



中报总结：继续看好中药

增持 维持

投资要点：

- 医药行业中报业绩整体环比下降，毛利率下滑。
- 医疗器械行业增速加快。
- 继续看好中药子行业

报告摘要：

- **行业业绩环比下降，但仍维持在较快水平。**行业内 170 家医药类上市公司共计实现营业收入 2032.06 亿元及净利润 180.49 亿元，同比增长 21.23% 和 19.39%，增速基本维持去年的水平，二季度营收和净利润同比增长 21.41% 和 22.30%，但环比增速下降到 2.99%、-2.19%，低于以往年度。主要原因是国家对部分医保药价的限制和招标竞争导致药价的下降。但考虑到去年有“前高后低”的趋势，我们认为今年整体增速不会太慢，全年营业收入和利润同比增速预计在 20% 和 23%。
- **毛利率下滑，费用率稳定。**上半年毛利率明显下滑（近 2 个百分点），但由于费用率方面得到控制，三项费用率均明显下降，整体净利率变化不大，但扣非之后的净利润率下滑较明显，同时现金盈余比率等指标恶化。
- **医疗器械子行业增速加快。**医疗器械、原料药、中药和医药商业营收增速较快，中药、医疗器械和化学制剂增速加快。医疗服务、医疗器械行业净利润增速均超过 40%，远高于其他子行业，而净利润增速加快的行业仅有医疗器械行业。
- **继续看好中成药子行业。**国内中药类上市公司一般拥有多个基药或医保品种以及独家品种，竞争中价格限制较小，并有较高的壁垒，从而在长期有一个较好的发展环境。另外，我们认为中药行业部分企业将面临利润的拐点性机会。今年 6 月以来，中药材价格开始回落，预计下半年继续盘整回落的概率较大，考虑到中药企业的存货周期，毛利率将会在四季度开始反弹，营收的加速将使得行业的净利润增速迎来拐点。
- **投资建议。**建议关注：拥有独家品种的中成药企业，尤其是主要产品为心脑血管病的公司，推荐**天士力、贵州百灵、昆明制药**；受中药材涨价影响较大未来有望随药材价格回落出现拐点机会的企业如**华润三九**，以及高端新药研发驱动型企业如**信立泰**等。

医药研究组

分析师

吴 洋 (S1180511080005)

电话： 010-88085967

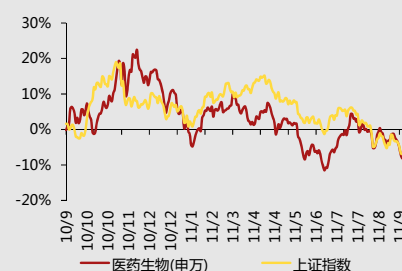
Email: wuyang@hysec.com

孙伟娜 (S1180511010011)

电话： 010-88085269

Email: sunweina@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数 (家)	177
总市值 (亿元)	12059.51
流通市值 (亿元)	8471.04

相关研究

宏源证券*行业研究*医药行业覆盖公司中报前瞻**医药行业 2011.7

宏源证券*行业研究*2011 年二季度投资策略报告: 重点关注低估值的白马股*医药行业 2011.4

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*医药行业 2010.12

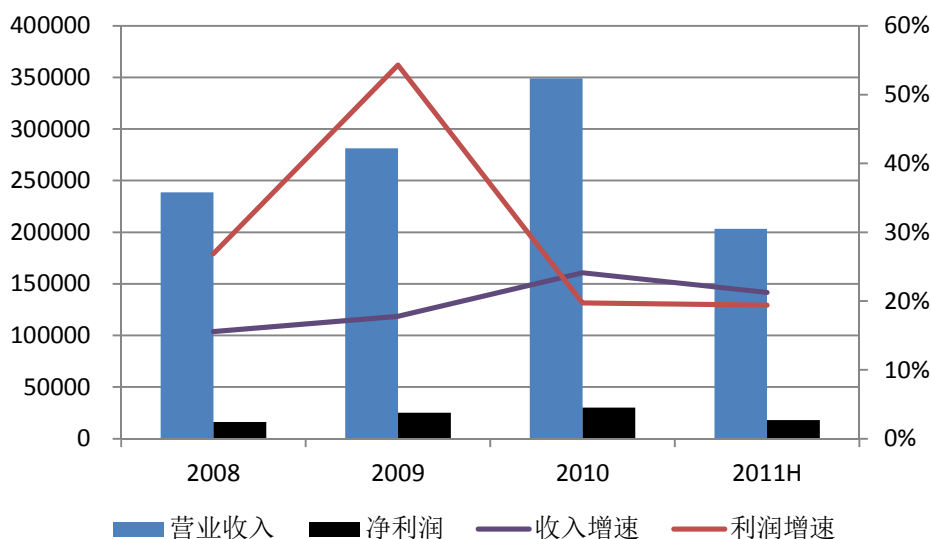
图表目录

图 1: 医药行业上市公司经营情况 (百万元)	3
图 2: 季度营业收入变化 (百万)	3
图 3: 季度净利润变化 (百万)	4
图 4: 季度净利润率变化.....	5
图 5: 季度费用率变化.....	5
图 6: 子行业营收增速比较.....	6
图 7: 扣非后净利润增速比较.....	6
图 8: 子行业营收增速比较.....	6
图 9: 扣非后净利润增速比较.....	6
图 10: 毛利率横向对比.....	6
图 11: 期间费用率横向对比.....	6
图 12: 中药材价格指数.....	7
图 13: A 股各行业涨跌幅对比 (2011.1.1—2011.9.9)	8
图 14: A 股行业市值对比.....	8
图 15: 医药板块与全部 A 股 PE 对比 (TTM)	9
图 16: 医药板块相对 A 股估值溢价率	9
图 17: 全部 A 股行业动态 PE—PB 估值图	9
表 1: 行业财务数据 (亿元)	4
表 2: 重点关注上市公司半年报情况.....	5

一、半年报综述

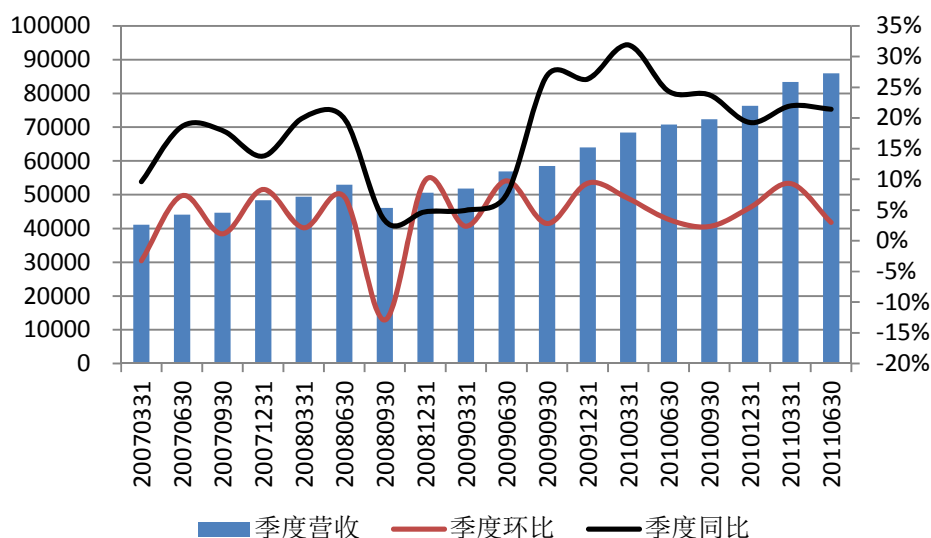
2011 年半年报公布后，我们对行业内 170 家医药类上市公司进行统计分析，共计实现营业收入 2032.06 亿元及净利润 180.49 亿元，同比增长 21.23% 和 19.39%，增速基本维持去年的水平，季度数据显示二季度营收和净利润同比增长 21.41% 和 22.30%，但环比增速下降到 2.99%、-2.19%，低于以往年度。主要原因是国家对部分医保药价的限制和招标竞争导致药价的下降。但考虑到去年有“前高后低”的趋势，我们认为今年整体增速不会太慢，全年营业收入和利润同比增速预计在 20% 和 23%。

图 1：医药行业上市公司经营情况（百万元）



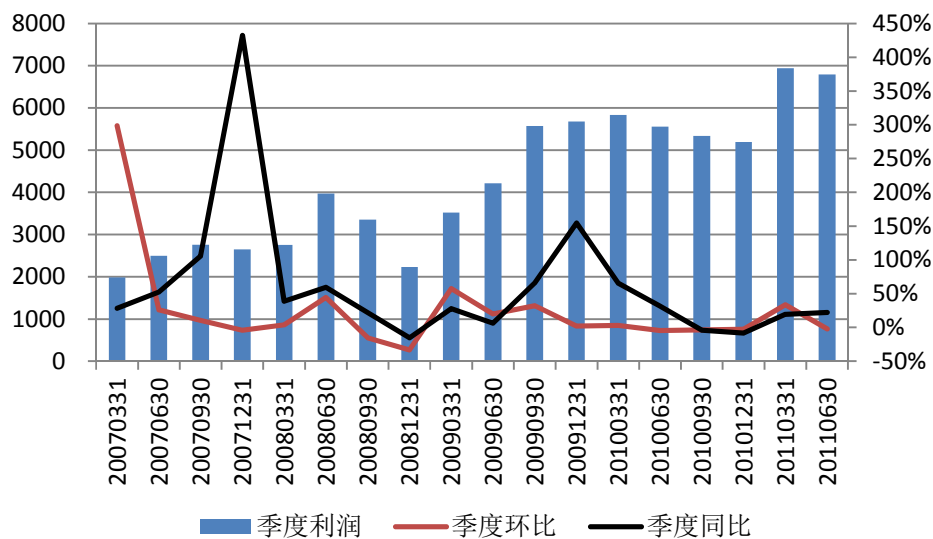
资料来源：WIND、宏源证券

图 2：季度营业收入变化（百万）



资料来源：WIND、宏源证券

图 3: 季度净利润变化 (百万)



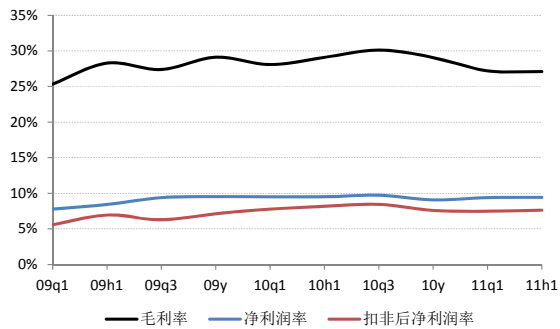
资料来源: WIND、宏源证券

从上市公司财务数据方面看, 2011 年上半年毛利率明显下滑, 平均毛利率同比下滑近 2 个百分点, 到 27.10%, 但由于费用率方面得到控制, 三项费用率均明显下降, 整体净利率变化不大, 但扣非之后的净利润率下滑较明显。另外, 经营性现金流量比率大幅下降, 盈利现金比率下降到 0.35 的水平, 预示盈利的质量不高, 主要原因来自存货和应收账款的增加。

表 1: 行业财务数据 (亿元)

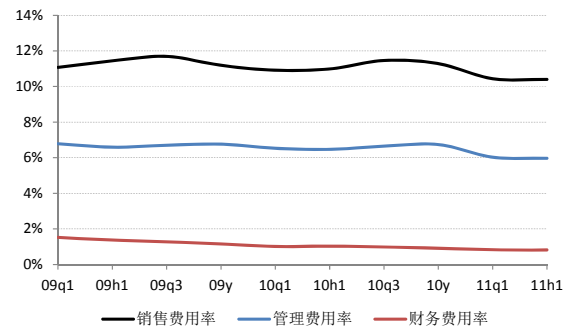
财务比率	09q1	09h1	09q3	09y	10q1	10h1	10q3	10y	11q1	11h1
营业总收入	565.68	1194.72	1860.52	2794.28	813.28	1660.63	2359.39	3451.70	984.55	2008.67
营业成本	405.61	846.56	1307.66	1980.69	575.89	1173.19	1648.97	2448.60	716.81	1464.40
毛利率	25.34%	28.29%	27.38%	29.12%	28.07%	29.08%	30.11%	29.06%	27.19%	27.10%
销售费用率	11.07%	11.44%	11.69%	11.19%	10.92%	10.98%	11.46%	11.29%	10.44%	10.40%
管理费用率	6.79%	6.59%	6.70%	6.76%	6.53%	6.47%	6.65%	6.74%	6.03%	5.97%
财务费用率	1.52%	1.38%	1.27%	1.16%	1.01%	1.03%	0.98%	0.92%	0.82%	0.82%
利润总额	9.38%	10.05%	11.37%	11.35%	11.40%	11.33%	11.59%	10.78%	11.33%	11.30%
所得税	1.60%	1.62%	1.97%	1.83%	1.87%	1.84%	1.86%	1.71%	1.94%	1.86%
净利润率	7.78%	8.43%	9.39%	9.52%	9.53%	9.49%	9.73%	9.07%	9.39%	9.43%
扣非后净利润率	5.57%	6.95%	6.28%	7.12%	7.78%	8.17%	8.45%	7.59%	7.49%	7.63%
CFO	8.99%	11.15%	8.88%	10.21%	2.68%	5.98%	5.95%	6.94%	-0.41%	3.34%
盈利现金比率	1.16	1.32	0.95	1.07	0.28	0.63	0.61	0.76	-0.04	0.35
存货周转率	1.11	2.24	3.42	4.62	1.25	2.44	3.54	4.66	1.18	2.34
应收账款周转率	1.64	3.36	4.98	7.93	1.91	3.79	5.26	8.15	1.84	3.63

图 4: 季度利润率变化



资料来源: WIND、宏源证券

图 5: 季度费用率变化



资料来源: WIND、宏源证券

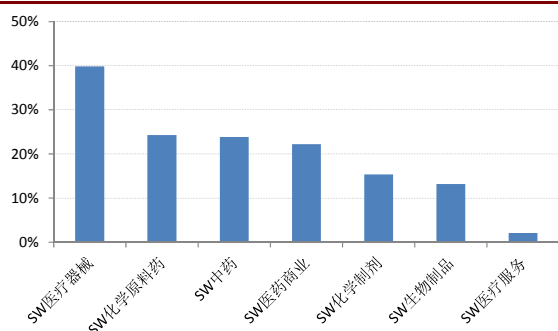
表 2: 重点关注上市公司半年报情况

证券简称	收盘价	营收增速	扣非净利润	2011E	2012E	2013E	11PE	12PE	13PE	评级
华润三九	20.26	23.98%	6.67%	0.86	1.12	1.42	24	18	14	买入
信立泰	37.35	9.45%	8.82%	1.18	1.62	2.12	32	23	18	买入
天士力	42.48	39.36%	51.58%	1.29	1.68	2.11	33	25	20	买入
贵州百灵	18.85	41.17%	119.14%	0.67	0.95	1.19	28	20	16	买入
红日药业	26.68	87.67%	25.87%	0.82	1.15	1.35	33	23	20	买入
昆明制药	14.98	27.92%	69.58%	0.44	0.60	0.79	34	25	19	买入
上海凯宝	26.80	67.60%	85.63%	0.68	0.87	1.14	39	31	24	增持
智飞生物	30.75	-5.54%	-26.96%	0.71	0.91	1.28	43	34	24	增持
鱼跃医疗	26.38	40.17%	60.90%	0.62	0.91	1.29	43	29	20	增持
华海药业	15.62	108.97%	193.47%	0.36	0.47	0.68	43	33	23	增持
乐普医疗	18.76	22.57%	25.38%	0.64	0.85	1.05	29	22	18	增持
安科生物	13.57	8.91%	-21.23%	0.28	0.28	0.35	48	48	39	增持
阳普医疗	12.25	55.22%	16.49%	0.30	0.38	0.46	41	32	27	增持
云南白药	60.25	12.70%	28.42%	1.76	2.31	2.97	34	26	20	增持
同仁堂	15.49	25.85%	27.01%	0.39	0.51	0.64	40	30	24	增持
信邦制药	15.30	5.55%	22.77%	0.29	0.38	0.53	53	40	29	增持
马应龙	18.89	19.38%	24.87%	0.60	0.80	1.04	31	24	18	增持
爱尔眼科	22.88	57.63%	66.54%	0.66	0.98	1.41	35	23	16	增持
莱美药业	20.38	50.15%	53.19%	0.43	0.59	0.70	47	35	29	增持
福瑞股份	14.47	0.62%	-0.57%	0.45	0.49	0.54	32	30	27	增持
汉森制药	23.72	16.23%	7.66%	0.46	0.54	0.64	52	44	37	中性
康恩贝	11.51	8.43%	28.11%	0.43	0.48	0.61	27	24	19	中性

二、行业比较

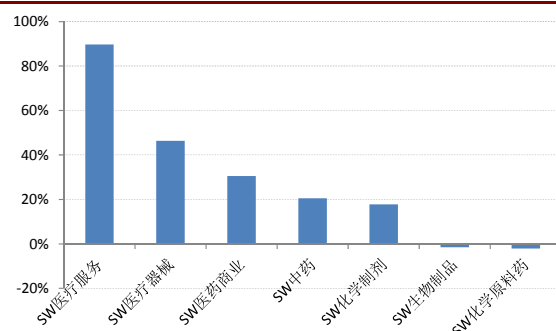
医疗器械、原料药、中药和医药商业营收增速明显超过其他子行业，而医疗服务、医疗器械行业净利润增速均超过 40%，远高于其他子行业。纵向比较，我们发现，营收增速加快的子行业有中药、医疗器械和化学制剂，而净利润增速加快的行业仅有医疗器械行业。从毛利率水平看，除医疗服务外，其他子行业毛利率均有下滑，其中化学原料药行业下滑最为显著，期间费用率基本稳定。但医疗服务和生物行业略有上升。

图 6：子行业营收增速比较



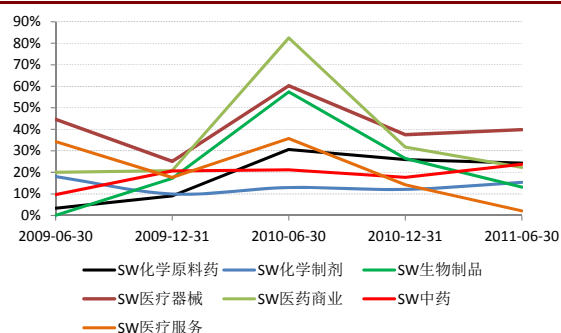
资料来源：WIND、宏源证券

图 7：扣非后净利润增速比较



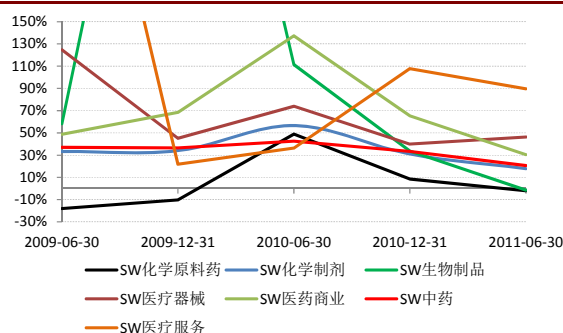
资料来源：WIND、宏源证券

图 8：子行业营收增速比较



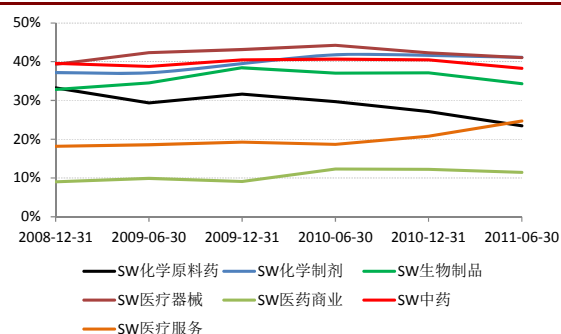
资料来源：WIND、宏源证券

图 9：扣非后净利润增速比较



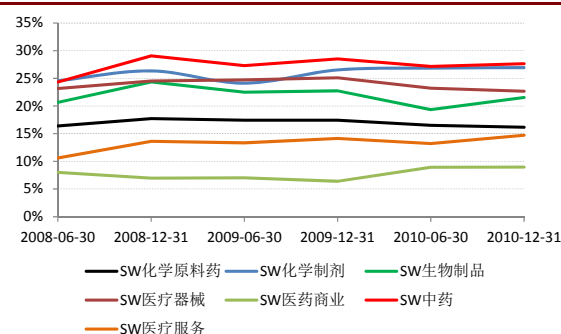
资料来源：WIND、宏源证券

图 10：毛利率横向对比



资料来源：WIND、宏源证券

图 11：期间费用率横向对比



资料来源：WIND、宏源证券

如在之前的报告中提到的，我们继续看好中药子行业。

国内中药类上市公司一般拥有多个基药或医保品种以及独家品种，相对化学药在竞争中价格限制较小，细分领域集中度更强，并能通过品牌实力或者中药保护等手段建立较高的壁垒，从而获得一个长期较好的发展环境。同时由于中药的特点，在心血管药物、抗肿瘤药物等领域，中药都能充分发挥其多靶点的作用，市场的规模和前景都很可观。

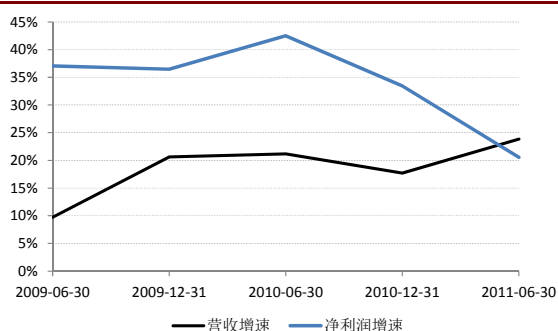
另外，我们认为中药行业部分企业将面临利润的拐点性机会。今年6月以来，中药材价格开始回落，价格指数下跌幅度约15%，预计下半年继续盘整回落的概率较大，考虑到中药企业的存货周期，毛利率将会在四季度开始反弹，同时营收的加速将使得行业的净利润增速迎来拐点。

图 12: 中药材价格指数



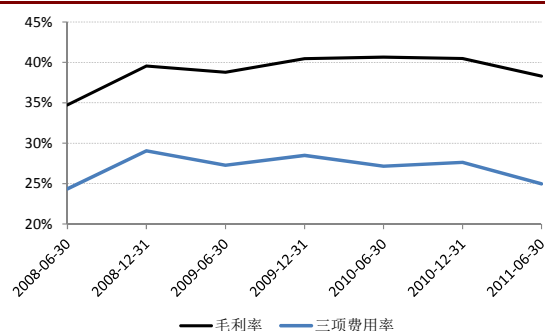
资料来源：中药材天地网、宏源证券

图 13: 中药子行业收入与利润增速



资料来源：WIND、宏源证券

图 14: 中药子行业利润率情况



资料来源：WIND、宏源证券

三、估值水平

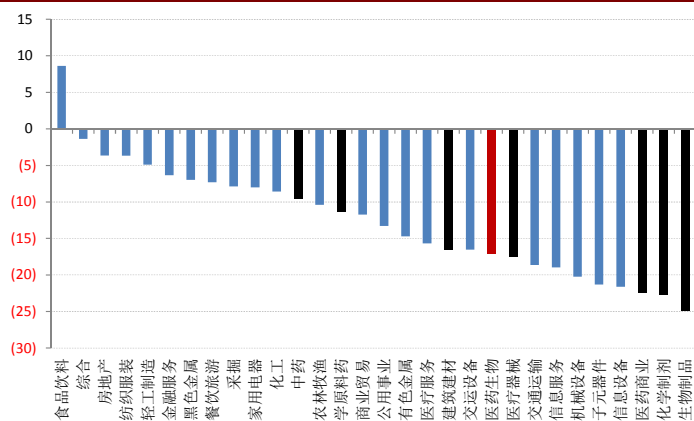
2010 年底以来，医药板块在药价下降和抗生素限制等政策风险影响以及中药材、人力成本等原料成本价格上涨的压力下，出现了较大幅度的调整，17.07%的跌幅也处于各行业前列，而同期上证指数仅下跌了 11.01%，抗周期的特性并没表现出来。

子行业中，跌幅由小到大依次为中药（-9.57%）、化学原料药（-11.27%）、医疗服务（-15.68%）、医疗器械（-17.48%）、医药商业（-22.32%）、化学制剂（-22.61%）、生物制品（-24.81%）。

目前医药行业 TTM 动态市盈率为 34.49X，相对于全部 A 股 14.87X 的水平，溢价率仍高达 132%，尽管相对于最高点有所下降，但仍处于历史高位。

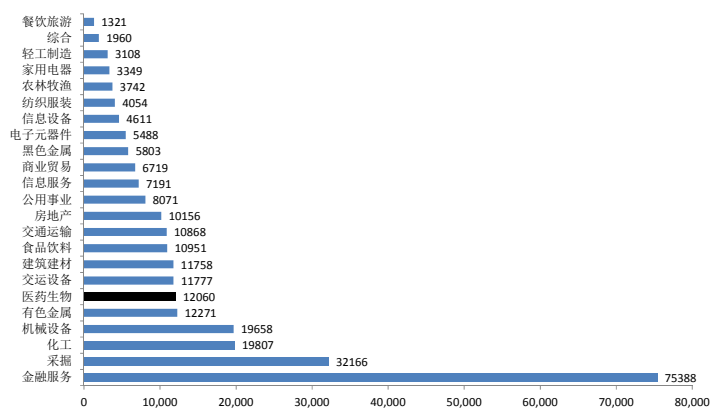
从医药板块自身的绝对 PE 来看，仍处于历史中等水平，而且由于行业的高增长，随着估值下移，医药股的估值将更趋合理，但超高的估值溢价率使得医药板块难以获得较大的相对收益。

图 15: A 股各行业涨跌幅对比（2011.1.1—2011.9.9）



资料来源: WIND、宏源证券

图 16: A 股行业市值对比



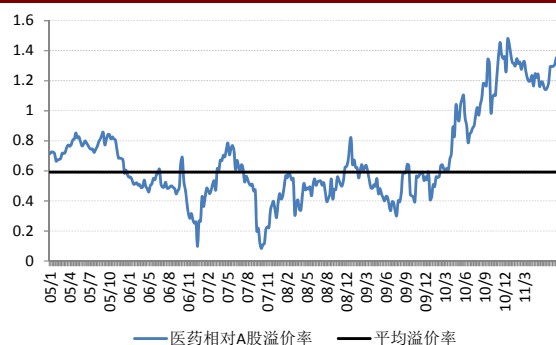
资料来源: WIND、宏源证券

图 17: 医药板块与全部 A 股 PE 对比 (TTM)



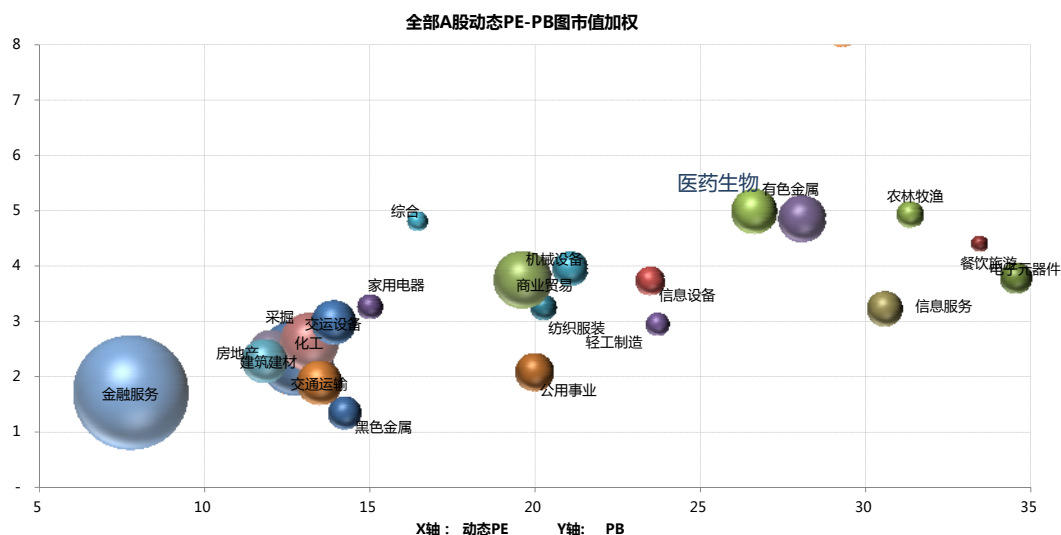
资料来源: WIND、宏源证券

图 18: 医药板块相对 A 股估值溢价率



资料来源: WIND、宏源证券

图 19: 全部 A 股行业动态 PE—PB 估值图



资料来源: WIND、宏源证券

四、投资建议

结合目前医药行业的估值水平,我们建议继续维持行业的增持评级。重点关注:

拥有独家品种的中成药企业,尤其是心脑血管药物为主要产品的公司,推荐**天士力**、**贵州百灵**、**昆明制药**;

受中药材涨价影响较大未来有望随药材价格回落出现拐点机会的企业如**华润三九**;

高端新药研发驱动型企业如**信立泰**;

分析师简介:

孙伟娜: 宏源证券医药行业分析师, 清华大学工学博士, 3 年医药行业研究经验。主要研究覆盖公司: 贵州百灵、汉森制药、天士力、同仁堂、马应龙、福瑞股份、片仔癀、精华制药、红日药业、莱美药业等。

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 年医药行业研究经历。主要研究覆盖公司: 上海凯宝、华润三九、昆明制药、信立泰、华海药业、鱼跃医疗、乐普医疗、智飞生物、安科生物等。

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	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@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。