



行业增速放缓，估值仍需修复

增持 维持

投资要点:

- 利润率下降导致利润增速下滑。
- 绝对估值已渐合理、等待相对估值修复。
- 行业难有整体性机会，继续看好中成药子行业。

报告摘要:

- **利润率下降导致利润增速下滑。**上半年行业收入同比增长 30%，属于较快的水平，但利润增速仅为 20.67%，近年来最低。巨大反差的主要原因是利润率的下滑，受药价调整以及成本的涨价影响，毛利率和销售利润率均步入下降的通道，预计 4 季度还会继续降低，中期看利润增速也会维持在较低水平。上市公司中报基本与行业同步，毛利率也有明显下滑。
- **继续等待估值修复。**今年医药行业经历了较大的调整，累计 23.23% 的跌幅位居各行业前列，同期上证指数仅下跌了 12.05%。行业动态 PE 为 24.81X，已较为合理，但相对于大盘 12.15X 的水平，溢价率为 104%，仍较高。大盘整体估值中枢的下移压制了医药股的估值和股价。从这个层面上看，短期还难有脱离大盘的板块性机会，仍需要耐心等待估值的修复。
- **行业难有整体板块性机会。**短期看，板块的走势主要受年报业绩和政策预期影响。考虑到去年利润增速前高后低的趋势，全年利润增速会略有回升，预计在 23% 左右，但业绩超预期的公司不会多。降价等政策对上市公司业绩有一定影响，但市场预期并未到最坏的地步，后续政策的推出可能再次刺激市场的神经，即便没有更严厉的后续政策，预期也始终是对行业有一个压制，行业难有整体板块机会和超额收益，结合目前医药行业的估值水平，我们维持行业的增持评级，未来的行情个股分化将加剧。
- **看好中成药子行业，**尤其是拥有独家品种企业。这些企业有较强的定价权和竞争壁垒，受药价调控影响很小，在政府扶持有较好的长期发展环境；随着中药材价格的回落，中成药毛利率将逐渐稳定，部分企业将面临利润的拐点性机会。建议关注：拥有独家品种的中成药企业，推荐天士力、贵州百灵、佐力药业、昆明制药；以及目前估值较低并有望出现业绩拐点机会的企业如华润三九、信立泰等。

医药研究组

分析师

吴 洋 (S1180511080005)

电话: 010-88085967

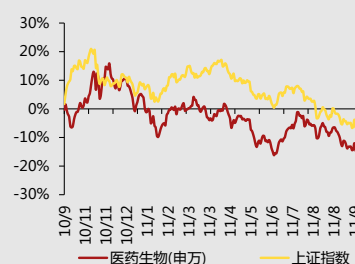
Email: wuyang@hysec.com

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: 医药制药业销售收入及增速	4
图 2: 医药制药业利润总额及增速	4
图 3: 医药制药业季度销售收入及增速	4
图 4: 医药制药业季度利润总额及增速	4
图 5: 医药制药业毛利率及净利率季度数据	4
图 6: 医药制药业费用率情况	4
图 7: 中成药行业毛利率和净利率情况	5
图 8: 中药饮片行业毛利率和净利率情况	5
图 9: 化学原料药行业毛利率和净利率情况	5
图 10: 化学制剂行业毛利率和净利率情况	5
图 11: 生物制品行业毛利率和净利率情况	5
图 12: 卫生材料行业毛利率和净利率情况	5
图 13: 医药品出口金额及增速	6
图 14: 医药品出口量及增速	6
图 15: 主要医药品出口金额增速对比	6
图 16: 医药行业上市公司经营情况 (百万元)	7
图 17: 季度营业收入变化 (百万)	7
图 18: 季度净利润变化 (百万)	7
图 19: 季度利润率变化	7
图 20: 季度费用率变化	7
图 21: 子行业营收增速	8
图 22: 子行业净利润增速	8
图 23: 毛利率横向对比	8
图 24: 期间费用率横向对比	8
图 25: A 股各行业涨跌幅对比 (2011.1.1—2011.9.9)	9
图 26: A 股各行业动态 PE—PB 估值图	9
图 27: 医药板块与全部 A 股 PE 对比 (TTM)	9
图 28: 医药板块相对 A 股估值溢价率	9
图 29: 中药材综合 200 指数	10
图 30: 成都中药材价格指数	10
图 31: 中药子行业收入与利润增速	11
图 32: 中药子行业利润率情况	11
图 33: 化学原料药销售收入及增速	14
图 34: 化学原料药利润总额及增速	14
图 35: 化学药品制剂销售收入及增速	14
图 36: 化学药品制剂利润总额及增速	14
图 37: 中成药销售收入及增速	14
图 38: 中成药利润总额及增速	14
图 39: 中药饮片销售收入及增速	14
图 40: 中药饮片利润总额及增速	14
图 41: 生物生化制品销售收入及增速	15
图 42: 生物生化制品利润总额及增速	15

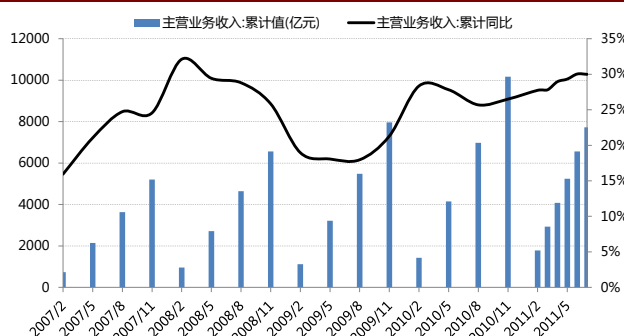
图 43: 卫生材料及医药用品销售收入及增速.....	15
图 44: 卫生材料及医药用品利润总额及增速.....	15
图 45: 兽药销售收入及增速.....	15
图 46: 兽药利润总额及增速.....	15
 表 1: 重点关注上市公司半年报及估值情况.....	 16

一、行业利润增速放缓，利润率下滑

正如我们此前年度策略时的判断，今年上半年医药行业毛利率持续降低，主要原因是新医改前后三次对药价进行调整以及中药材价格的暴涨和人力等其他成本上升等因素，受毛利率下降的拖累，销售利润率也步入下降的通道。

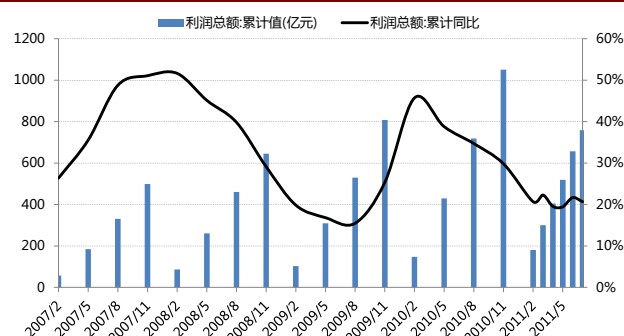
2009年新医改以来，行业收入增速稳步上升，今年1-7月，行业实现主营收入7721亿元，同比增长30%，属于历史上增长最快的时期，但利润增速却一路下滑，仅为20.67%，处于近几年最低的水平，造成收入、利润增长巨大反差的主要原因是利润率的下滑，再加上基本药物招标体系混乱、GMP标准的提高、抗菌素的限用等因素导致企业增收不增利。

图 1：医药制药业销售收入及增速



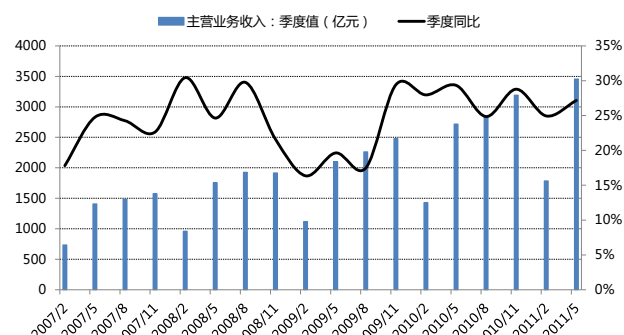
资料来源：Wind、宏源证券

图 2：医药制药业利润总额及增速



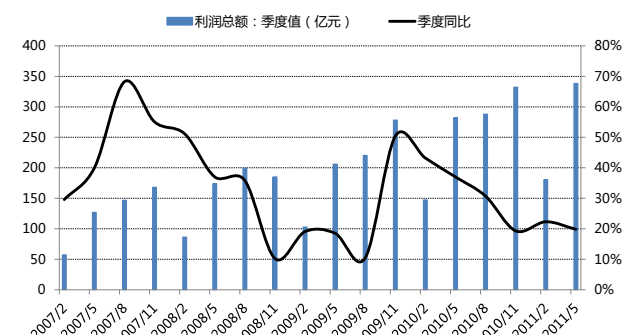
资料来源：Wind、宏源证券

图 3：医药制药业季度销售收入及增速



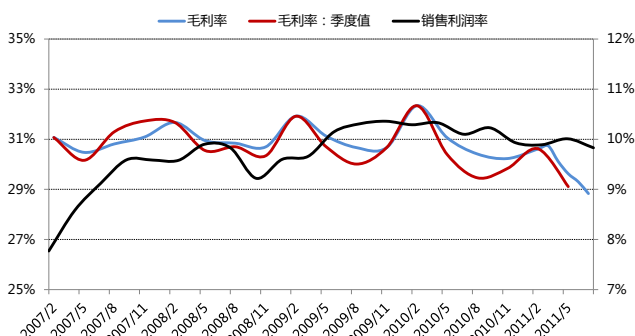
资料来源：Wind、宏源证券

图 4：医药制药业季度利润总额及增速



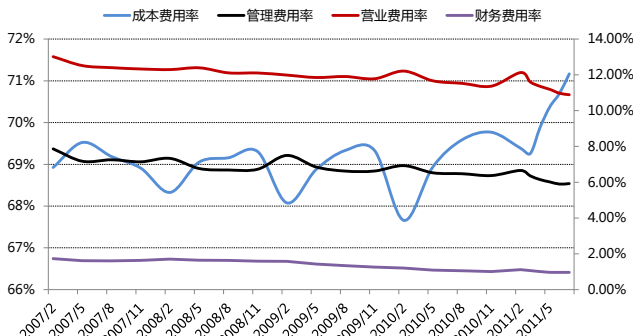
资料来源：Wind、宏源证券

图 5：医药制药业毛利率及净利率季度数据



资料来源：Wind、宏源证券

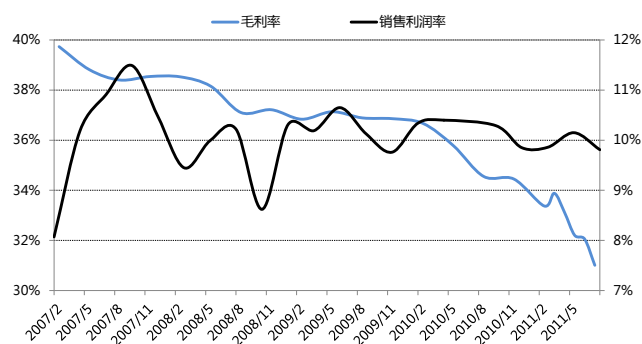
图 6：医药制药业费用率情况



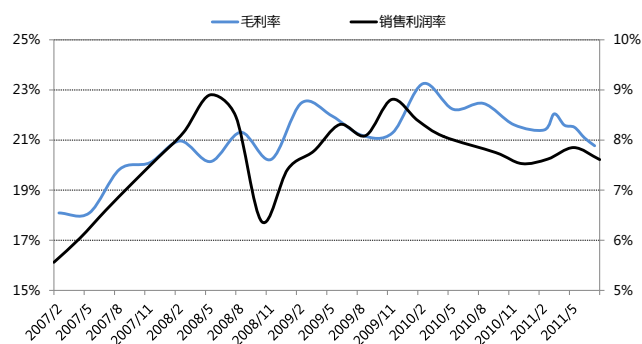
资料来源：Wind、宏源证券

从各子行业来看，上半年销售收入同比增速由高到低分别是中药饮片（53.15%）、卫生材料及医药用品（42.47%）、兽药（34.67%）、中成药（34.62%）、生物制品（29.90%）、化学制剂（24.48%）、化学原料药（24.23%）；利润总额增速由高到低分别是中药饮片（56.54%）、卫生材料及医药用品（47.13%）、兽药行业（41.72%）、中成药（28.43%）、化学制剂（16.09%）、生物制品行业（11.95%）、化学原料药（9.09%）。

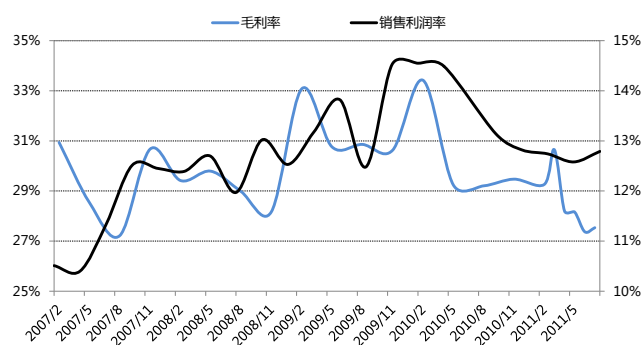
在上下游的挤压下，医药行业毛利率下降已成为普遍情况。其中，中药的毛利率近年一直处于下降的趋势中；中药饮片和化学原料药自2010年初也开始下降；化学制剂、生物制品及医用材料的毛利率今年以来也都有所下降。净利率方面则相对稳定，除了化学制剂行业由于降价影响有所下滑外，其他子行业变化均不大。

图 7：中成药行业毛利率和净利率情况


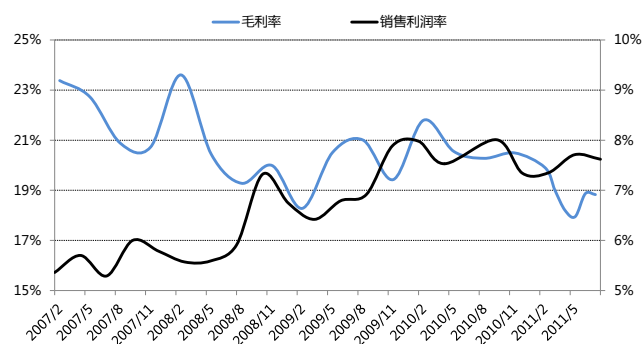
资料来源：Wind、宏源证券

图 9：化学原料药行业毛利率和净利率情况


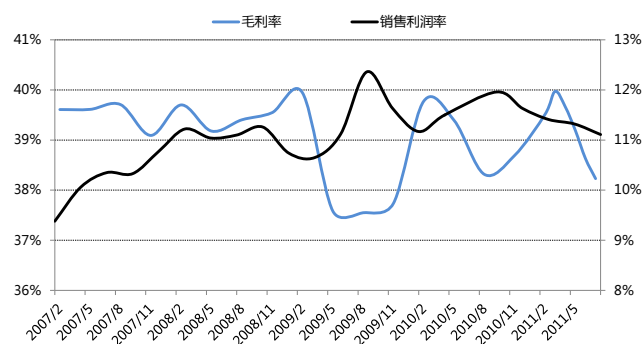
资料来源：Wind、宏源证券

图 11：生物制品行业毛利率和净利率情况


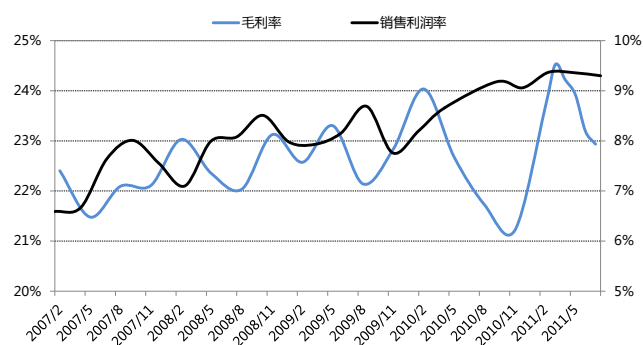
资料来源：Wind、宏源证券

图 8：中药饮片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


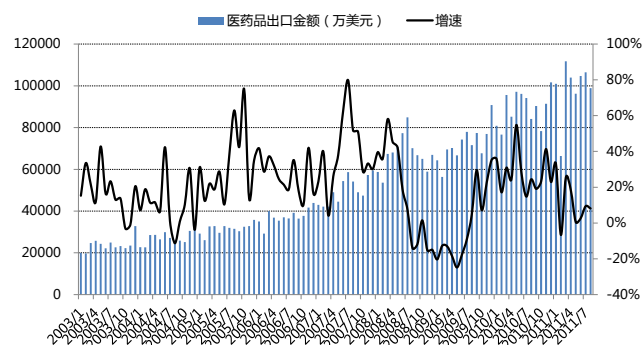
资料来源：Wind、宏源证券

图 12：卫生材料行业毛利率和净利率情况


资料来源：Wind、宏源证券

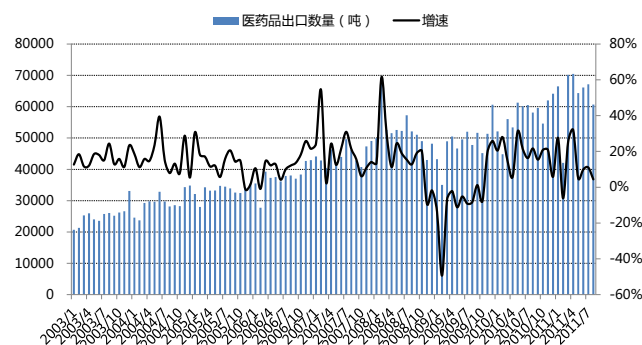
出口的情况也不乐观, 医药品出口金额和出口量同比有一定增长, 但增速不到 10%, 明显趋缓。其中中药材及部分医用敷料出口速度较快, 但中成药、抗菌素类原料药出口金额增速下降, 部分维生素甚至负增长。

图 13: 医药品出口金额及增速



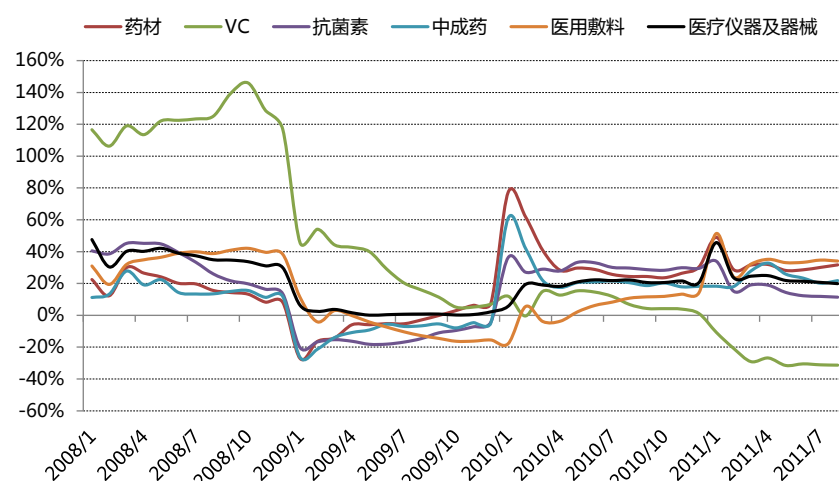
资料来源: CEIC、宏源证券

图 14: 医药品出口量及增速



资料来源: CEIC、宏源证券

图 15: 主要医药品出口金额增速对比



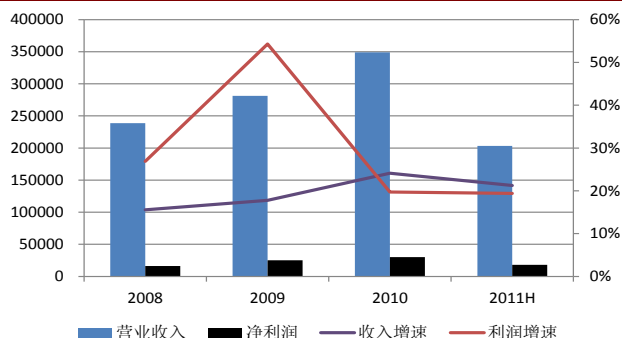
资料来源: Wind、宏源证券

展望 4 季度, 我们认为在目前情况下, 医药行业整体的毛利率和净利率还会继续降低。但由于去年的同比增速“前高后低”, 今年 4 季度同比增速有望加快, 预计全年净利润增速 23%。中长期来看, 国家对医药费用控制有很强的动力, 尽管手段不同, 但政策的方向不会改变, 利润率下滑可能将持续, 利润增速在一段时间内都将维持在较低的水平。

二、半年报分析

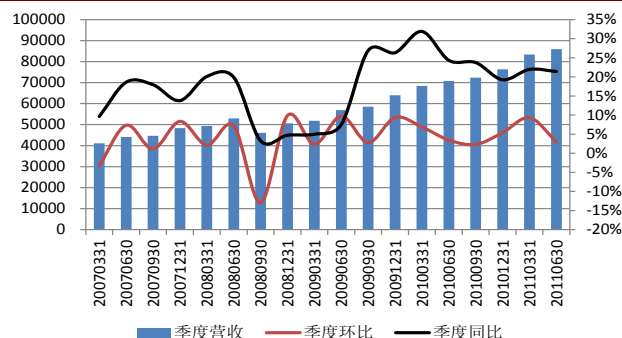
2011 年半年报公布后，我们对行业内 170 家医药类上市公司进行统计分析，整个行业实现营业收入 2032.06 亿元及净利润 180.49 亿元，同比增长 21.23% 和 19.39%，基本维持在去年的水平。上市公司的利润率情况也基本同行业数据相似，上半年毛利率明显下滑，平均毛利率同比下滑近 2 个百分点，到 27.10%，但由于费用率方面得到控制，三项费用率均明显下降，整体净利率变化不大。

图 16: 医药行业上市公司经营情况 (百万元)



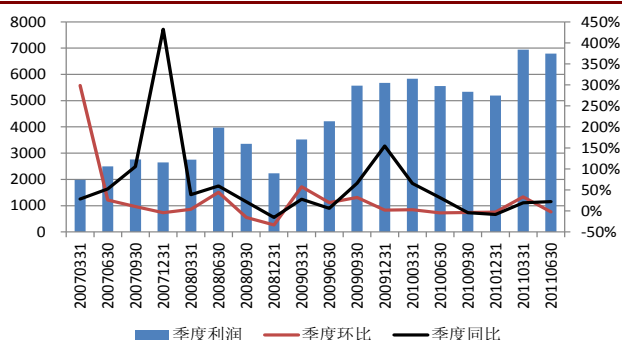
资料来源: Wind、宏源证券

图 17: 季度营业收入变化 (百万)



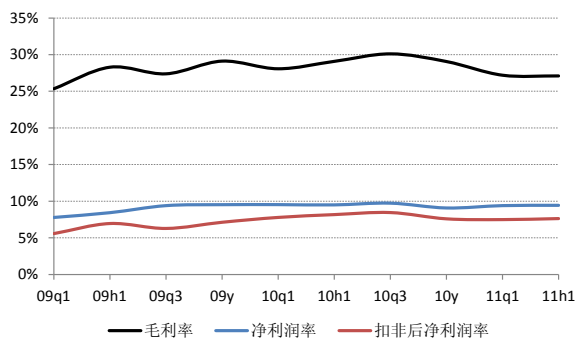
资料来源: Wind、宏源证券

图 18: 季度净利润变化 (百万)



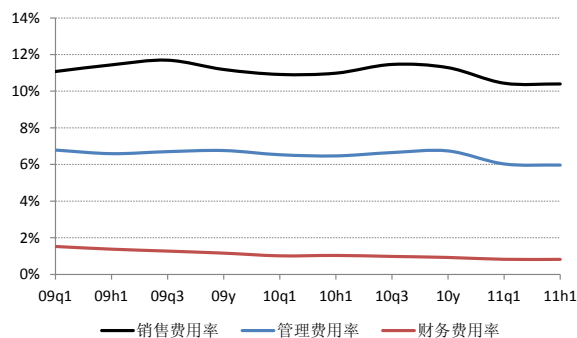
资料来源: Wind、宏源证券

图 19: 季度利润率变化



资料来源: Wind、宏源证券

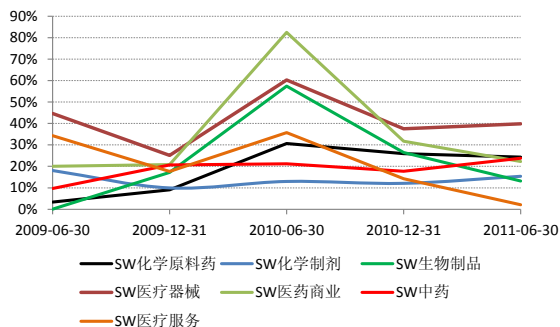
图 20: 季度费用率变化



资料来源: Wind、宏源证券

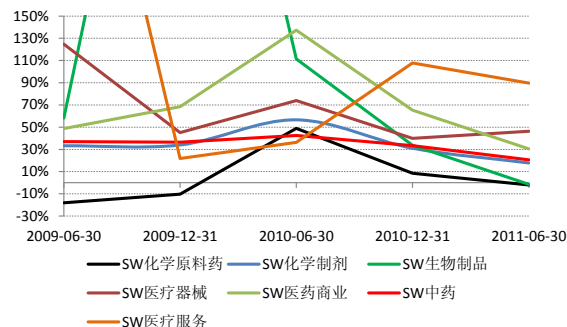
医疗器械、原料药、中药和医药商业营收增速明显超过其他子行业，而医疗服务、医疗器械行业净利润增速均超过 40%，远高于其他子行业。纵向比较，我们发现，营收增速加快的子行业有中药、医疗器械和化学制剂，而净利润增速加快的行业仅有医疗器械行业。从毛利率水平看，除医疗服务外，其他子行业毛利率均有下滑，其中化学原料药行业下滑最为显著。期间费用率基本稳定，但医疗服务和生物行业略有上升。

图 21：子行业营收增速



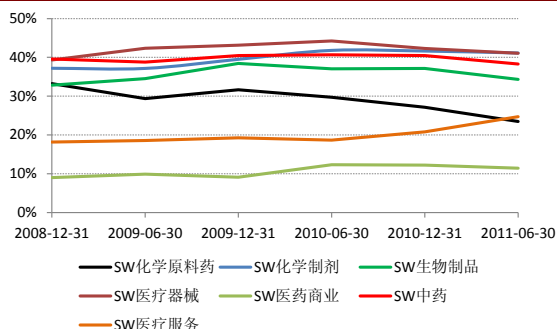
资料来源：Wind、宏源证券

图 22：子行业净利润增速



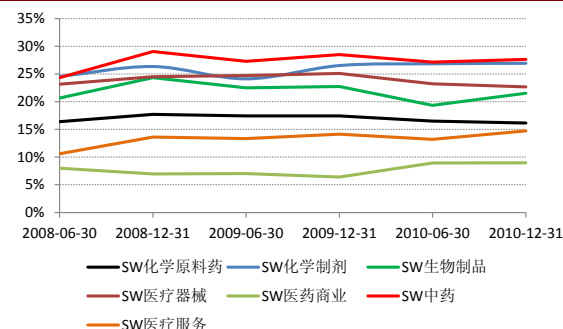
资料来源：Wind、宏源证券

图 23：毛利率横向对比



资料来源：Wind、宏源证券

图 24：期间费用率横向对比



资料来源：Wind、宏源证券

三、继续等待行业估值修复

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，**23.23%的跌幅位居各行业前列**，仅次于电子元器件、通信设备、机械行业，而同期上证指数仅下跌了 12.05%，抗周期的特性完全没有表现出来。

子行业中，跌幅由小到大依次为中药（-16.03%）、医疗服务（-19.16%）、化学原料药（-20.9%）、医疗器械（-23.16%）、医药商业（-25.58%）、化学制剂（-28.33%）、生物制品（-30.79%）。

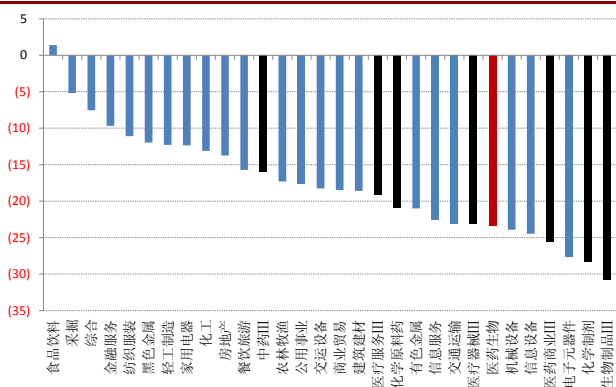
目前，医药行业动态 PE 为 24.81X，相对于全部 A 股 12.15X 的水平，溢价率为 104%，尽管相对于最高点有所下降，但仍处于历史高位。但从绝对估值水平来看，处于历史中等水平，未来随着行业的高增长，医药股的估值将更趋合理。

与其他周期性行业不同，医药股的行业特点决定了业绩的相对稳定性，尽管经历了较

大的调整，但优质公司的业绩并没有变化，变化的更多只是投资者的信心和预期，我们认为大盘整体估值中枢的下移造成了医药股相对估值水平仍然居高不下，压制了医药股的估值和股价。从这个层面上看，未来还难有脱离大盘的板块性机会，仍需耐心等待估值的修复。

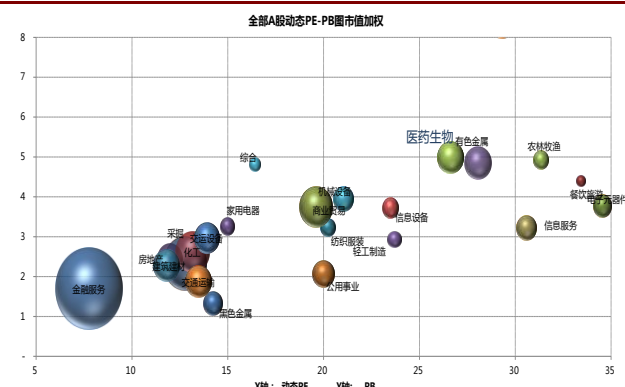
对于优质的医药企业而言，较高的估值反映了其稳定低风险的增长潜质和竞争力，短期内可能受到大盘估值的扰动，但中长期必然会体现出成长股的抗周期特性。那么，之前的每一次下跌都将是低价买入优质公司股票的机会。目前一些质地优良的公司股票估值已经出现较大程度的回落，我们建议应该积极的加以关注，耐心等待估值修复的同时，择机建仓买入并长期持有，分享行业高速增长的回报。

图 25: A 股各行业涨跌幅对比 (2011.1.1—2011.9.9)



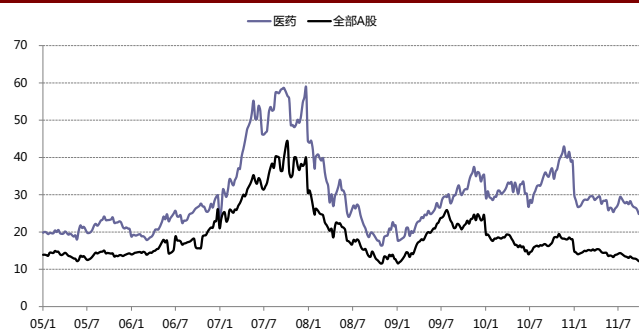
资料来源: WIND、宏源证券

图 26: A 股各行业动态 PE—PB 估值图



资料来源: WIND、宏源证券

图 27: 医药板块与全部 A 股 PE 对比 (TTM)



资料来源: WIND、宏源证券

图 28: 医药板块相对 A 股估值溢价率



资料来源: WIND、宏源证券

三、投资策略及投资标的

长期来看，医药产业需求空间巨大，过去三十年，我国卫生总费用增长了 136 倍，平均年复合增长率高达 17.8%，远超过 GDP 增速。即便如此，我国卫生总费用占 GDP 的比例仍然很低，与美国 15% 的比例相比还有很大的差距，预计未来 10 年内，医药行业仍将是我国蓬勃高速发展的产业。主要原因包括：经济增长，居民消费能力的提升；人口老龄化；城镇化；疾病谱和生活方式的改变；居民保健意识的提高；新医改及医保投入增加的推动。

短期看，板块的市场走势主要受年报业绩和政策预期影响。考虑到去年行业及上市公司利润增速前高后低的趋势，今年的全年增速会略有回升，但也并不乐观，超预期的公司不会多。政策层面对医药企业业绩有一定影响，如之前发改委已经三度对部分药价进行调控，平均降幅在 20% 左右，但市场预期并未到最坏的地步，后续进一步政策的推出可能再次刺激市场的神经，即便没有更严厉的后续政策，在这样的预期之下，始终是对行业有一个压制，行业难有整体板块机会和超额收益，我们判断，未来个股分化将加剧。

但另一方面，医药行业作为高速增长的防御性板块，目前的绝对估值水平已经渐趋合理、部分医药白马股估值已经不足 20X，我们认为已经具备相当的投资价值，投资者可以把握下跌的机会，买进持有。结合目前医药行业的估值水平，我们维持行业的**增持评级**，

在重点行业中，我们仍然看好在新医改过程中，受国家政策扶持力度加大，下游压力较小的**中药子行业**。

中药上市公司一般拥有基本药物品种、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。

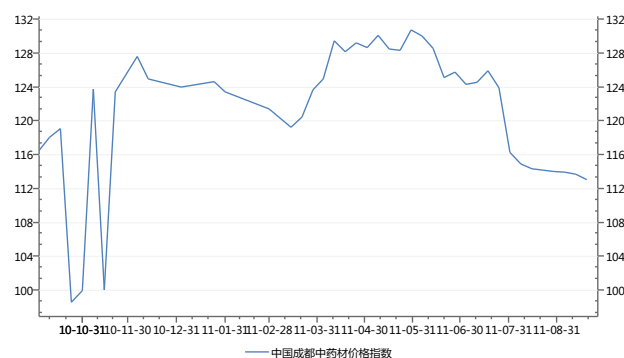
另外，我们认为**中药行业部分企业将面临利润的拐点性机会**。中药行业近年来受成本上涨等因素影响，毛利率一直下降。今年 7 月以来，中药材价格指数已经连续三个月回落，累计下跌幅度超过 17%，中药材天地网统计的综合 200 指数目前为 2390.26 点，为今年以来的最低点，商务部统计的程度中药材价格指数为 113.21，同比下降了 2.4%。预计下半年继续盘整回落的概率较大，考虑到中药企业的存货周期，毛利率在四季度开始反弹将成为大概率事件，同时营收的加速将使得行业的净利润增速迎来拐点。

图 29：中药材综合 200 指数

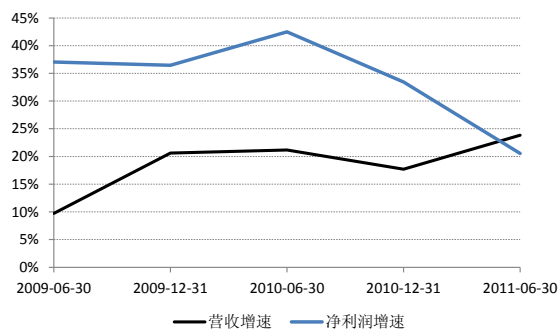


资料来源：中药材天地网、宏源证券

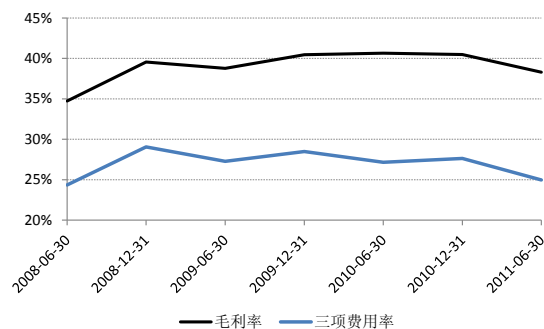
图 30：成都中药材价格指数



资料来源：WIND、宏源证券

图 31: 中药子行业收入与利润增速


资料来源: WIND、宏源证券

图 32: 中药子行业利润率情况


资料来源: WIND、宏源证券

我们看好拥有**独家品种**的中药上市公司。重点关注: **天士力**、**贵州百灵**、**佐力药业**、**昆明制药**。同时,也提醒投资者关注业绩估值较低并有望出现业绩拐点机会的企业如**华润三九**、**信立泰**等。

天士力 (600535): 产品阵容所向披靡

(1) **复方丹参滴丸将成就公司百年企业**。复方丹参滴丸 2010 年美国 FDA 给了特许资格进入 III 期临床试验, 主要是因为 FDA 二期临床的一个重要结果是稳定性心绞痛患者的最大运动耐受时间很明显, 以及安全性高。预计临床试验 2 年内即可完成, 90% 的临床实验中心会放在美国。由于美国 20 年来没有心绞痛的新药上市, 如果复方丹参滴丸获批是按照创新药物审批, 会容易进入美国医保。

(2) **一线产品增速加快, 二线产品增速较快**。复方丹参滴丸销售规模已达 13 亿元, 2011 年由于 FDA 认证对品牌效应的提升, 基层医疗机构的放量, 以及新版 GMP 的出台使得天士力这种优质大企业获得更多市场份额, 因此增速加快, 今年全年有望增长 15-20%。二线产品养血清脑丸 (颗粒)、水林佳、益气复脉粉针增速保持 30-40%。芪参益气滴丸医保放量明显。

(2) **今年新品种获批较多, 带来新增长点**。亚单位流感疫苗、脑梗药物丹参多酚酸注射剂已开始生产, 心梗急救药重组人尿激酶原都将在今年上市。其中丹参多酚酸注射剂由于适应症为大病种, 并且竞争药物较少, 有望成为大品种产品。

预测公司 2011~2013 年每股收益 1.29 元、1.61 元、2.13 元, 对应估值 31X、25X、19X, 我们认为公司核心竞争力强, 具备长期战略投资价值, 维持“买入”评级。

贵州百灵 (002424): 具备将新品种快速做大的能力

(1) **银丹心脑血管通软胶囊快速增长, OTC 品种崭露头角**。银丹心脑血管通软胶囊作为公司重点推广的处方药, 是心脑血管大病种领域的苗药特色产品, 凭借其疗效、剂型的优势, 增长迅速, 2010 年收入 1.8 亿元, 同比增长 45%, 随着产能瓶颈的解除, 预计未来三年能维持 40% 的增速, 成为业绩增长主要看点。其他具有潜力的处方药品种也较多, 如复方岩白菜素片、姜酚软胶囊、康妇灵胶囊和泌淋清胶囊 (医保) 等。OTC 主要品种收入已平稳。但二线品种崭露头角, 金感胶囊和经带宁胶囊预计 2012 年都将过亿, 消咳颗粒和小儿柴桂退热颗粒增长迅速, 小儿氨酚烷胺颗粒市场前景广阔。

(2) 太子参即将采收完毕, 业绩锦上添花。公司今年种植了 1.1 万亩太子参, 10 月份即将采收完毕。仍然预测今年平均售价 250 元/kg, 明年 180 元/kg, 则今年太子参贡献 EPS0.19 元, 明年贡献 EPS 为 0.38 元。

预测公司 2011~2013 年 EPS 分别为 0.66 元、0.98、1.35 元, 对应 PE26X、17X、13X。公司以 OTC 起家, 具备强大的销售平台, 能够迅速将新产品做大, 保障企业可持续增长。处方药的开展旗开得胜, 提高了公司的盈利能力。公司估值经过调整已具备安全的投资边际, 同时考虑到公司在苗药整合方面还有超预期因素, 维持“买入”评级。

佐力药业 (300181): 优质特色中药小品种

(1) 具备独特优势和市场竞争力的中成药。乌灵胶囊是抗抑郁中成药中唯一一个与西药抗抑郁药黛力新做过随机双盲临床试验的品种, 临床结果表明两种药物疗效没有显著差异, 并且副作用很小, 乌灵胶囊和黛力新联合用药效果明显优于单独用药效果。这个结果非常有利于该药在医院推广。

(2) 原料无限制, 产品有保护。乌灵胶囊的原料是乌灵菌发酵而得, 没有产能限制和涨价压力, 毛利率能保持稳定。乌灵菌发酵技术是国家秘密技术, 乌灵胶囊为国家二级中药保护品种, 使用中又是国家医保目录品种, 能够保证公司可以独家生产该产品, 具有独家竞争力。

(3) 公司营销队伍扩容在即, 临床学术推广模式保障企业安全。公司营销队伍目前约 300 人, 由于乌灵胶囊以全新概念进行临床学术推广, 对营销人员要求较高, 因此营销队伍扩容速度较慢, 目标是扩容到 400 人, 公司坚持采用临床学术推广模式可避免国家商业贿赂打击政策给企业带来的风险, 保障企业长期发展。

预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.67、0.88、1.06 元, 对应 PE 为 35X、27X、22X。预测没有考虑新品上市, 而且如果将来乌灵胶囊和黛力新联用能在临床上推广, 将带来乌灵胶囊的放量增长, 因此公司业绩存在超预期的可能。同时公司上市超募资金 3 亿元, 不排除收购其他优质产品的可能。我们看好乌灵胶囊在中药抗抑郁领域的独特优势, 维持“买入”评级。

华润三九 (000999): 中药材价格下降, 业绩拐点逼近

(1) 制药业务收入增速较快。上半年公司收入同比增长 24%, OTC 业务与中药配方颗粒分别增长了 28.6% 和 44.2%, 三九胃泰、正天丸等老 OTC 产品以及强力枇杷露、小儿感冒药等新产品的较快增长是主要的动力。未来在中药配方颗粒和中药处方药方面有非常大的增长空间。

(2) 原材料价格有望下降。上半年公司净利润仅增长 1.9%, 主要受是中药材及辅料糖等价格上涨过快使净利润遭到吞噬。但中药材价格自 7 月依赖起已经连续 3 个月回落, 从行业的周期性来看, 药材继续回落的空间仍较大的。这将大大缓解公司的成本压力, 预计在今年 4 季度, 公司将迎来业绩的拐点, 近年来毛利率不断下滑的颓势将会扭转, 净利润增速有望大幅增加, 甚至超过收入增长。

(2) 外延扩张巩固竞争优势。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, 目前公司现金流充沛, 账上有 17 亿元现金, 将继续在 OTC、中药处方药等领域开展并购。在大股东的推动下, 公司也于上月也宣布拟以 4.04 亿元收购北药集团持有的本溪三药、合肥神鹿、双鹤高科、北京北贸的股权, 这将进一步壮大公司在胃肠 OTC、

中药处方药等领域的竞争优势。我们看好业务的整合为公司带来更快的增长动力

盈利预测：预计公司 2011~2013 年每股收益 0.86 元、1.12 元、1.42 元，目前股价分别对应 21X、16X、13XPE，估值相当低。按照 12 年 25 倍 PE，给予 28 元的目标价，维持买入评级。

昆明制药（600422）：大品种市场广阔

（1）血塞通超预期增长。公司坚持聚焦于大品种的战略成效显著，中报业绩同比增长 73.7%，超市场预期。由于社区医院、县医院和农村医疗保险需求急剧增长，血塞通继续维持供不应求的态势。今年 3000 万支粉针产能投产，使产能问题在未来不会成为瓶颈，而随着营销改革重点推进，预计血塞通仍将维持高速增长 2~3 年。

（2）二线品种天眩清等增速加快。天眩清注射液是主治神经衰弱和偏头痛的医药品种，也是市场上唯一的优质优价品种，市场前景广阔，今年公司实施营销倾斜后增速加快。随着公司对中药厂的改革推进，部分优质品种，如舒肝颗粒、止咳丸等品种也有望成为新的增长点。

（3）股权激励提供了较强的安全边际。目前的股权激励方案是在 2016 年之前提供一个较强的激励保证，其行权条件是考核期 2010-2012 年净利润分别达到 5000 万，7500 万和 11250 万元，按照该激励方案，2011 年业绩增长动力将十分充足。

盈利预测：预计公司 2011~2013 年每股收益 0.44 元、0.60 元、0.79 元。目前股价分别对应 32X、23X、18XPE，估值合理。按照 12 年 30 倍 PE，给予 18 元的目标价，维持买入评级。

信立泰（002223）：高端处方药增长稳定，估值偏低

（1）心血管制剂增长短期内无忧。公司以泰嘉为代表的心血管类制剂增长稳定，毛利率也有一定提升，我们认为尽管长期看，氯吡格雷面临的竞争必然会加剧，但短期内替代品和仿制药的威胁都不会太大，预计两年内增速仍可维持在 35% 左右。而公司在氯吡格雷获得加大成功的基础上，今年又推出了首仿新药比伐卢定，将在未来 2~3 年成为重要增长点。

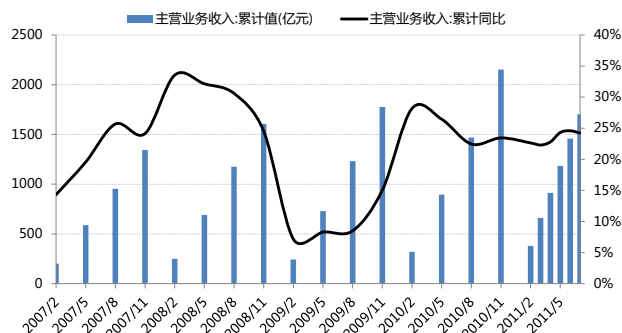
（2）原料药对利润影响有限。受到抗生素政策调控及原料药价格波动的影响，抗生素原料药业务下滑了 22.47%，毛利率大幅下降，但我们认为 7-ACA 等原料药经过大幅下跌价格已经合理，部分厂商已亏损停产，产能压力降低，未来下跌空间不大，并有望出现反弹。

（3）极具潜力的高端处方药厂商。公司定位于研发高新处方药，具备较强的研发能力和完善的产品梯队，未来会不断有新药推向市场。借助氯吡格雷的成功经验和现有的渠道优势，我们相信后续的新药品种更容易获得成功，因此在长期，看好公司快速增长的潜质并认为公司应享有较高的估值水平。

盈利预测：预计公司 2011~2013 年每股收益 1.18 元、1.62 元、2.12 元。分别对应 2011~2013 年 27X、20X、15XPE，考虑到公司创新研发性企业的特点，目前估值水平较低，目标价 45 元。维持买入评级。

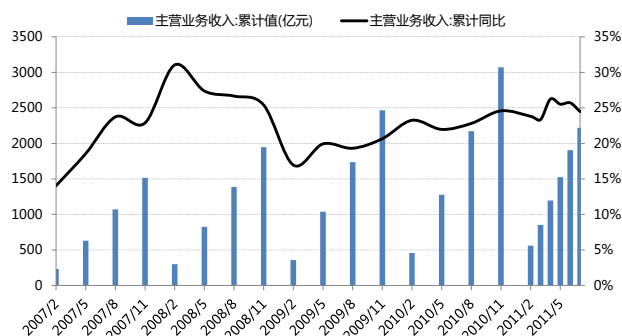
附表 1 细分行业运行情况

图 33: 化学原料药销售收入及增速



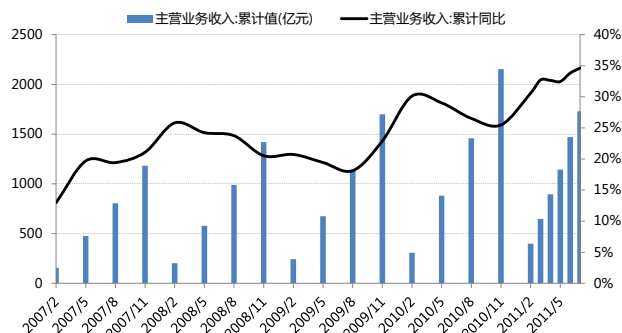
资料来源: Wind、宏源证券

图 35: 化学药品制剂销售收入及增速



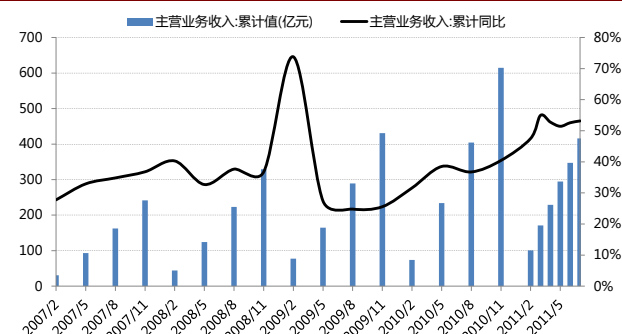
资料来源: Wind、宏源证券

图 37: 中成药销售收入及增速



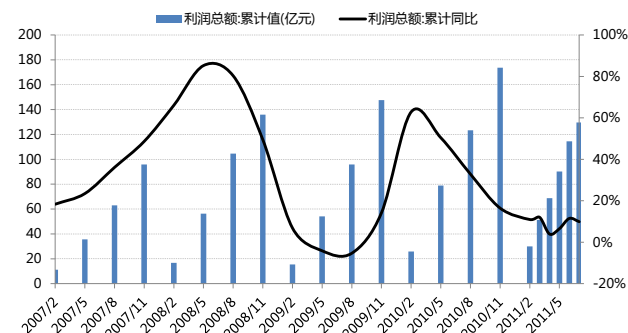
资料来源: Wind、宏源证券

图 39: 中药饮片销售收入及增速



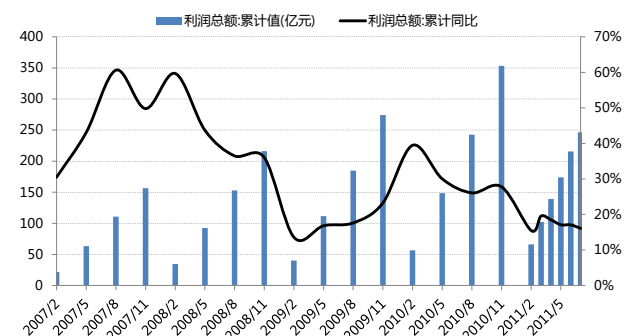
资料来源: Wind、宏源证券

图 34: 化学原料药利润总额及增速



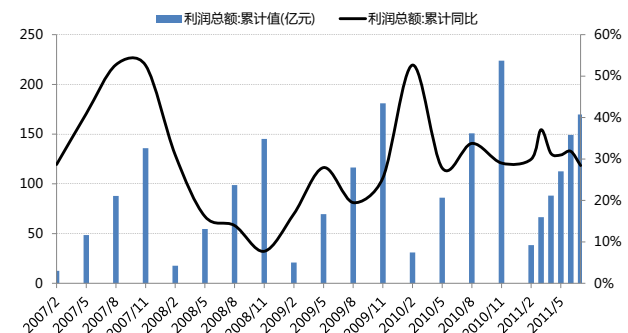
资料来源: Wind、宏源证券

图 36: 化学药品制剂利润总额及增速



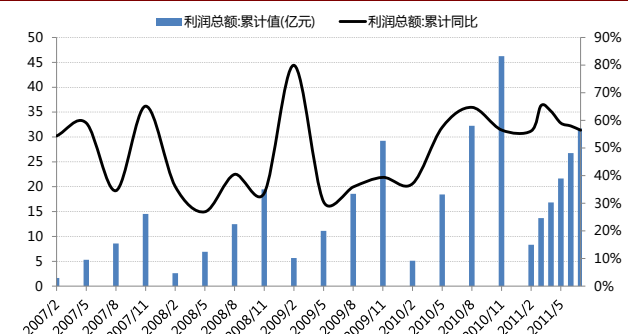
资料来源: Wind、宏源证券

图 38: 中成药利润总额及增速



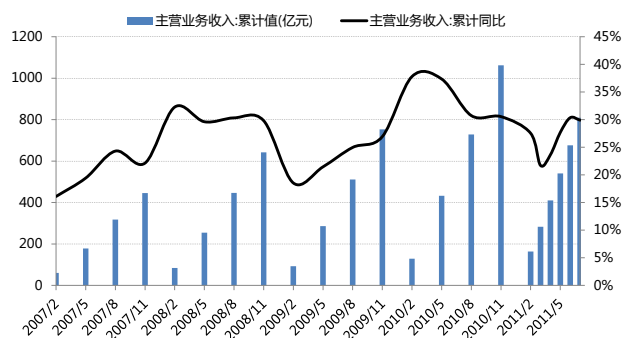
资料来源: Wind、宏源证券

图 40: 中药饮片利润总额及增速



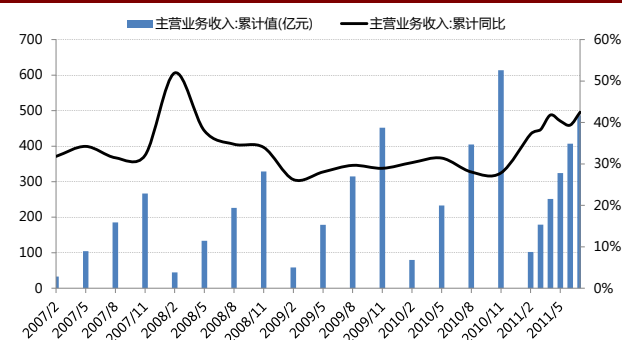
资料来源: Wind、宏源证券

图 41: 生物生化制品销售收入及增速



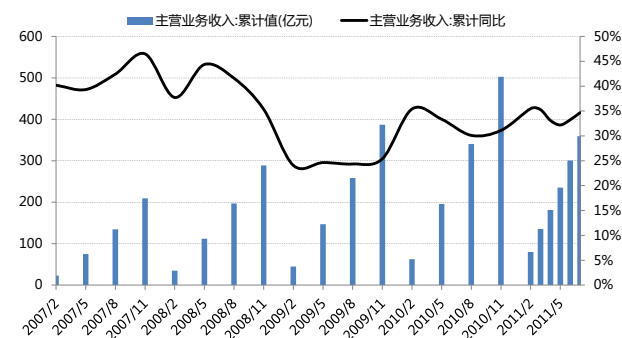
资料来源: Wind、宏源证券

图 43: 卫生材料及医药用品销售收入及增速



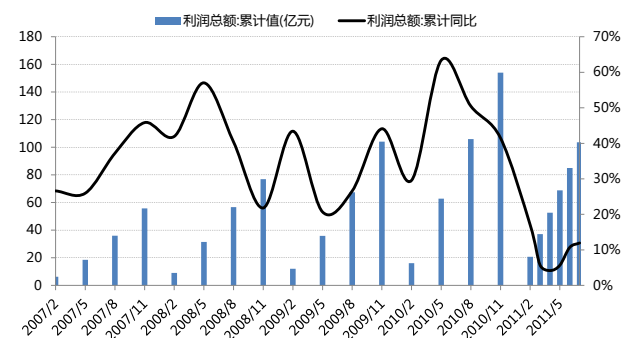
资料来源: Wind、宏源证券

图 45: 兽药销售收入及增速



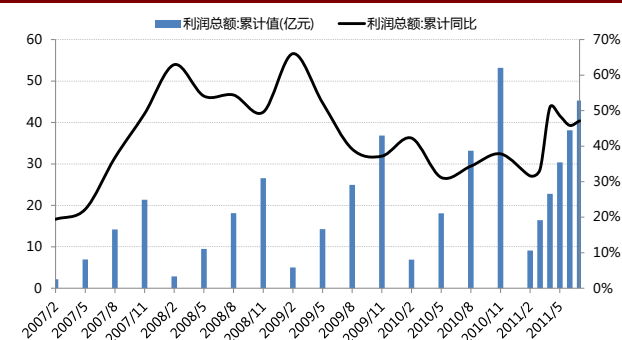
资料来源: Wind、宏源证券

图 42: 生物生化制品利润总额及增速



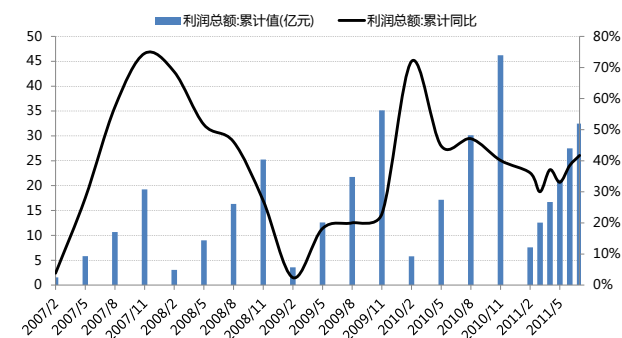
资料来源: Wind、宏源证券

图 44: 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 46: 兽药利润总额及增速



资料来源: Wind、宏源证券

附表 2 重点关注上市公司

表 1: 重点关注上市公司半年报及估值情况

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	18.65	23.98%	6.67%	0.86	1.12	1.42	22	17	13	买入
信立泰	32.17	9.45%	8.82%	1.18	1.62	2.12	27	20	15	买入
天士力	39.66	39.36%	51.58%	1.29	1.68	2.11	31	24	19	买入
贵州百灵	15.89	41.17%	119.14%	0.67	0.95	1.19	24	17	13	买入
红日药业	25.13	87.67%	25.87%	0.82	1.15	1.35	31	22	19	买入
昆明制药	14.04	27.92%	69.58%	0.44	0.60	0.79	32	23	18	买入
佐力药业	21.55	6.75%	25.72%	0.67	0.88	1.06	32	24	20	买入
上海凯宝	23.70	67.60%	85.63%	0.68	0.87	1.14	35	27	21	增持
智飞生物	27.68	-5.54%	-26.96%	0.71	0.91	1.28	39	30	22	增持
鱼跃医疗	24.80	40.17%	60.90%	0.62	0.91	1.29	40	27	19	增持
华海药业	13.86	108.97%	193.47%	0.36	0.47	0.68	39	29	20	增持
乐普医疗	16.51	22.57%	25.38%	0.64	0.85	1.05	26	19	16	增持
安科生物	11.52	8.91%	-21.23%	0.28	0.28	0.35	41	41	33	增持
阳普医疗	10.65	55.22%	16.49%	0.30	0.38	0.46	36	28	23	增持
云南白药	56.50	12.70%	28.42%	1.76	2.31	2.97	32	24	19	增持
同仁堂	13.66	25.85%	27.01%	0.39	0.51	0.64	35	27	21	增持
信邦制药	13.59	5.55%	22.77%	0.29	0.38	0.53	47	36	26	增持
马应龙	17.25	19.38%	24.87%	0.60	0.80	1.04	29	22	17	增持
爱尔眼科	21.20	57.63%	66.54%	0.66	0.98	1.41	32	22	15	增持
莱美药业	20.89	50.15%	53.19%	0.43	0.59	0.70	49	35	30	增持
福瑞股份	13.33	0.62%	-0.57%	0.45	0.49	0.54	30	27	25	增持
汉森制药	21.31	16.23%	7.66%	0.46	0.54	0.64	46	39	33	中性
康恩贝	10.03	8.43%	28.11%	0.43	0.48	0.61	23	21	16	中性

分析师简介:

吴 洋: 宏源证券研究所医药行业分析师, 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、华润三九、昆明制药、信立泰、华海药业、鱼跃医疗、乐普医疗、智飞生物等。

孙伟娜: 宏源证券研究所医药行业分析师, 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。

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 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。