

中性

——维持

日期：2011年8月3日

行业：中药



赵冰

021-53519888-1902

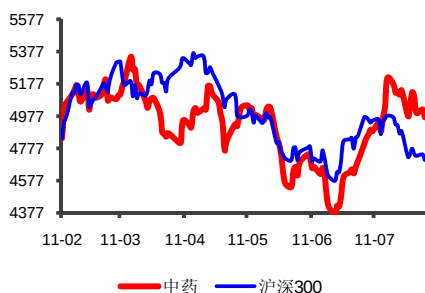
Zhaobing1704@hotmail.com

执业证书编号：S0870511030004

行业经济数据跟踪（11年1-6月）

销售收入（亿元）	1470
累计增长	33.82%
利润（亿元）	149
累计增长	31.85%

最近6个月行业指数与沪深300指数比较



报告编号：ZB11-MIT04

首次报告日期：2011年8月3日

相关报告：

证券研究报告/行业研究/月度策略

中药材价格高烧将持续

——2011年8月中药行业投资策略

■ 主要观点：

中药材价格指数高烧不退

供求失衡是中药材价格上涨的重要因素。从供给看，国内中药材种植面积呈现大幅减少的局面。其次，全国大部分地区自然灾害频繁，使得中药材产量逐年减少。从需求看，人们对中药需求的增长以及部分游资炒作现象也助推了中药材价格上涨。

行政调控手段效果有待观察

此次行政调控中药材价格的效果有待观察，主要理由是：1）由于产品质量问题，个别大型药企采购热情不高；2）抛售量不足以对价格产生明显抑制；3）受益企业有限；4）行政手段不能完全解除企业饱受药材价格波动的影响。

中成药终端价格控制严格

因为药品关系到民生，所以国家对药价有严格限制，即使涨价，其幅度也不可能和药材相比。尤其是基本药物的价格受政府严控，不可能自主调价。由于中成药市场竞争激烈，同类产品众多，份额是厂商竞争的关键，因此业内对涨价都比较谨慎。

近六个月中药指数跑赢沪深300指数5.45个百分点

发改委出手调控中药材价格，短期内改变了市场对于药材价格的预期，7月中药指数跑赢沪深300指数8.71个百分点。以六个月为区间统计，中药指数跑赢沪深300指数5.45个百分点。

■ 投资建议：

未来六个月内，维持中药行业“中性”评级

我们认为，面对原材料价格上涨，中药板块内部将分化，维持中药行业“中性”评级。我们建议重点关注：1）具备产业升级概念的中药企业，比如，中药现代化（天士力、康缘药业），产业转型（羚锐制药）；2）不受药品价格严控影响的保健品生产企业（紫光古汉）；3）拥有完整产业链的企业（紫鑫药业）。

■ 数据预测与估值：

医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
			10A	11E	12E	10A	11E	12E		
康缘药业	600557	16.36	0.43	0.58	0.74	38.05	28.20	22.01	5.36	跑赢大市
天士力	600535	43.92	0.87	1.24	1.54	50.37	35.47	28.55	6.54	跑赢大市
紫光古汉	000590	12.81	0.23	0.44	0.59	55.14	29.23	21.74	8.72	跑赢大市

资料来源：上海证券研究所；股价数据为2011年7月31日收盘价

一、发改委出手制止企业囤积中药材行为

7月，国家发改委对2010年12月前囤积党参的浙江南方药材有限公司等10户经营者，下达了价格行政执法告诫书，责令限期限价对象销售囤积药材。发改委责令其于2011年7月21日之前，按照不超过每公斤60元的价格，将储存的20多万公斤党参出售给以党参为原料并取得GMP认证的中成药制药企业。同时，发改委对2011年1月以来存有党参的44户经营者予以告诫，责令其于2011年12月31日前将储存的80多万公斤党参出售给以党参为原料并取得GMP认证的中成药制药企业。逾期未按规定销售并提交有效凭证的，将依法予以行政处罚。发改委同时要求，各地价格主管部门要切实加强对中药材市场价格监管，对当地中药材存储仓库全面摸查。同时，要加强对各存储仓库的日常检查和巡查，及时对涉嫌违法囤积中药材的货主进行提醒告诫，并对拒不改正的予以严厉处罚，严防新的囤积炒作行为发生，保持中药材价格的基本稳定。

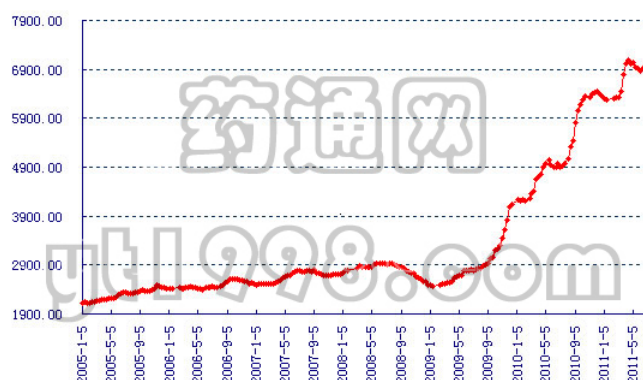
1.1 中药材价格指数高烧不退

根据药通网数据显示，近期中药材指数连创新高，8月1日达到6774.80点，近期保持在7000点附近盘整。与之对应，该指数在2009年5月时仅为2500点左右。近一个月内该指数反复冲高、回落、反弹，表明了多数药材价格短期内很难大幅回落，甚至一些品种在利好因素的支撑下，仍有继续冲高的趋势。尽管目前适逢药市销售淡季，药材销量下降，但是多数涨价药材并未出现全线下滑行情，而且有的药材价在市场实际需求拉动下或在利好的影响下价格在继续上涨，如：麦冬、栀子、孜然、僵蚕等。预计下半年整体药市行情仍将在高位震荡盘旋，而少数品种因新货上市，行情会有不小的波动，如太子参、槐米、青翘、苦杏仁等。

我们认为，供求失衡是中药材价格上涨的重要原因。从供给看，统计数据显示自2000年以来，国内中药材种植面积呈现大幅减少的局面。其次，全国大部分地区自然灾害频繁，尤其是西南旱灾，使得中药材产量逐年减少。此外，中药材种植和收割的人工成本，以及运输成本均逐年提高，直接导致了中药材贸易成本上升。从需求看，人们对中药需求的增长以及部分游资炒作现象也助推了中药材价格上涨。对于企业而言，我们认为中药产业链下游企业成本压力较大。由于中成药零售价属于政府定价范围，企业不能自行调整。因此受年初以来中药材价格大幅上涨影响，大部分中药企业今年的毛利率普遍降低，导致一季报业绩低于预期。然而，中药材的涨价利好产品多元化，

产业链完善的企业，掌握上下游资源的中药企业也可能有较好表现。

图 1 近几年中药材价格指数走势图



数据来源：药通网，上海证券研究所

1.2 党参价格上涨原因复杂

2009 年下半年以来，党参价格一路上涨，从当年 8 月的每公斤 9 元左右上涨至 2011 年 6 月的每公斤 90 元左右，涨幅达 10 倍之多。党参价格的大幅上涨，原因比较复杂，归结起来，我们认为主要原因有：1) 产地集中，易受天气影响。党参经过多年的历史价格变化，产区越来越集中，现在全国 90% 的党参主要来自甘肃陇西、渭源、临洮、岷县等县。党参种植区与其它中药材品种的种植区相比较来说是非常集中，而甘肃处于极容易发生干旱的西北地区，过去是十年九旱，长期干旱能够直接造成党参的减产，减产或增收是影响中药材价格变化的重要因素之一。因此党参出现受干旱减产的概率要明显高于其它中药材品种，党参的行情变化的根本有时候天的因素占大部。2) 中药材价格受市场影响波动较大，导致种植面积难以保证稳定。党参的种植技术和种植成本相对较高，一旦低价行情打击了药农的种植热情，产地容易形成大面积减种。08 年因新货大量上市，供大于求的矛盾使党参的价格直线回落，低迷的行情使近两年药农的减种程度较大，所以导致今年的新货量明显减少。其次近年国家大力支持西部开发，对农作物种植有一定的政策支持，目前定西地区土豆的行情较好，这在一定程度上抑制了党参种植的发展。3) 用量大，而生长周期长，使得价格容易周期性波动。党参是常用大宗药食两用的中药材品种，年用量在 3.5 万吨左右。在中药材品种中，生长周期的长短在一定程度上决定着价格周期变化的长短。党参一般采取育苗移栽的方式繁殖，生长周期为 2—3 年，价格周期一般在四、五年左右。种植面积的增加和缩减以及自然灾害的频繁影响使党参价格出现了明显的周期性变化。4) 市场关注度高。今年以来，市场囤积药材现象严重。

从育苗到栽种收获至少需要两年才能有新货大量供应市场，由此可见没有新货大量冲击的不利因素存在，加之目前药材市场的火爆，对党参的价格上涨仍有向好的因素存在。由于市场药商对党参的关注度较高，一旦出现供求矛盾或者是减产情况发生，市场反映较快，容易出现“党参热潮”，人气的聚集不可否认对涨价因素有扩大和渲染作用。

图 2 近几年党参价格走势



数据来源：中药材价格网，上海证券研究所

1.3 行政调控手段效果有待观察

我们认为此次行政调控中药材价格的效果有待观察，主要理由是：1) 产品质量难以保证。本次发改委责令党参限期限价出售，然而由于产品质量问题，个别大型药企采购热情不高。有企业表示，为了保证药材的质量和疗效，公司倾向于采购新货，不会采购 2011 年以前的旧货，且夏季酷热也不易于党参的储存。2) 抛售量不足以对价格产生明显抑制作用。本批次 1000 吨的量相对目前党参 25000 吨年用量来说影响不大。3) 受益企业有限。国内党参采购量靠前的中药制药企业主要有东阿阿胶、步长脑心通、同仁堂、九芝堂和天津药业。4) 行政手段不能完全解除企业饱受药材价格波动之苦。中药材价格的暴涨暴跌，根本原因是药材流通领域的混乱，药企只有延伸产业链，参与到中药材的生产、种植、销售、加工、储藏等环节，才能从根本上保障原材料的供应及质量，免受游资炒作之害。

二、中成药终端价格控制严格

就在这几年中药材陆续出现价格疯涨之际，中成药终端零售市场数年来都没有明显涨价。比如，浙江佐力药业生产的“乌灵胶囊”，

这个国家一类新药的批发价近年来一直维持在 16 元/盒左右。今年以来，部分中成药企业提高了产品价格，但相比中药材价格的疯狂则逊色许多。比如，桂林三金提高产品供货价，桂林西瓜霜为 6%、西瓜霜润喉片为 8%；江中制药对“江中牌健胃消食片”出厂价上调幅度不超过 10%、“复方草珊瑚含片”出厂价上调幅度不超过 5%。

因为药品关系到民生，所以国家对药价有严格限制，即使涨价，其幅度也不可能和药材相比。尤其是基本药物的价格受政府严控，不可能自主调价。而且中成药物价历来以价廉为招牌，涨价幅度过高，会流失一部分消费者。此外，中成药的竞争还处于初级阶段，主要是价格竞争。由于市场竞争激烈，同类产品众多，份额是厂商竞争的关键，因此业内涨价都比较谨慎。在原料价格不断上涨、定价又不改变的状况下，药品的质量往往会大打折扣。以复方丹参片来说，媒体曝光有的品牌只卖两三元钱，而其原料三七的价格就已经涨到 350 元/公斤，如果按一盒丹参片应有的三七剂量来算的话，两三元钱都不够三七的成本。

三、11 年上半年医药上市公司业绩增长良好

截止 2011 年 7 月 31 日，医药上市公司中已公告或预告 11 年中期业绩的公司为 74 家。其中公告增长 100%以上的为 13 家，公告增长 50%-100%的为 22 家，公告增长 0-50%的为 23 家，公告盈利的医药公司占已发布业绩公告 74 家公司的 78%，显示出行业在 2011 年上半年仍旧保持良好的增长态势。

表 1 2011 年医药行业上市公司中期业绩（2011-7-31）

净利润变动幅度	公司
100%以上	紫光古汉，ST 东盛，紫鑫药业，海南海药，ST 中源，双鹭药业，京新药业，中恒集团，华海药业，莱美药业，贵州百灵，精华制药，新华医疗
50%-100%	诚志股份，沃华医药，领先科技，华神集团，力生制药，昆明制药，鱼跃医疗，浙江震元，汤臣倍健，上海凯宝，翰宇药业，科伦药业，振东制药，康恩贝，通策医疗，海正药业，恩华药业，永安药业，太安堂，爱尔眼科，沃森生物，天士力
0-50%	海翔药业，华邦制药，科华生物，达安基因，天康生物，独一味，桂林三金，奇正藏药，信立泰，众生药业，仙琚制药，亚太药业，誉衡药业，嘉事堂，尚荣医疗，益盛药业，信邦制药，新和成，上海莱士，汉森制药，九安医疗，嘉应制药

-50%-0	千红制药, 华兰生物, 亚宝药业, 海普瑞, 南京医药, 华北制药
-100%- -50%	国农科技, *ST 威达, 东北制药, 鑫富药业, 天茂集团, 莱茵生物, ST 四环, 普洛股份, *ST 吉药

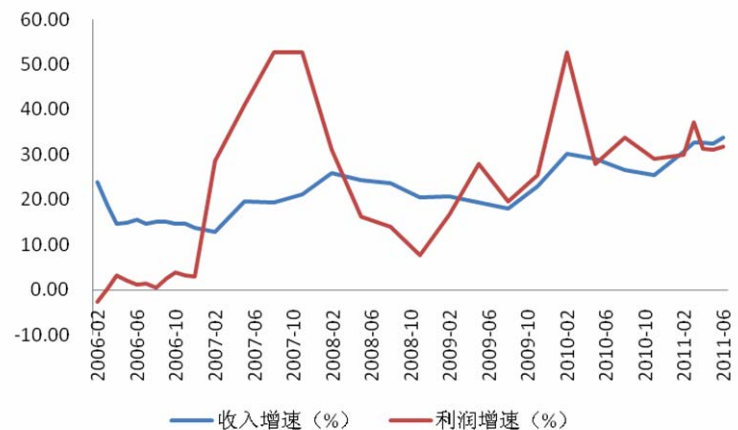
数据来源: Wind, 上海证券研究所

四、中药行业经济数据跟踪

4.1 2011 年上半年中药行业收入、利润保持快速增长

2011 年 1-6 月, 中药行业实现产值 1470 亿元, 同比增长 33.82%; 实现利润 149 亿, 同比增长 31.85%。随着 08 年底全球金融危机的爆发, 历来以表现稳健著称的中成药行业也经历了行业低谷, 行业的收入和利润同比增速迅速降至 10% 以下。而进入 09 年, 行业的收入和利润同比增速迅速恢复至 20% 左右的平均水平。10 年下半年起, 行业收入和利润增速则维持在 25%-30% 左右, 显示了中成药行业刚性需求、稳健增长的特性。然而, 受上游成本压力, 行业的利润增速勉强维持与收入增速保持同步。我们认为, 除非监管部门放行药价, 否则行业的利润增速将显著下降。

图 3 近年中药行业收入与利润增速



数据来源: Wind, 上海证券研究所

4.2 企业提升管理效率应对毛利率压力

从毛利率看, 中药行业毛利率近年来基本维持在 30% 以上的较高水平。然而分月份看, 中药行业的毛利率水平呈现下降的趋势, 去年 11 月以来各季毛利率分别为 34.23%、33.37% 和 31.58%。毛利逐季下降显示了上游原材料 (主要为中药材) 在 10 年掀起的价格上涨, 以

及药品价格受国家调控而处于下降趋势的双重压力下,对行业的毛利率造成巨大压力。从成本费用利润率(即利润总额与成本、费用总额的比率)看,近年来却保持了基本稳定,2011 年至今基本维持在 11% 左右,显示了各企业在竞争压力下,努力控制成本费用率,以抵消毛利率下降的影响。我们分析中药行业近年来的三费变化情况,除财务费用变化较大外,营业费用、管理费用均稳定在 20% 左右的增速,三费的增速均低于收入增长且呈下降趋势。显示在毛利率处于下降通道的大背景下,各大药企除了积极开拓市场,也加强了对内部管理的重视,“管理提升增效益”成为了行业的共识。2011 年,随着医药行业结构调整的进一步深入,医药企业在充分享受行业规模扩大的同时,行业的集中度也在增加,预计企业的成本费用率将保持平稳,利润率有望稳步上扬,医药行业整体运营效率正在提升。

图 4 近年中药企业毛利率变化

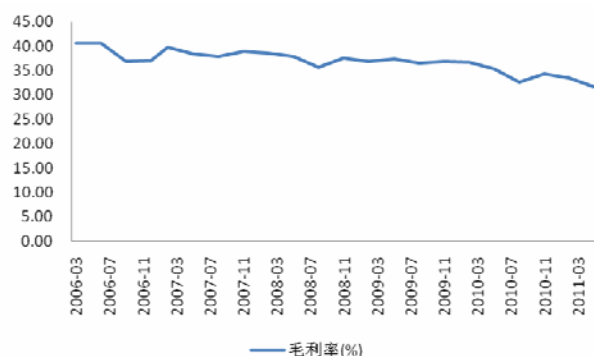
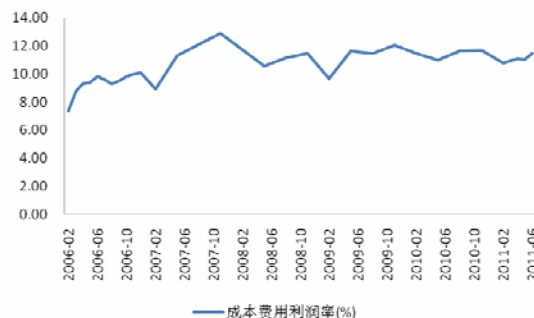


图 5 近年中药企业成本费用利润率变化



数据来源: 国家统计局, 上海证券研究所

数据来源: 国家统计局, 上海证券研究所

图 6 近年中药行业三费变化



数据来源: Wind, 上海证券研究所

五、7 月中药行业市场表现综述

5.1 近六个月中药指数跑赢沪深 300 指数 5.45 个百分点

由于通胀预期和流动性逐步收紧等因素，大盘从 2010 年 11 月起开始震荡向下，而中药行业由于估值过高也掉头相向下，随同大盘开始调整。由于中药行业在 2010 年上半年涨幅过大，提前透支了业绩增长的利好，而 2010 年实际的业绩增速低于预期，加上中药材价格高企，导致中药行业近半年来调整幅度比较深。然而，发改委出手调控中药材价格，短期内改变了市场对于药材价格的预期，7 月中药指数跑赢沪深 300 指数 8.71 个百分点。以六个月为区间统计，中药指数跑赢沪深 300 指数 5.45 个百分点。

图7 近6个月中药指数走势图

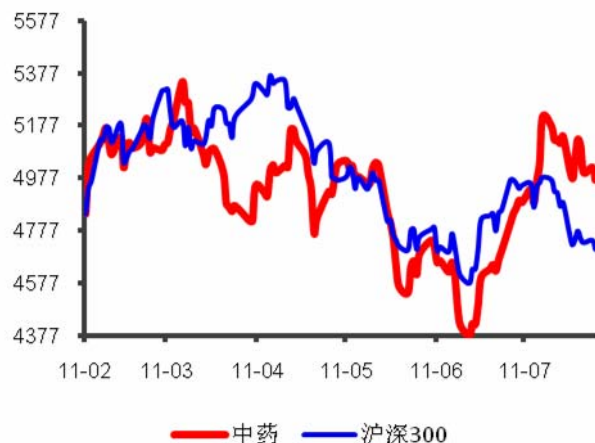
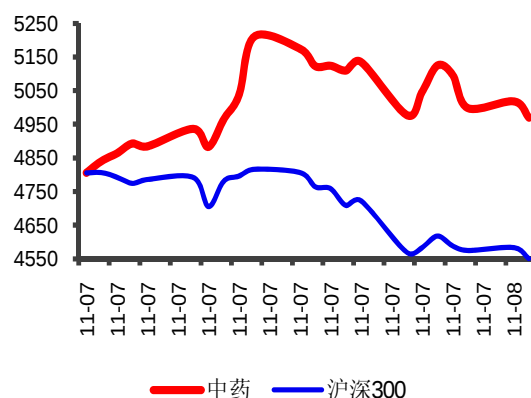


图 8 近 1 个月中药指数走势图



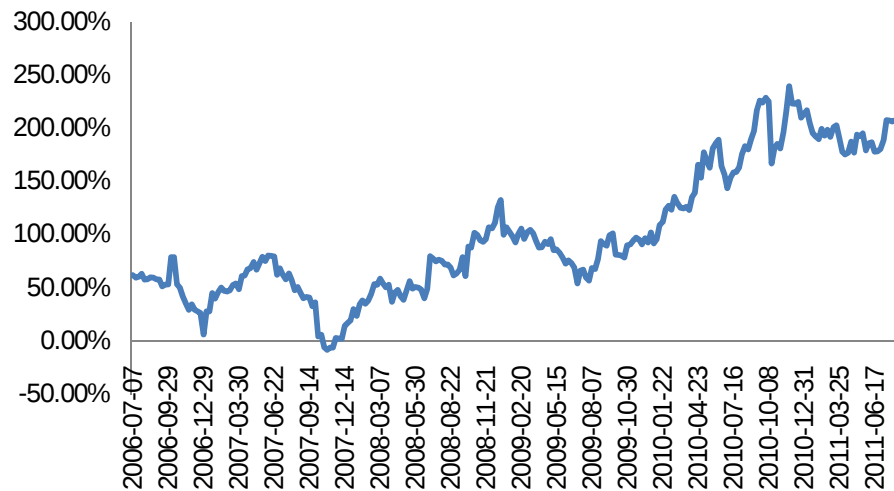
数据来源: Wind, 上海证券研究所

数据来源: Wind, 上海证券研究所

5.2 行业 PE 估值溢价稍有缓解

中药行业的 PE 估值相对于沪深 300 的 PE 估值溢价率从 2009 年年末开始逐渐攀升，并从 2010 年 4 月初起加速上扬，其间虽然经过几轮调整，但 PE 估值溢价率仍不断创出新高，在 2010 年 11 月达到最大值 240%。虽然经过近期的调整，但是溢价率仍在 207% 左右。我们认为，短期看中药行业 PE 估值高溢价虽然稍有缓解，但不排除未来存在进一步下调的风险。

图 9 近年来中药行业 PE 估值相对沪深 300 PE 估值溢价率 (%)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

六、8 月行业评级、策略及重点股票

6.1 未来六个月内，维持中药行业“中性”评级

中药行业是我国政府重点扶持的行业，并且受益于中药保护等政策的推出，行业未来增长态势良好。但是由于预期该行业将会成为药品降价的重灾区，而受累于上游原材料的价格暴涨，中成药企业面临毛利率下降压力，导致中药行业在近期出现了大幅调整。同时，行业估值目前仍处于较高位置。我们认为，中药板块内部将面临分化，维持中药行业“中性”评级。

6.2 建议关注受益政策利好、业绩增长超预期的个股

我们建议重点关注：1) 具备产业升级概念的中药企业，比如，中药现代化（天士力、康缘药业），产业转型（羚锐制药）；2) 不受药品价格严控的保健品生产企业（紫光古汉）；3) 拥有完整产业链的企业（紫鑫药业）。

七、风险提示

1、由于基本药物制度的实施有赖政府的投资，补偿机制还将细

化至地方政府，相关上市公司的盈利存在不确定性。

2、医药产品的价格存在进一步下降空间，将会影响相关企业的盈利。

附表 1 医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
			10A	11E	12E	10A	11E	12E		
马应龙	600993	19.50	0.37	0.57	0.72	52.77	34.41	26.91	5.99	跑赢大市
云南白药	000538	61.10	1.33	1.78	2.33	45.80	34.34	26.25	9.14	跑赢大市
片仔癀	600436	72.62	1.39	1.66	2.15	52.37	43.62	33.82	9.23	跑赢大市
仁和药业	000650	15.79	0.35	0.50	0.64	45.33	31.34	24.66	10.46	跑赢大市
康缘药业	600557	16.36	0.43	0.58	0.74	38.31	28.20	22.01	5.53	大市同步
华润三九	000999	18.66	0.83	1.05	1.29	22.39	17.82	14.43	4.12	跑赢大市
天士力	600535	43.92	0.87	1.24	1.54	50.37	35.47	28.55	6.54	跑赢大市
同仁堂	600085	17.07	0.26	0.32	0.40	64.76	53.24	43.03	6.60	大市同步
江中药业	600750	29.29	0.84	0.90	1.23	34.89	32.70	23.88	5.07	跑赢大市
康美药业	600518	14.81	0.33	0.50	0.67	45.51	29.34	22.22	3.79	跑赢大市
健康元	600380	9.22	0.56	0.68	0.84	16.41	13.61	11.01	3.04	大市同步
昆明制药	600422	14.27	0.27	0.44	0.63	52.39	32.51	22.77	5.96	跑赢大市
金陵药业	000919	8.55	0.38	0.51	0.55	22.36	16.76	15.55	2.16	跑赢大市
天坛生物	600161	18.53	0.34	0.44	0.49	54.60	42.60	38.09	8.53	跑赢大市
科华生物	002022	13.95	0.46	0.56	0.68	30.49	24.98	20.38	7.25	跑赢大市
达安基因	002030	10.01	0.16	0.22	0.31	61.48	44.89	32.66	7.98	大市同步
海王生物	000078	9.44	0.07	0.11	0.17	131.99	85.82	55.53	8.04	跑赢大市
通化东宝	600867	8.57	0.23	0.39	0.24	37.30	21.87	35.99	3.83	大市同步
哈药股份	600664	16.85	0.70	1.05	1.21	24.07	16.12	13.87	3.99	大市同步
恒瑞医药	600276	32.50	0.64	0.82	1.04	50.45	39.60	31.26	10.00	跑赢大市
双鹤药业	600062	26.98	0.91	1.16	1.43	29.66	23.22	18.88	3.80	跑赢大市
华东医药	000963	26.35	0.73	0.95	1.20	36.05	27.65	21.95	9.23	跑赢大市
天药股份	600488	8.13	0.17	0.22	0.29	48.59	36.65	28.15	2.75	跑赢大市
新华医疗	600587	33.79	0.45	0.74	1.06	75.24	45.64	31.81	6.31	跑赢大市
美罗药业	600297	9.28	0.04	0.25	0.46	235.31	37.71	20.19	4.04	跑赢大市
紫光古汉	000590	12.81	0.23	0.44	0.59	55.16	29.23	21.74	8.72	跑赢大市

资料来源：上海证券研究所；股价数据为 2011 年 7 月 31 日收盘价

分析师承诺

分析师 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。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

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。

免责声明

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，任何机构和个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。