

成本压力加大背景下的中药行业投资机会

2011-5-30

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO.,LTD.

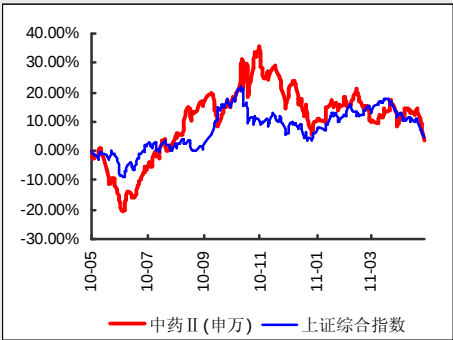
投资要点:

- 1. 中药饮片收入利润增长速度快于中成药行业。2011年1-3月中药饮片营业收入、利润总额分别为170.88亿元、13.68亿元，增速分别为47.52%、55.99%，毛利率19.92%。毛利率维持相对稳定。
- 2. 2011年前3月，中成药制造业主营业务收入646.9亿元，同比上涨32.71%。利润总额66.55亿元，同比增长37.06%。2011年前2月的毛利率为33.37%，较2010年的毛利率34.23%有所下降，较2010年前8月的32.67%有所上升。
- 3. 中成药2011年4月产量为21.06万吨，同比增长25.72%。中成药产量从2007年以来一直处于上升趋势，从2007年1月的7.45万吨增长到2011年4月的21.06万吨，与经济周期关系不大。
- 4. 近几年中药材的涨价迅猛，党参、黄芪、麦冬这些常用的中药涨幅从去年5月至今已经涨价超过了100%。中药材的涨价对中药饮片的毛利率影响不大，对中成药企业毛利率构成了较大的压力。
- 5. 中成药行业受中药材价格上涨的影响较大，毛利率受到不同程度的影响，品牌以及技术竞争力较强的企业受影响较小，而品牌以及技术优势不明显的公司毛利率影响较大。
- 6. 投资建议：中药饮片行业的营业收入、利润总额增速较快，中药饮片行业可以关注康美药业。品牌中药公司中可以关注品牌优势明显、产品有提价能力的公司如东阿阿胶、云南白药，中药现代化公司中可以关注技术研发实力突出，不断有新产品上市、毛利率稳定或保持上升的公司如天士力、康缘药业，还可以关注大集团背景下有资产整合预期、自身生产经营稳定增长的公司如华润三九，还可以关注中药配方颗粒快速发展带来的机遇，如红日药业。中成药公司长期来看，有GAP基地的上市公司将保持较强的成本竞争力和产品质量竞争力，如云南白药、天士力、华润三九、白云山、益佰制药、东阿阿胶、同仁堂。给予中药行业强于大市评级。

行业评级 强于大市 (首次)

市盈率(2010): 40.36
市净率: 4.69

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-4.28	-21.72	5.73
相对表现 (%)	1.85	-16.09	3.50

资料来源: Wind 资讯

重点公司评级

股票名称	评级	10EPS	11EPS	12EPS
云南白药	推荐	1.33	1.78	2.34
东阿阿胶	推荐	0.89	1.42	1.91
康美药业	推荐	0.42	0.51	0.66
天士力	推荐	0.92	1.23	1.52
康缘药业	推荐	0.43	0.63	0.76

资料来源: 公司公告

行业研究员: 张欣
联系人: 林兴秋

证书编号 S0820208030013
电话 021-32229888-3510
E-mail linxingqiu@ajzq.com

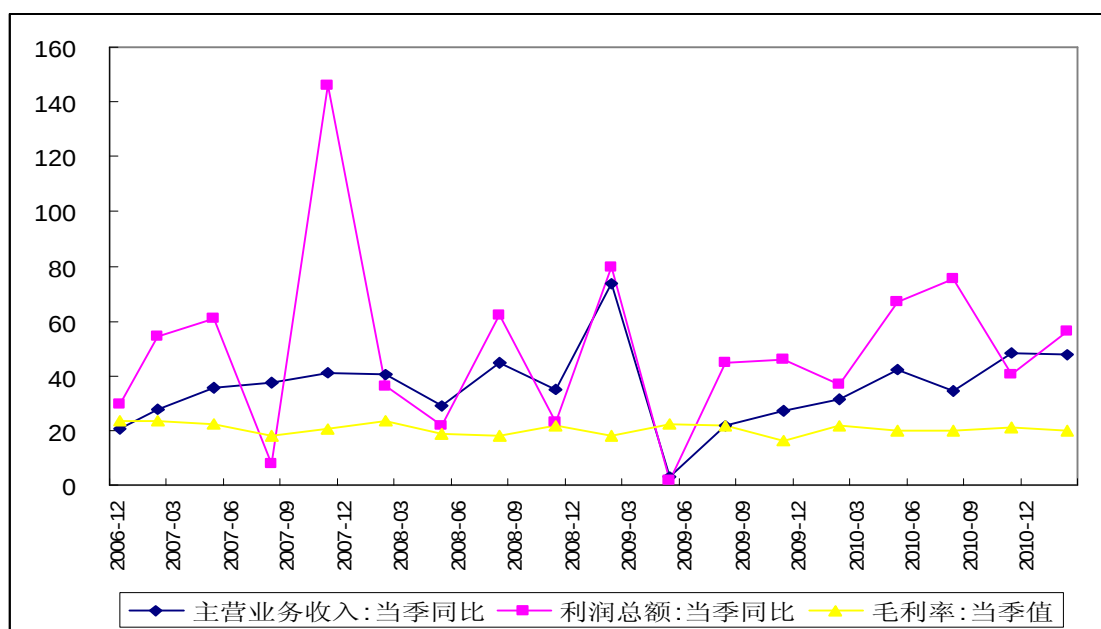
相关报告

请务必阅读正文之后的重要声明

一、中药行业收入利润保持快速增长

中药行业包括中药饮片及中成药，中药饮片收入利润增长速度快于中成药行业。2011年1—3月中药饮片营业收入、利润总额分别为170.88亿元、13.68亿元。2011年第一季度营业收入、利润总额的增速分别为47.52%、55.99%，毛利率19.92%。毛利率维持比较稳定的状况，近几年中药材的涨价迅猛，党参、黄芪、麦冬这些常用的中药涨幅从去年5月至今已经涨价超过了100%。中药材的涨价对中药饮片的毛利率影响不大，对中成药企业毛利率构成了很大的压力。

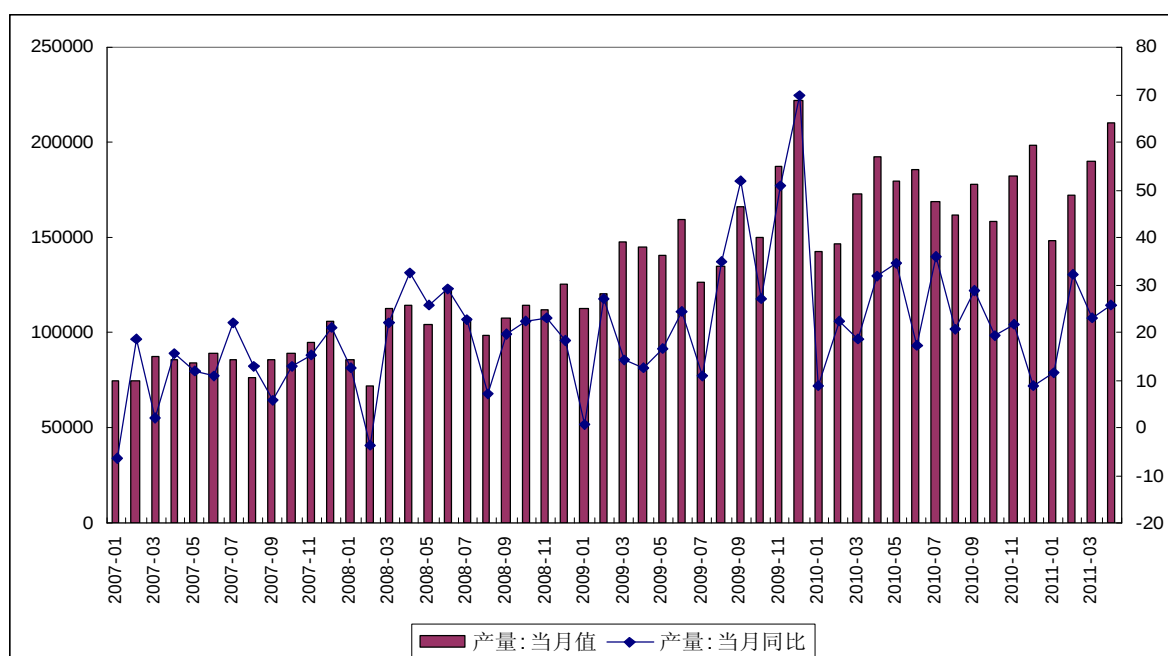
图1：中药饮片营业收入、利润总额当季同比增长以及当季毛利率（%）



资料来源：WIND，爱建证券

中成药2011年4月产量为21.06万吨，同比增长25.72%。中成药产量从2007年以来一直处于上升趋势，从2007年1月的7.45万吨增长到2011年4月的21.06万吨，与经济周期关系不大。中成药产量的持续增长表明中药在人们心目中的认可程度逐日增加以及中药治疗疾病的确切疗效。中药的确切疗效以及相对比较小的副作用使得中药的使用者越来越多，而且随着高新科技在中药领域的不断应用，中药现代化水平越来越高，新产品新剂型的不断出现，以及基本药物制度和新医改的推进将促进中药的持续快速发展。

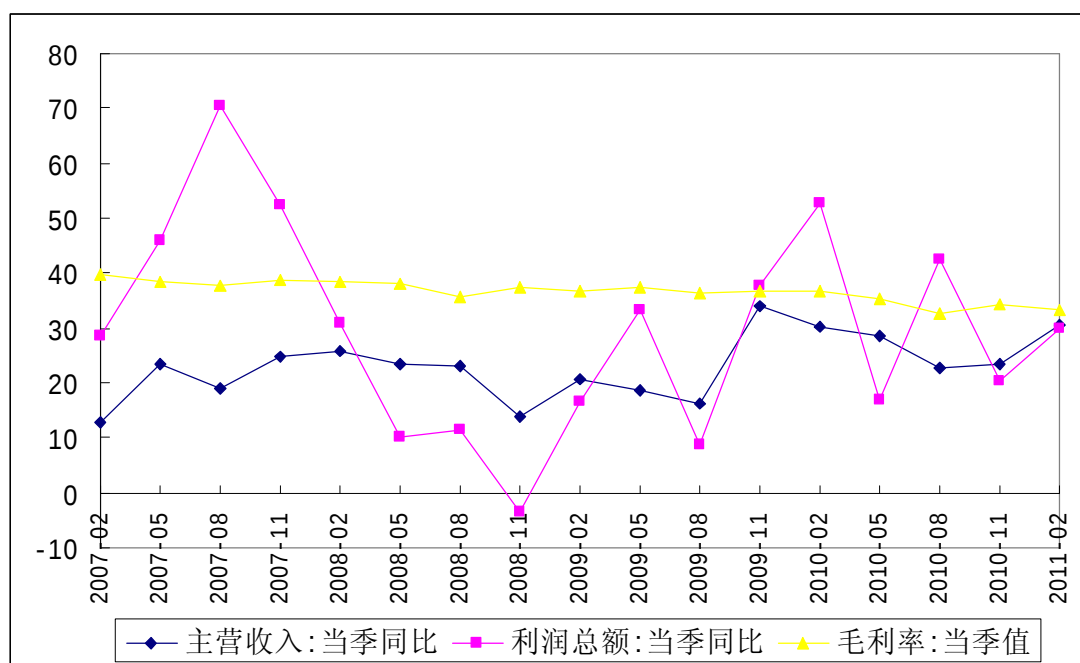
图2： 中成药当月产量及同月同比增长（单位：吨，%）



资料来源：WIND，爱建证券

2011年前3月，中成药制造业主营业务收入646.9亿元，同比上涨32.71%。利润总额66.55亿元，同比增长37.06%。2011年2月的毛利率为33.37%，较2010年前11月的毛利率34.23%有所下降，较2010年前8月的32.67%有所上升。毛利率下降的原因是中药材的价格上涨。

图3： 中成药营业收入、利润总额当季同比增长以及当季毛利率（%）



资料来源：WIND，爱建证券

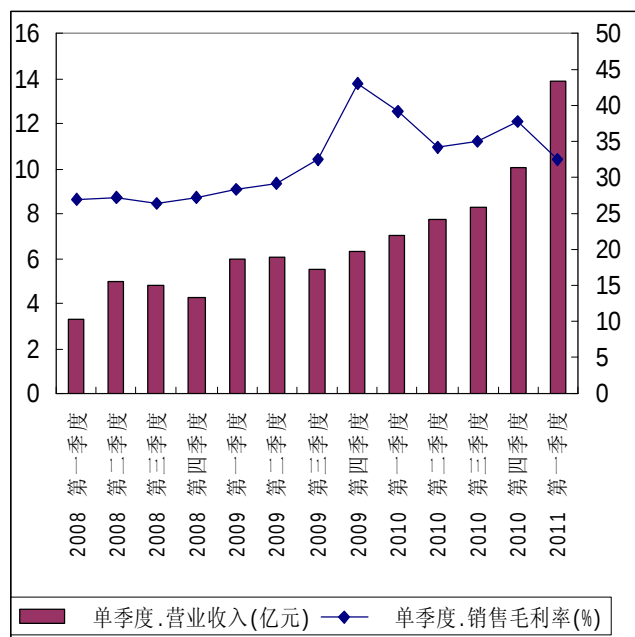
请务必阅读正文之后的重要声明

二、中药公司营业收入、毛利率变化情况

中药饮片公司

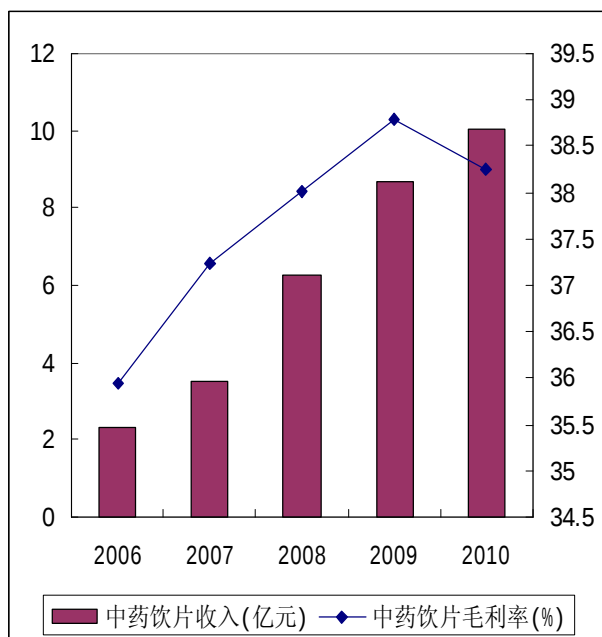
中药饮片公司国内上市的是康美药业，公司打造中药上下游产业链一体化，中药饮片的制造和贸易是公司的特色，公司营业收入从 2008 年至今的单季度保持上市趋势，特别是 2010 年以来营业收入快速上升，毛利率在 2009 第四季度达到 42.92% 的高点之后有所下滑，2010 年第二季度为 34.18%，之后有所回升，2010 年第四季度为 37.68%，2011 年第一季度有所下降，为 32.49%。中药饮片的毛利率 2009 年为 38.79%，2010 年略有下降为 38.25%。在总体通胀的情况下，公司营业成本有所提高，毛利率有所下滑，中药饮片制造业毛利率在中药材涨价的背景下影响不大。

图 4：康美药业单季度营业收入及毛利率



资料来源：公司公告，爱建证券

图 5：康美药业中药饮片收入及毛利率

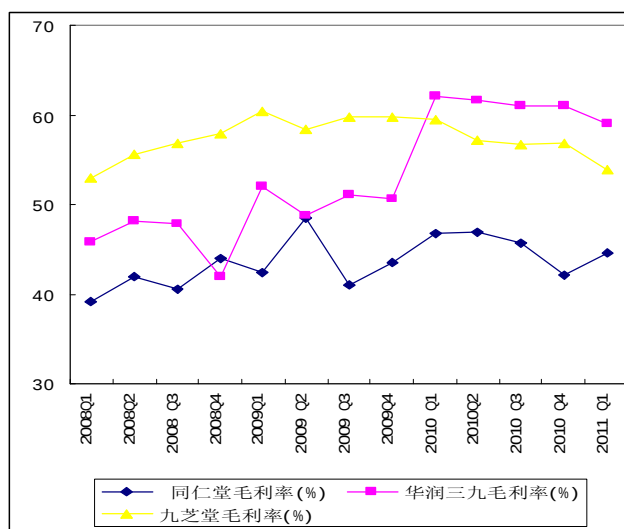


资料来源：公司公告，爱建证券

中成药公司

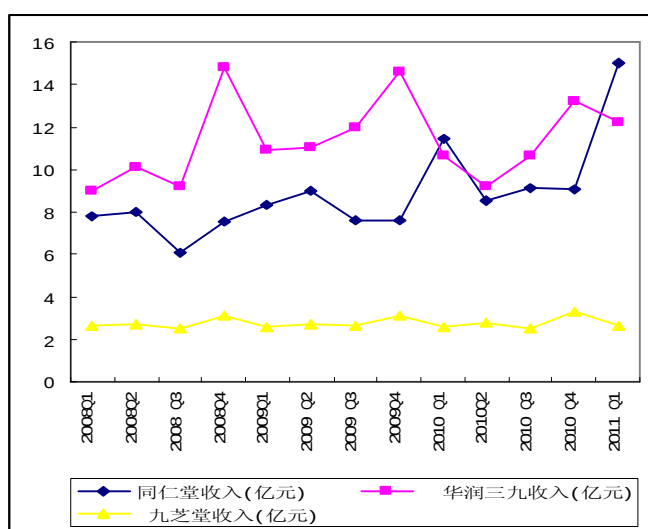
中成药公司上市数量较多，可以大体分为品牌中药企业及中药现代化企业。中成药行业受中药材价格上涨的影响比较大，毛利率收到不同程度的影响，品牌以及技术竞争力较强的企业受影响较小，而品牌以及技术优势不明显的公司毛利率影响较大。同仁堂、华润三九、九芝堂的医药制造占主营收入的比例非常大，这 3 家公司从 2010 年开始毛利率开始下滑，同仁堂 2011 年第一季度为 44.59% 较 2010 年第四季度的 42.15% 有所回升。九芝堂的毛利率从 2010 年第一季度的 59.52% 开始下降，2011 年第一季度为 53.91%。在毛利率变化的同时，同仁堂的营业收入在 2011 年第一季度营业收入增长较快，从 2010 年第四季度的 9.09 亿元增长到 14.98 亿元，华润三九、九芝堂的营业收入增长明显放缓，2011 年第一季度环比略有下降。

图 6：三家公司的单季度毛利率



资料来源：公司公告，爱建证券

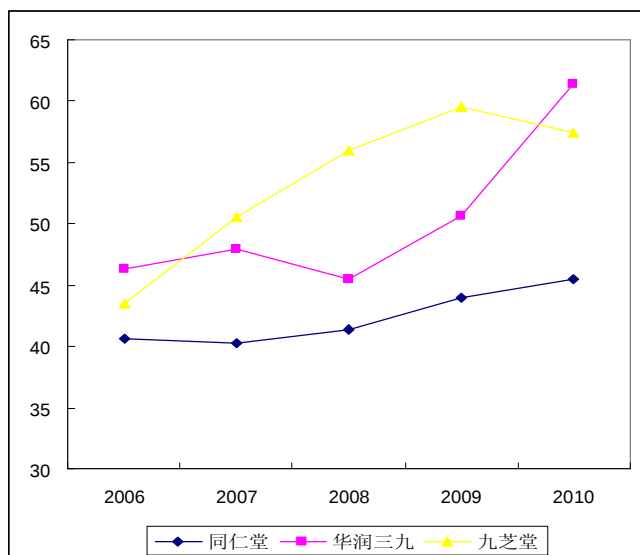
图 7：三家公司的单季度营业收入



资料来源：公司公告，爱建证券

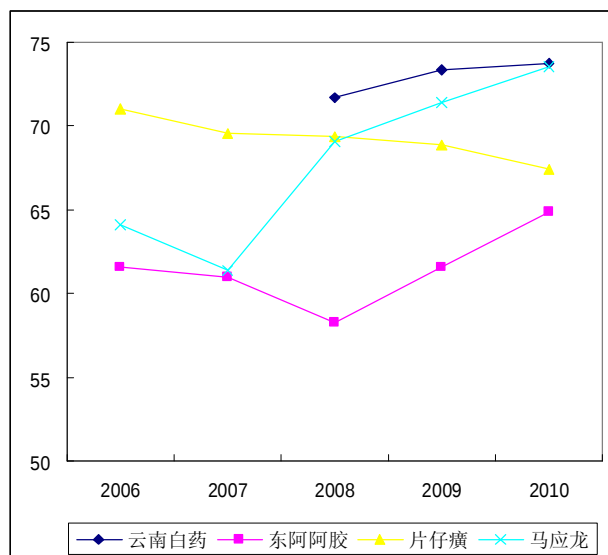
云南白药、东阿阿胶、片仔癀、马应龙这 4 家品牌中药公司，医药商业占比较大，我们以公司的医药制造业的毛利率、营业收入来分析。由于中药材价格的上涨，对中成药公司的毛利率有一定的影响，影响的大小取决与公司的品牌的竞争力以及公司产品提价能力。东阿阿胶的产品阿胶提价能力非常强，毛利率从 2008 到 2010 年一直处于上涨趋势，从 2008 年 2010 年的毛利率分别为 58.3%、61.6%、64.89%。云南白药的毛利率处于平稳状态，2009 年为 73.39%、2010 年 73.31%。片仔癀毛利率有所下滑，2008 年—2010 年分别为 69.37%、68.85%、67.38%。马应龙的制造业毛利率 2008 年—2010 年分别为 69.04%、71.36%、73.54%，毛利率保持平稳上涨趋势。

图 8：三家公司的年度毛利率（%）



资料来源：公司公告，爱建证券

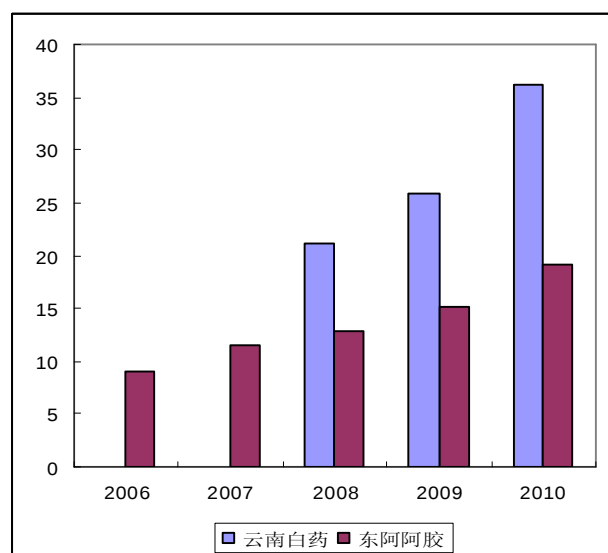
图 9：四家公司的年度毛利率（%）



资料来源：公司公告，爱建证券

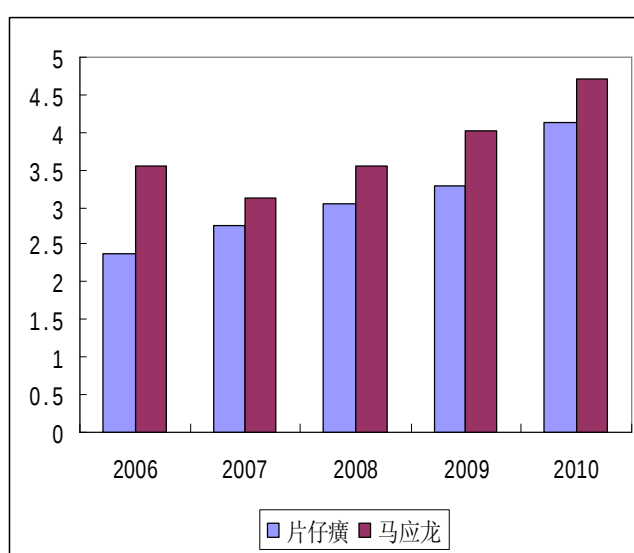
东阿阿胶在主导产品提价，毛利率保持上升的同时，营业收入也处于快速增长的状态，医药制造业的营业收入从 2008 年的 12.94 亿元上升到 2010 年 19.12 亿元。云南白药的医药制造业的营业收入从 2008 年的 21.19 亿元上升到 36.18 亿元。片仔癀、马应龙的营业收入保持平稳增长，片仔癀医药制造业的营业收入从 2008 年的 3.04 亿元增长到 2010 年的 4.13 亿元。马应龙医药制造业的营业收入从 2008 年的 3.54 亿元增长到 2010 年的 4.7 亿元。

图 10：二家公司的医药制造业营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，爱建证券

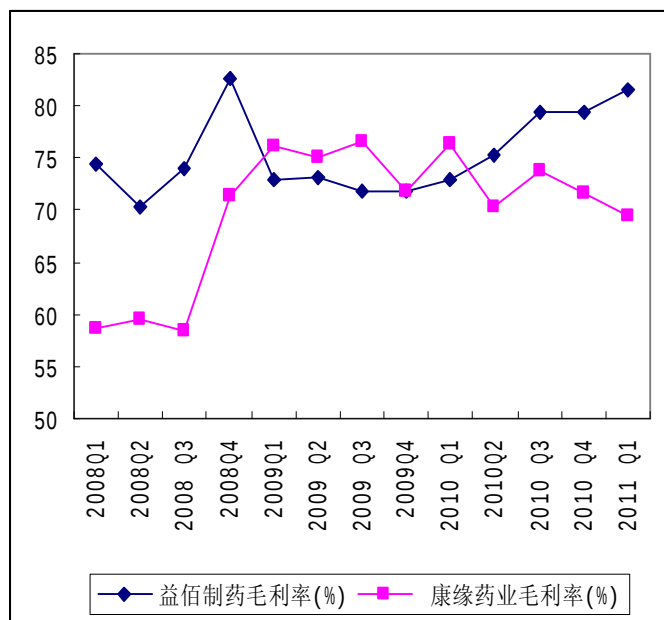
图 11：二家公司的医药制造业营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，爱建证券

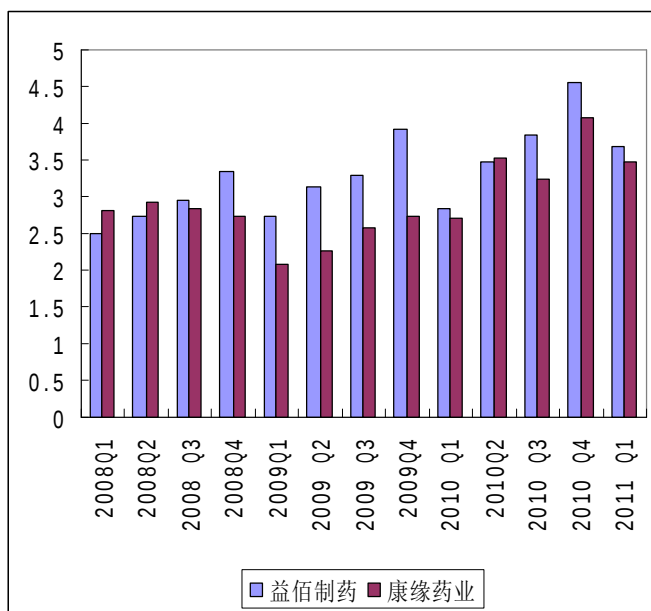
康缘药业和益佰制药营业收入主要是医药制造业，2 家公司的中药注射液都占营业收入比例较大。康缘药业毛利率在中药材价格上升的时候，毛利率略有下滑，最近 3 个单季，毛利率分别为 73.83%、71.52%、69.55%。康缘药业的营业收入经历了 2009 年的短暂回落后，2010 年快速增长 2010 年公司实现营业收入 13.58 亿，比上年同期增长 40.24%，公司利润总额 2.04 亿元，比上年同期增长 14.70%。公司大品种销售收入增长迅速，其中桂枝茯苓胶囊单品种销售收入突破 3.6 亿元，热毒宁注射液单品种销售收入突破 3.2 亿元。2011 年第一季度营业收入为 3.47 亿元。较去年同期的 2.72 亿元有较大的增长。益佰制药的毛利率处于上升态势，2011 第一季度为 81.64%，较去年同期的 72.85%有较大的上升。与公司的抗肿瘤药艾迪的不可替代性有密切的关系。在公司毛利率上升的同时，公司的营业收入保持稳定增长，2011 第一季度为 3.68 亿元，而去年同期为 2.83 亿元。

图 12: 二家公司的单季度毛利率



资料来源: 公司公告, 爱建证券

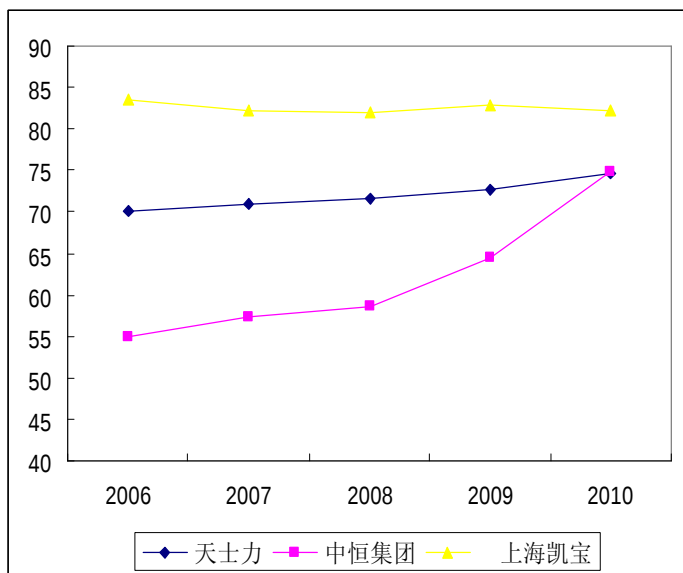
图 13: 二家公司的单季度营业收入



资料来源: 公司公告, 爱建证券

天士力、中恒集团、上海凯宝这 3 家公司致力于中药现代化。中恒集团的营业收入在毛利率上升的同时, 取得了快速的发展。制造业毛利率从 2008 年的 58.54% 上升到 2010 年的 74.78%, 制造业营业收入从 2008 年的 3.55 亿元上升到 2010 年的 8.81 亿元。天士力的毛利率及营业收入保持稳步增长, 2009 年、2010 年医药制造毛利率分别为 72.78%、74.73%。2009 年、2010 年医药制造营业收入分别为 16.25 亿元、18.7 亿元。上海凯宝 2010 年的毛利率有所下滑, 2009 年、2010 年毛利率分别为 82.94%、82.18%, 营业收入保持稳步增长, 2009 年、2010 年营业收入分别为 4.59 亿元、6.03 亿元。

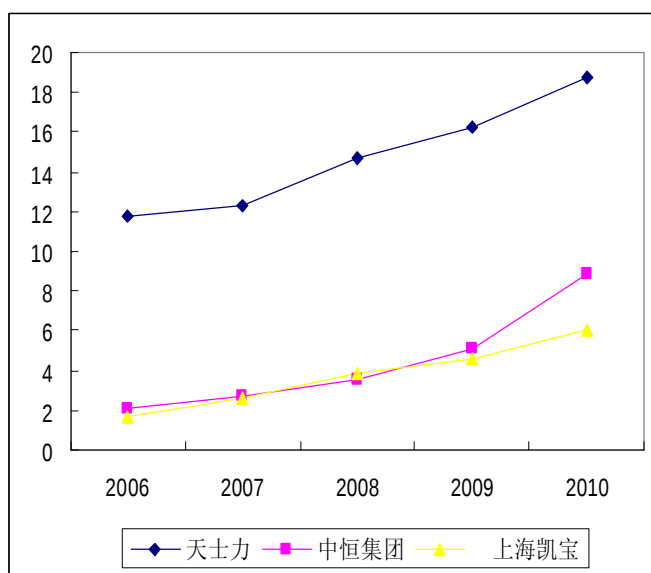
图 14: 三家公司的医药制造业毛利率



资料来源: 公司公告, 爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

图 15: 三家公司的医药制造业营业收入



资料来源: 公司公告, 爱建证券

三、投资建议

中药饮片行业的营业收入、利润总额增速较快，中药材涨价对中药饮片制造业毛利率影响不大，中药饮片行业可以关注康美药业，公司打造中药上下游产业链一体化，中药饮片的制造和贸易是公司的特色，公司营业收入从 2008 年至今的单季度保持上市趋势，特别是 2010 以来营业收入快速上升。中成药行业受中药材价格上涨的影响比较大，毛利率受到不同程度的影响，品牌以及技术竞争力较强的企业受影响较小，而品牌以及技术优势不明显的公司毛利率影响较大，长期来看有 GAP 基地的上市公司将保持较强的竞争力。品牌中药公司中可以关注品牌优势明显、产品有提价能力的公司如东阿阿胶、云南白药，中药现代化公司中可以关注技术研发实力突出，不断有新产品上市、毛利率稳定或保持上升的公司如天士力、康缘药业，还可以关注大集团背景下有资产整合预期、自身生产经营稳定增长的公司如华润三九，还可以关注中药配方颗粒快速发展带来的机遇，如红日药业。我们预计随着中药材交易管理的日趋完善以及国家对通胀的治理控制，中药材不会延续前期的大涨格局，从较长时间看中药企业的成本将得到改善，给予中药行业强于大市评级。

四、重点上市公司盈利预测和评级

表 1：上市公司盈利预测和评级

代码	名称	细分行业	5 月 27 日股价	EPS(元)			PE			最新评级
				2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
000538	云南白药	中药	57.10	1.33	1.78	2.34	42.93	32.01	24.45	推荐
000423	东阿阿胶	中药	42.45	0.89	1.42	1.91	47.70	29.94	22.23	推荐
600518	康美药业	中药	12.17	0.42	0.51	0.66	28.98	24.01	18.34	推荐
600535	天士力	中药	39.45	0.92	1.23	1.52	42.88	32.12	26.01	推荐
600557	康缘药业	中药	15.23	0.43	0.63	0.76	35.42	24.17	19.93	推荐

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

I 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。