17.22%	0.74%	0.80%	6.71%
	上海莱士	4.83	24.73%	1.85	35.56%	0.68	62.86%	5.35%	38.36%	3.06%
	双鹭药业	4.58	17.39%	2.76	13.39%	1.08	76.69%	-6.14%	60.37%	-2.13%
	钱江生化	4.32	20.95%	0.50	98.95%	0.18	14.56%	-2.69%	11.59%	4.54%
	达安基因	3.70	15.76%	0.58	22.00%	0.20	58.68%	0.38%	15.76%	0.81%
	*ST 国发	3.63	50.55%	0.17	-112.14%	0.06	12.68%	-0.07%	4.70%	62.97%
	沃森生物	3.59	50.04%	1.54	102.30%	2.00	90.88%	4.52%	43.04%	11.12%
	瑞普生物	3.46	21.12%	1.00	13.69%	1.37	70.85%	-6.43%	29.05%	-1.90%
	*ST 金花	3.27	-1.32%	0.33	-328.01%	0.11	31.36%	6.88%	10.20%	14.62%
	安科生物	2.28	19.56%	0.52	15.86%	0.34	71.66%	-0.54%	22.65%	-0.72%
	合计/平均	290.48	28.78%	53.93	-9.55%		38.14%	-2.15%	18.57%	-7.87%
化学制剂	双鹤药业	53.67	6.53%	5.33	15.01%	0.91	36.18%	2.23%	9.93%	0.73%
	科伦药业	40.26	24.04%	6.62	52.40%	3.08	41.05%	2.39%	16.43%	3.06%
	恒瑞医药	37.44	23.61%	7.55	8.96%	0.97	83.83%	1.12%	20.18%	-2.71%
	白云山 A	33.17	18.67%	2.19	80.79%	0.44	35.00%	0.41%	6.60%	2.27%
	三精制药	30.05	13.90%	3.39	15.62%	0.86	49.61%	0.23%	11.29%	0.17%
	丽珠集团	27.27	5.04%	4.52	-11.93%	1.41	52.82%	0.28%	16.59%	-3.20%
	恩华药业	13.01	17.07%	0.75	40.39%	0.33	38.11%	-0.94%	5.78%	0.96%
	力生制药	7.38	23.88%	2.19	31.89%	1.22	59.97%	-3.38%	29.71%	1.80%
	海南海药	6.13	18.56%	0.38	-47.57%	0.16	36.58%	4.43%	6.13%	-7.73%
	誉衡药业	5.75	33.85%	1.55	18.79%	1.26	53.21%	-3.22%	26.89%	-3.41%
	华邦制药	5.41	-0.61%	1.35	4.59%	1.00	67.32%	2.16%	24.98%	1.24%

	福安药业	4.64	42.98%	1.25	34.01%	1.23	46.47%	-2.00%	26.88%	-1.80%
	华仁药业	3.38	17.24%	0.76	25.60%	0.43	56.59%	-0.47%	22.56%	1.50%
	康芝药业	3.14	43.73%	1.39	42.78%	1.56	67.77%	-3.86%	44.30%	-0.30%
	合计/平均	270.71	15.83%	39.23	18.11%		49.05%	1.31%	14.49%	0.28%
化学原料药	华北制药	102.87	110.68%	2.62	-166.13%	0.24	14.80%	-15.80%	2.55%	10.65%
	东北制药	48.28	-5.21%	0.57	-87.97%	0.16	23.42%	-7.16%	1.19%	-8.16%
	海正药业	45.45	13.51%	3.74	34.32%	0.76	29.25%	1.49%	8.24%	1.28%
	新和成	34.45	18.87%	11.58	3.86%	1.61	51.84%	-3.14%	33.62%	-4.86%
	天方药业	27.72	23.64%	0.36	143.99%	0.08	11.89%	0.23%	1.31%	0.64%
	新华制药	26.14	12.59%	1.03	-2.99%	0.21	18.38%	-0.76%	3.93%	-0.63%
	鲁抗医药	21.96	10.63%	1.34	228.99%	0.22	21.56%	5.21%	6.09%	4.04%
	普洛股份	15.21	11.20%	0.20	-39.11%	0.09	21.03%	-0.82%	1.32%	-1.09%
	仙琚制药	15.01	17.57%	1.15	35.42%	0.35	38.27%	-3.54%	7.64%	1.01%
	现代制药	14.23	22.22%	1.33	22.46%	0.38	30.61%	0.86%	9.36%	0.02%
	西南合成	12.99	47.72%	2.69	298.37%	0.65	24.18%	-3.48%	20.71%	13.03%
	信立泰	12.98	52.75%	3.56	64.83%	1.57	57.19%	1.49%	27.39%	2.01%
	天药股份	11.28	27.18%	0.93	38.34%	0.17	23.13%	-2.60%	8.23%	0.66%
	海翔药业	10.75	20.29%	0.86	183.03%	0.53	26.30%	7.59%	7.99%	4.59%
	华海药业	10.23	10.22%	0.94	-43.10%	0.21	41.97%	0.27%	9.14%	-8.57%
	西南药业	8.53	19.53%	0.41	0.00%	0.22	32.85%	-1.02%	4.75%	-0.93%
	京新药业	6.31	18.73%	0.13	226.31%	0.13	29.89%	-1.00%	2.05%	1.31%
	永安药业	3.20	3.04%	0.46	-29.12%	0.51	25.13%	-7.98%	14.42%	-6.54%
	合计/平均	427.59	28.68%	33.89	34.67%		25.63%	-4.38%	7.92%	0.35%

资料来源: Wind、宏源证券

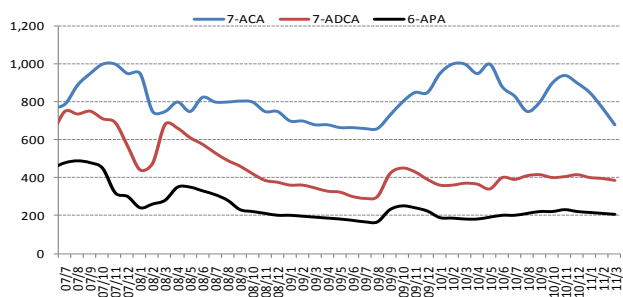
附表 3 化学原料药价格走势

图 33: 维生素原料药价格走势



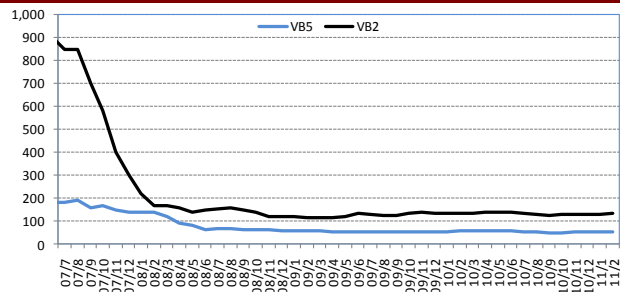
资料来源: Wind、宏源证券

图 35: 抗生素原料药价格走势



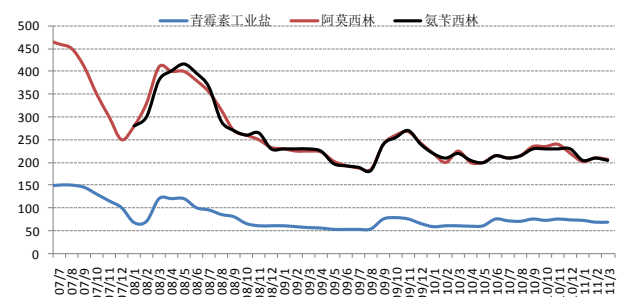
资料来源: Wind、宏源证券

图 34: 维生素原料药价格走势



资料来源: Wind、宏源证券

图 36: 抗生素原料药价格走势



资料来源: Wind、宏源证券

联系人简介:

吴 洋: 宏源证券医药行业分析师, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 2 年医药行业研究经验。

主要研究覆盖公司: 上海凯宝、信立泰、华海药业、华润三九、哈药股份、达安基因、亚太药业、新和成等

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珩 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixihong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。