

中药 II

机遇与变革双驱动下的行业增长

投资要点:

1. 我国中药的疗效和多方面功能是通过数千年实践所证明了的。行业成长趋势明显，总产值从 89 年的 50 亿元迅速增长到 09 年的 2347 亿元，销售收入增长到 2130 亿元，03 年至 09 年维持了 21.53% 的年复合增长率。中药以其在预防、治疗和保健方面的独特优势，在当前社会条件下将有望释放出更大的需求。
2. 我国正进行的医疗体制改革和国家对中医药产业的扶持政策，为中药行业发展提供了难得的发展机遇，10 年前三季度利润增长率达到 32.1%。国际日趋盛行的绿色回归理念也为以天然动植物为原料的中药提供了走向国际舞台的契机，05 年至 09 年中药外贸出口年均复合增长达 15.87%。受上述新增长引擎的驱动，未来 3-5 年内行业有望保持 25% 左右的增速发展。
3. 行业自身不断进行的创新与变革为行业的发展提供了另一方面强大的驱动。中药材子行业 GAP 的逐步推行将最终形成多方共同受益的局面，饮片子行业未来将呈现扩容、整合、创新的发展趋势，而国内国际消费增长、行业重组及产业现代化因素构成中成药子行业向上发展的驱动力。
4. 保健消费将成为未来健康消费的重要方面，预计 5 年后保健品消费市场将超过 4000 亿元。而中药在调理方面的独特优势，将不仅在保健品市场上占据重要一席，并且中药衍生产品在诸如日用品、美容化妆品、功能食品饮料、中药农药及兽药等多领域市场具有广阔的延伸空间。
5. 基于历史数据及行业未来成长趋势，我们预测中药行业未来 3 年内板块整体估值水平保持 45 倍左右将有较大可能。其中中药饮片唯一的上市公司估值将高于板块平均水平达到 50 倍左右，中成药子板块中资源型、显著受益基药和医保药物制度以及具有高创新分类药物研发能力的公司有望获得高于 50 倍 PE 的估值溢价。
6. 我们分析，基于行业优势、特征与变革方向下的选择，行业未来的增长点将呈现出六大方面，并有望从中选择具有长期投资价值的业内企业。我们建议对广州药业、太极集团、白云山 A、东阿阿胶、片仔癀、康美药业、益佰制药、云南白药、马应龙等中药上市公司予以关注，并建议配置上述公司股票作为长期投资品种。

证券分析师：廖万国

执业编号：S0360210100002

联系人：范少忠

Tel: 0755-82027735

Email: fanshaozhong@hczq.com

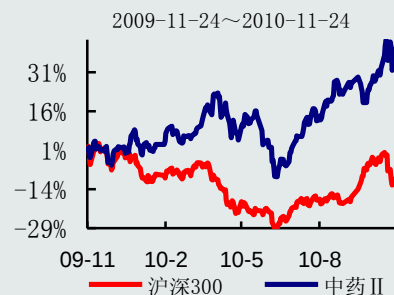
行业评级

行业评级:	推荐
评级变动:	维持

推荐公司及评级

公司名称及代码	评级
广州药业 (600332)	强烈推荐
太极集团 (600129)	强烈推荐
白云山 A (000522)	强烈推荐
东阿阿胶 (000423)	推荐
片仔癀 (600436)	推荐
康美药业 (600518)	推荐
益佰制药 (600594)	推荐
云南白药 (000538)	推荐
马应龙 (600993)	推荐

行业表现对比图 (近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

重点推荐公司

公司	代码	收盘价 (11-16)	EPS				PE				收入增 长%	净利润 增长%	评级
			09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E			
广州药业	600332.	14.45	0.26	0.38	0.59	0.69	44	38	25	21	18.4	48.5	强烈推荐
太极集团	600129.	12.52	0.09	0.13	0.24	0.35	113	96	52	36	16.3	0.9	强烈推荐
白云山 A	000522.	18.59	0.23	0.51	0.66	0.84	81	36	28	22	29.1	152.5	强烈推荐
东阿阿胶	000423.	50.60	0.60	0.92	1.24	1.73	44	55	41	29	22.8	73.6	推荐
片仔癀	600436.	70.69	0.93	1.28	1.51	1.78	68	55	47	40	20.7	46.3	推荐
康美药业	600518.	22.00	0.30	0.45	0.62	0.89	36	49	35	25	32.1	47.0	推荐
益佰制药	600594.	20.01	0.35	0.49	0.64	0.83	35	41	31	24	10.6	70.4	推荐
云南白药	000538.	66.70	1.13	1.33	1.74	2.34	58	50	38	29	25.4	59.4	推荐
马应龙	600993.	42.01	1.09	0.77	1.34	1.79	38	55	31	23	12.0	-30.4	推荐

目 录

第一部分 我国中药行业整体发展状况	7
一. 行业规模与效率显著提高	7
二. 需求推动的行业增长趋势明显	8
三. 出口增长平稳, 产品结构位处低端	9
四. 行业产品研发与创新能力差强人意	10
五. 行业企业整体盈利能力偏弱	11
六. 行业规模结构不合理, 集中度较低	12
第二部分 行业细分各二级子行业状况分析	13
一. 中药材行业: 药材价格进入上涨周期	13
1. 农耕模式为主的业态缺乏有效的市场信息指导	13
2. 近期药材价格猛涨受多方面因素共同推动	13
3. 未来价格螺旋式上升趋势持续, 短期仍有惯性上涨	16
4. 药材价格对饮片及成药上市公司的影响各有不同	17
5. 中药材 GAP 认证对行业发展的影响	21
二. 中药饮片行业: 创新与整合共促行业质与量同步提升	22
1. 中药饮片行业位居中药三大子行业核心地位	22
2. 行业企业结构失衡质量较差, 但缺憾也是未来变造的方向	23
3. 行业未来发展趋势: 扩容、整合、创新是未来的主题词	24
4. 行业未来发展路径: 从量长到质升的嬗变, 分化形成行业新模式	25
三. 中成药行业: 机遇来自于从基础创新到现代化转型的过程	26
1. 中成药生产企业是行业收入和利润的主要来源	26
2. 行业平均规模偏小, 低壁垒引起同质化竞争频现	26
3. 工业化发展与现代化程度低所衍生的行业现状	27
4. 四大因素构成行业未来向上发展的驱动力量	28
第三部分 中药现代化对行业的影响	32
一. 中药现代化的内涵	32
1. 中药现代化是一项系统而渐进的过程	32
2. 中药现代化的两条途径: 复方中药的可知与可控+中药西化	33
3. 中药现代化过程将催生行业形成国际级的大企业	34

二. 中药注射剂对行业发展的影响：利远大于弊	34
1. 近几年中药注射剂不良反应事件频发	34
3. 中药注射剂的临床不良反应发生率远远低于西药抗生素	35
4. 中药注射剂已构成我国中药产业中重要的组成部分	36
5. 降低中药注射剂风险可有较大的作为空间	37
第四部分 养生保健将成为行业未来广阔的延伸市场	38
一. 我国保健品市场尚处启动阶段，但近年来市场消费持续递增	38
二. 我国养生保健品消费市场潜力巨大	39
三. 我国健康消费模式转换已接近人均 GDP5000 美元的关键节点	39
四. 中药在养生保健上优势独特，具有广阔的衍生市场潜力	40
五. 中药保健品市场尚需政策扶持和市场培育过程	41
六. 品牌特色保健中药将快速进入成长期，衍生品市场潜力释放尚有时日	41
第五部分 中药行业整体估值及未来价值投资方向	42
一. 趋势与逻辑支持未来 3-5 年行业维持 25%左右的增长	42
二. 行业整体及子版块估值将向上趋势	43
三. 行业未来增长点：基于行业优势、特征与变革方向下的选择	44
第六部分 重点推荐公司	46
广州药业（600332.SH）	47
太极集团（600129.SH）	48
白云山 A（000522.SZ）	49
东阿阿胶（000423.SZ）	50
片仔癀（600436.SH）	51
康美药业（600518.SH）	52
益佰制药（600594.SH）	53
云南白药（000538.SZ）	54
马应龙（600993.SH）	55

图 表 目 录

图表 1	2003 年以来我国中成药及饮片生产企业资产增长趋势	7
图表 2	2003 年以来我国中药行业企业数及从业人数变化（至各年度 5 月份累计）	7
图表 3	1997 年以来我国中成药生产企业人均利润增长趋势	8
图表 4	2003 年以来我国中药销售收入统计（包含中成药和中药饮片）	8
图表 5	2010 年 8 月医药子行业累计销售收入对比	9
图表 6	我国城乡居民收入变化与中药产品消费量的相关性	9
图表 7	近 5 年我国中药产品（含中药保健品）出口情况	10
图表 8	2009 年中药出口产品构成百分比	10
图表 9	医药行业部分子行业新产品产值同比增长	11
图表 10	2010 年 1-10 月医药行业及部分子行业新产品产值同比增长	11
图表 11	医药子行业销售利润率对比	11
图表 12	中药二级子行业与医药制造全行业销售利润率对比	12
图表 13	中药行业企业结构及销售收入构成（2009 年）	12
图表 14	2003 年来我国中药制造业企业数量增长趋势	13
图表 15	2003 年以来国内中药材价格波动情况	14
图表 16	2009 年分月度统计国内中药材价格变化情况	14
图表 17	2009 年国内部分药材价格上涨情况	14
图表 18	2009 年部分药材价格创出历史新高	15
图表 19	部分中药品种种植周期	17
图表 20	昆明药材市场 2010 年部分月份三七价格走势	19
图表 21	受三七价格影响较大的上市公司及产品	19
图表 22	部分三七原料药品品种主要三七有效成分含量	19
图表 23	三七不同用药部位主要成分含量百分率	20
图表 24	部分三七原料药品品种中三七用量	20
图表 25	部分上市企业 GAP 种植基地情况	22
图表 26	我国中药饮片生产行业企业结构	23
图表 27	我国规模类型饮片企业近年生产效益指标对比	23
图表 28	中成药企业与化学制剂、化学原料企业规模与盈利水平对照	26
图表 29	中成药行业企业规模构成与化学制剂、化学原料行业比较	27
图表 30	我国部分年份中成药在中药出口总额中的比例	28

图表 31	2005 年以来我国中药新药申报注册类型汇总表	28
图表 32	南方所统计和测算我国第三终端药品销售额（亿元）	29
图表 33	近 5 年我国卫生机构诊疗人次数（亿人次）	29
图表 34	2009 年中药材及饮片出口部分国家或地区	30
图表 35	2009 年中成药出口部分国家或地区	30
图表 36	中药行业近年来部分企业兼并整合行为	31
图表 37	部分（动）植物中药材主要化学成分及功能	34
图表 38	近年来发生的中药注射剂不良反应事件	35
图表 39	两种典型中药注射剂与头孢类抗生素临床不良反应率对比	36
图表 40	2009 年度医院采购十大品牌	36
图表 41	我国九城市心脑血管中成药前 10 位市场份额（%）	36
图表 42	2009 年我国部分主要抗肿瘤中成药市场占有率增减情况	37
图表 43	中药注射剂部分技术质量标准前后对照	37
图表 44	近年来我国保健品市场规模增减情况	38
图表 45	我国近 20 年来人均 GDP 增长情况	39
图表 46	城乡居民可支配收入与保健品消费规模的相关性	40
图表 47	我国部分省市 09 年人均 GDP 情况	40
图表 48	我国各地区保健品消费水平对比（单位：人民币元/人）	40
图表 49	2007 年我国保健品市场种类构成	41
图表 50	国家颁布有关中医药发展的部分文件	42
图表 51	国家发改委《药品价格管理办法》（讨论稿）对不同类型药物销售利润率的规定	42
图表 52	医药生物行业及中药子行业估值水平变动（TTM 整体法）	43
图表 53	医药生物子行业预测市盈率（整体法、截至 2010 年 11 月 19 日）	44
图表 54	典型资源型中药上市公司估值水平上升	44
图表 55	2005-2009 年我国心脑血管中、西成药市场占比及增长情况	45

第一部分 我国中药行业整体发展状况

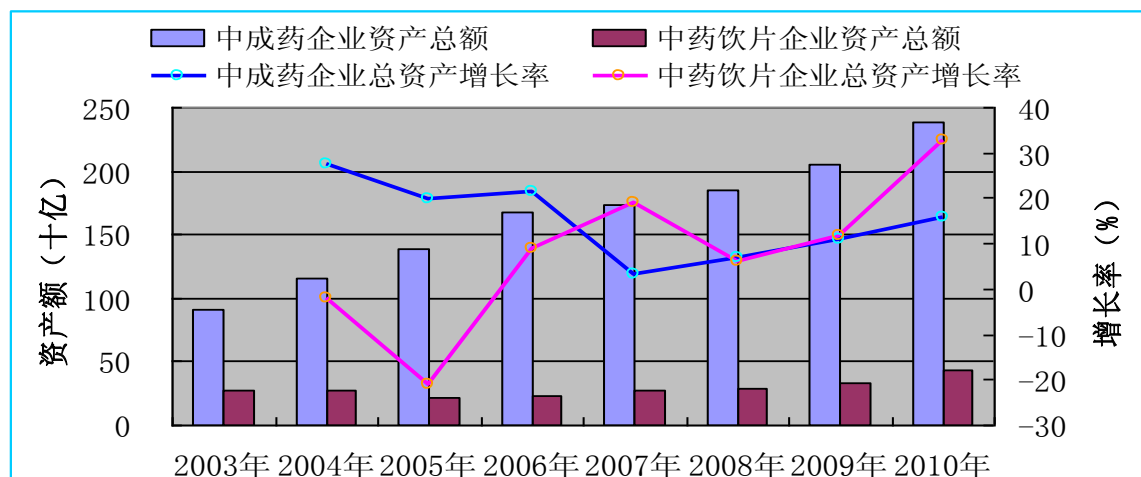
中药是在我国传统中医理论指导下的实践结晶，数千年来中医和中药在预防、治疗和保健方面的独特功效已被无数事例所证实。进入新世纪的中药行业，在秉承古老文明的同时也被赋予了新的生命力，显示出自身新的发展特征和成长趋势。

我国从 1998 年首次提出中药现代化科技产业行动计划至今，经过十余年的发展，我国中药行业的质与量均发生了很大的变化，并呈现一些明显的特点。

一、行业规模与效率显著提高

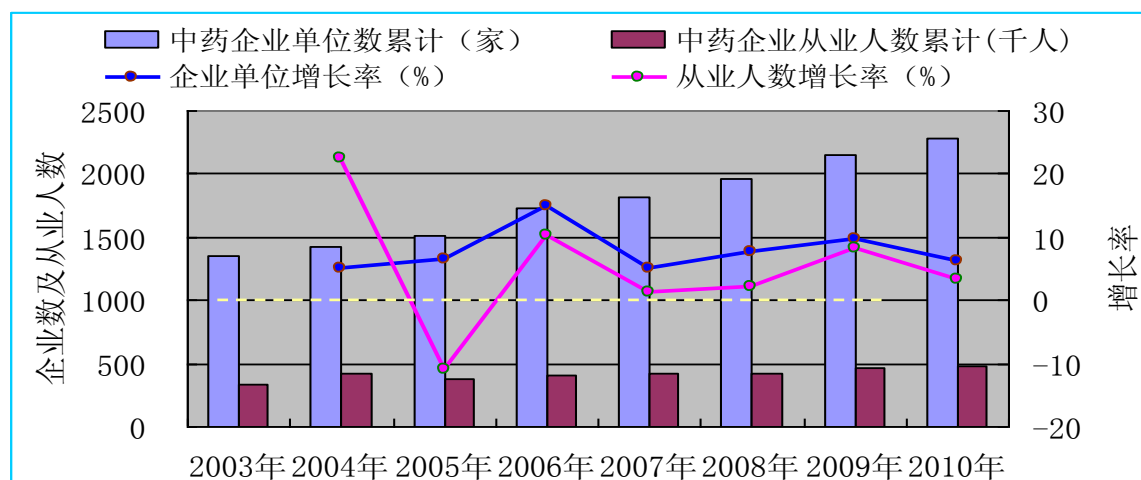
我国中药行业进入 21 世纪后增长迅速，行业规模、工业化水平与效率显著提高。2000 年 5 月行业资产总额仅为 1293 亿元，而 2010 年 1-5 月的累计数据，资产总值已达 2815 亿元，行业总产值 2000 年全年中药仅为 490 亿元，至 2009 年统计前 11 个月生产总值就已达到 2347 亿元。十年来行业企业数量呈较稳定增长。产业工业化水平大大提高，特别是中成药子行业已摆脱手工作坊式生产，正逐步从传统工业向现代中药生产模式转化。

图表 1 2003 年以来我国中成药及饮片生产企业资产增长趋势



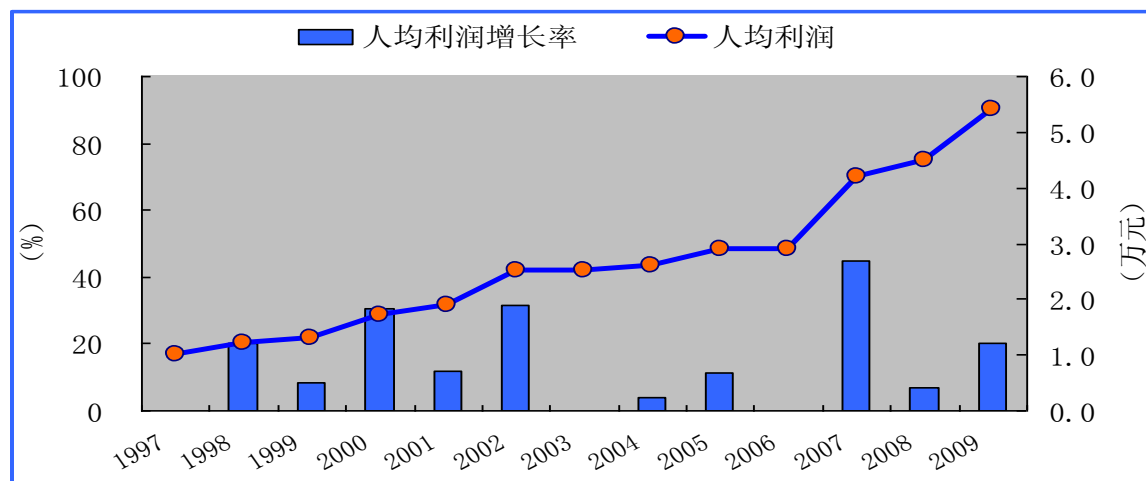
资料来源：万德资讯 中国医药经济信息网 华创证券

图表 2 2003 年以来我国中药行业企业数及从业人数变化（至各年度 5 月份累计）



资料来源：中国医药经济信息网 华创证券

图表 3 1997 年以来我国中成药生产企业人均利润增长趋势

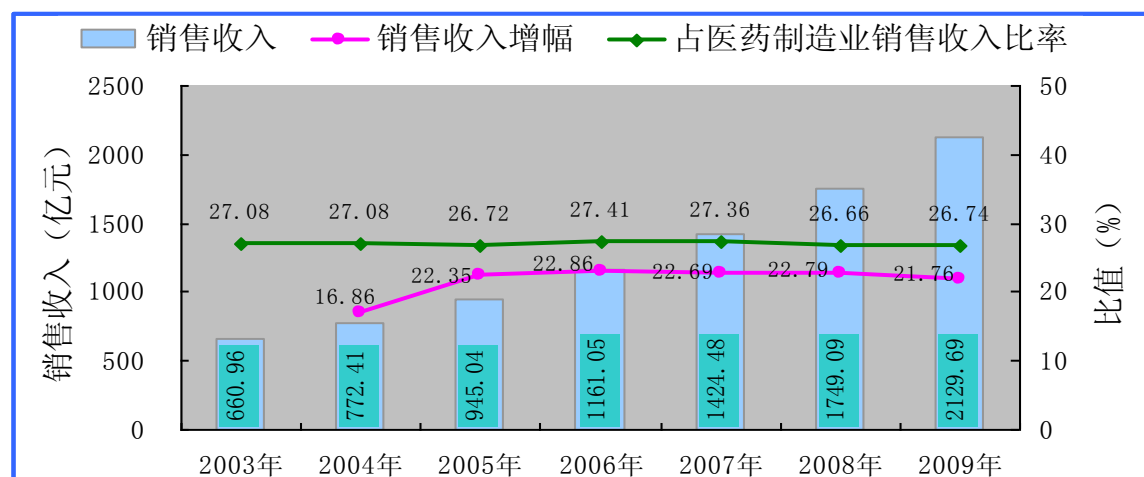


资料来源：万德资讯 中国医药经济信息网 华创证券

二. 需求推动的行业增长趋势明显

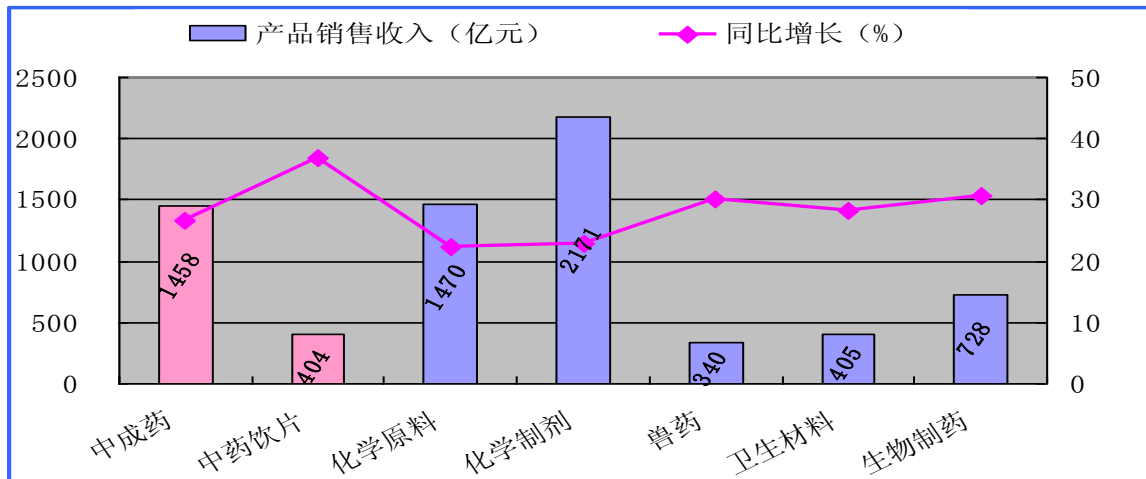
统计数据显示，我国中药市场需求平稳，中药行业（包含中成药和饮片）销售收入从 2003 年至 2009 年均复合增长率达 21.53%，7 年间中药产品销收总额在医药制造企业销售收入占比均值为 27.01%且波动很小，市场呈现稳定的增长态势。2009 年医药生产 7 个子行业中，中成药和中药饮片同比增幅均高于化学制剂，中药饮片增幅仅次于卫生材料和生物制药位列第三。2010 年前 5 个月中药行业销售收入同比增幅达到 32.84%，高于同期化药收入 22.88%的增幅，前三季度利润增幅达 32.1%，显现出加速增长的势头。此外，随着我国居民人均收入的不断提高，中药产品（包含中药保健品）的实际消费增速加快，明显超出收入增速，一方面源于医疗消费的整体推高，另一方面，人均收入提高而带来的对消费品品质的精细要求，使人们更重视诸如药物不良反应及副作用、疾病预防与保健、日常养生及滋补需求。预计在回归绿色理念的大环境下，中药类产品需求量将维持长期增长趋势。

图表 4 2003 年以来我国中药销售收入统计（包含中成药和中药饮片）



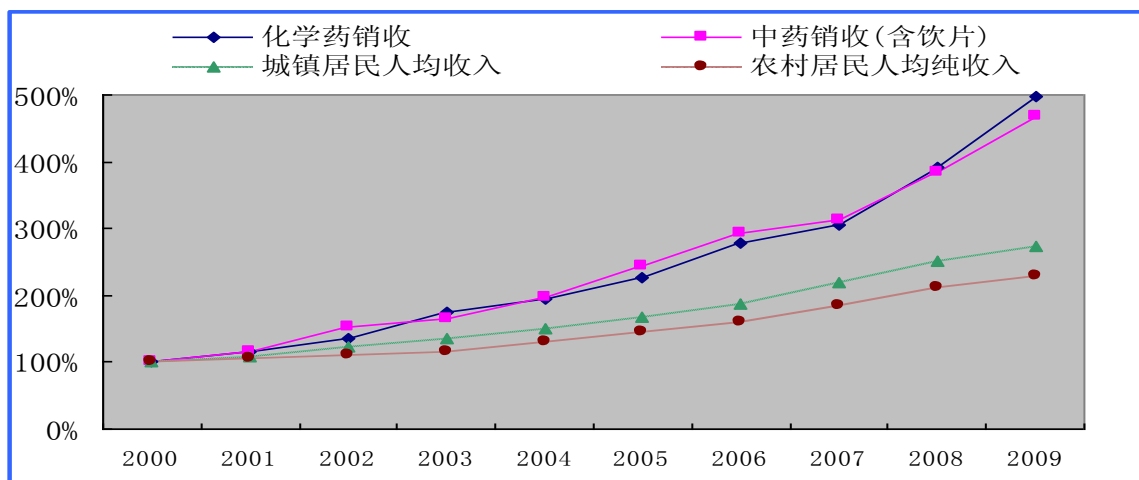
资料来源：中国医药经济信息网 华创证券

图表 5 2010 年 8 月医药子行业累计销售收入对比



资料来源：中国医药经济信息网 华创证券

图表 6 我国城乡居民收入变化与中药产品消费量的相关性

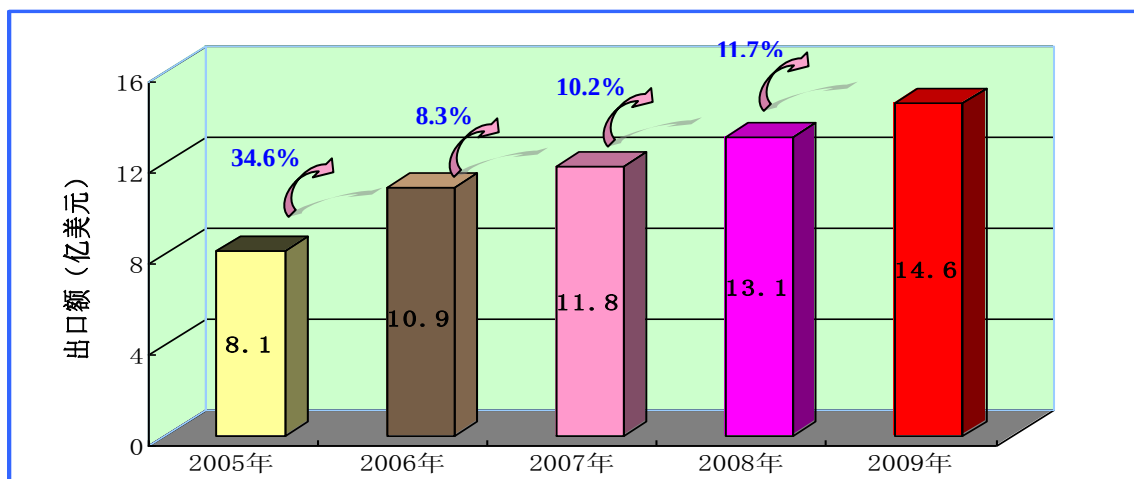


资料来源：国家统计局 万得资讯 华创证券

三. 出口增长平稳，产品结构位处低端

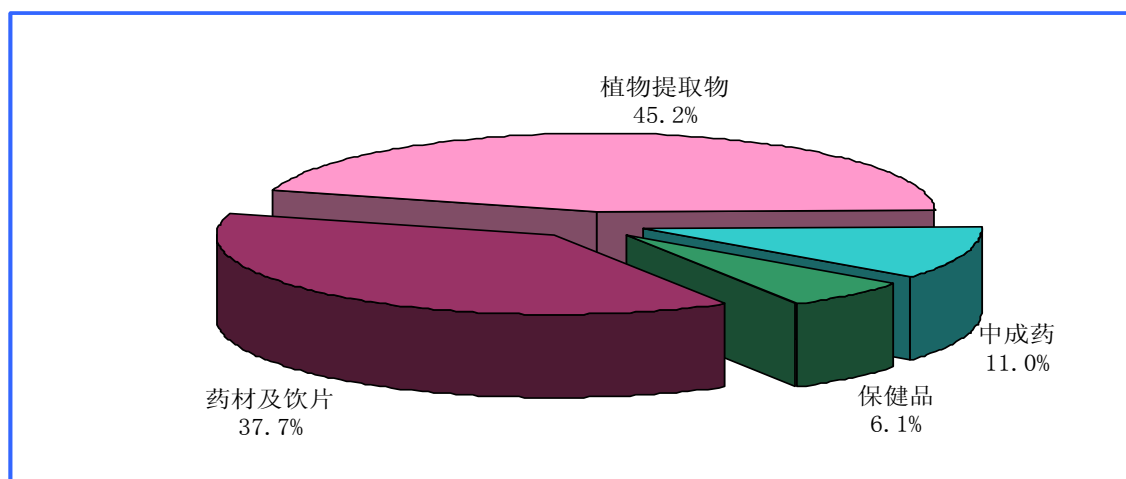
近年来我国中药行业出口形势呈持续增长趋势。从 2005 年至 2009 年，中药出口额基本保持两位数的增长。即使在受全球经济危机影响后的 2009 年，全年仍然实现 9.2 亿美元贸易顺差。出口总额突破 20 亿美元，同比增速高于西药类、医疗器械类产品，位居第一。但从出口产品的结构来看，则主要为药材及饮片的出口，成药及保健品出口额的总占比仅为 17.2%，基本上以原材料及低附加值的植物提取物为主，显示我国中药产业在世界中药产业链中仍处低端。

图表 7 近 5 年我国中药产品（含中药保健品）出口情况



资料来源：健康网 华创证券

图表 8 2009 年中药出口产品构成百分比

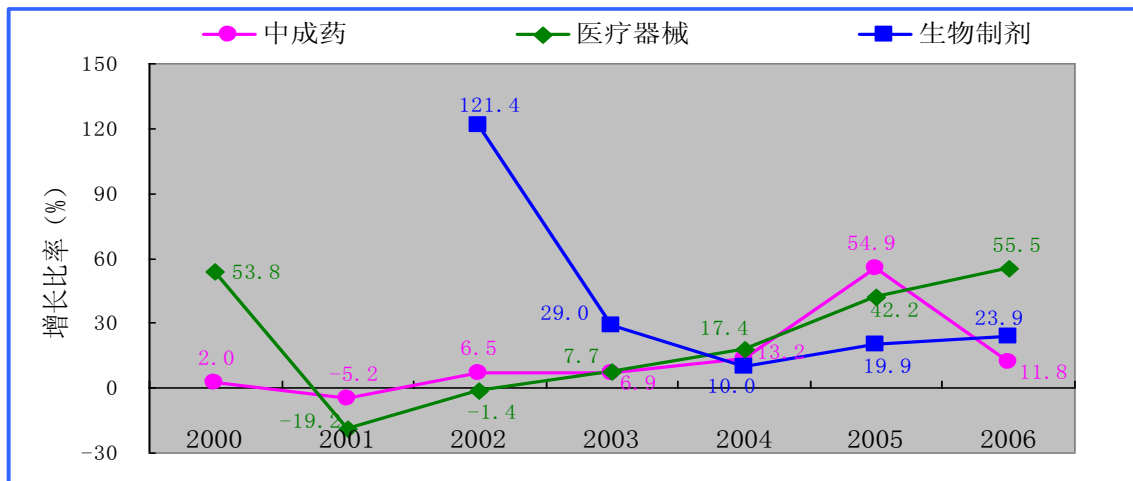


资料来源：中国医药经济信息网 华创证券

四．行业产品研发与创新能力差强人意

中药行业的低标准化与整体研发水平不强是制约行业快速发展的两大瓶颈，新产品、功效独特产品的缺乏是我国中药制品一直落后于日本、韩国等国的主要因素，也是我国缺乏具有国际竞争力，缺失海外市场的重要原因。近年来国家加大政策导向与扶持，推行行业标准认证和实施财政和税收的倾斜与补贴措施，行业加大了研发投入，新产品数量与产值有明显提高，2010 年 1-2 月新产品产值达到 38.3 亿元，同比增长 30.4%。但相对于日、韩等国以及国内其他产业，行业整体研发能力仍处于较低水平。

图表 9 医药行业部分子行业新产品产值同比增长



资料来源：中国医药经济信息网 华创证券

图表 10 2010 年 1-10 月医药行业及部分子行业新产品产值同比增长

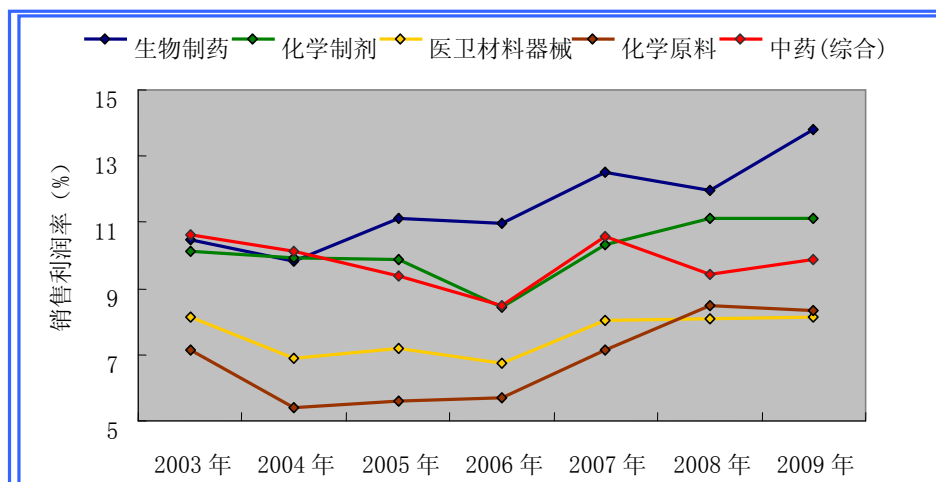
	新产品产值 (亿)	同比增长 (%)	总产品产值 (亿)	在总产品产值中占比 (%)
中成药	245.94	26.65	2034.63	12.09
生物制剂	130.56	24.50	1058.29	12.34
化学制剂	784.43	29.53	4762.89	16.47
医药制造	1272.85	28.47	9455.06	13.46

资料来源：中国医药经济信息网 华创证券

五. 行业企业整体盈利能力偏弱

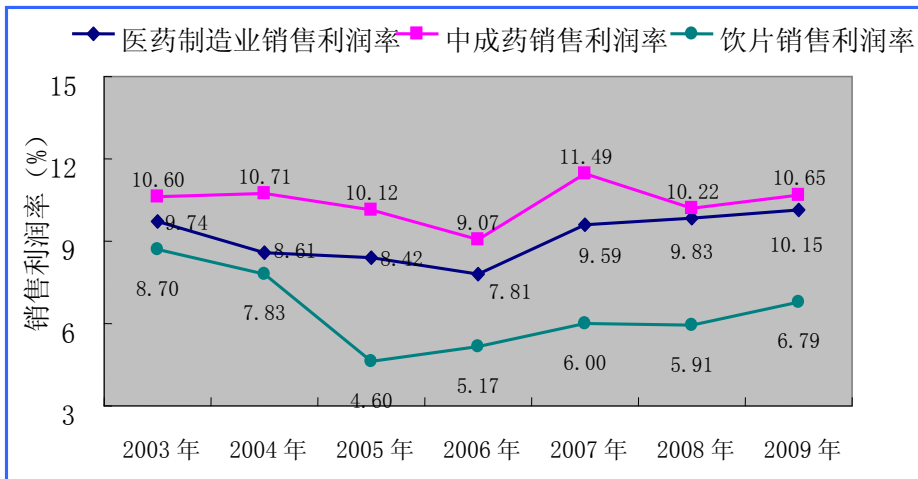
行业盈利能力特别是中药饮片盈利能力偏弱。行业内中成药销售利润率 2003 年至 2009 年平均为 10.41%，略高于整体医药行业 9.16% 的均值，但中药饮片平均销售利润率仅为 6.43%，尽管从 05 年起，饮片的销售利润率连续 4 年保持 10.2% 的年均复合增长率，但与全行业相比仍处于较低水平。

图表 11 医药子行业销售利润率对比



资料来源：中国医药经济信息网 华创证券

图表 12 中药二级子行业与医药制造全行业销售利润率对比

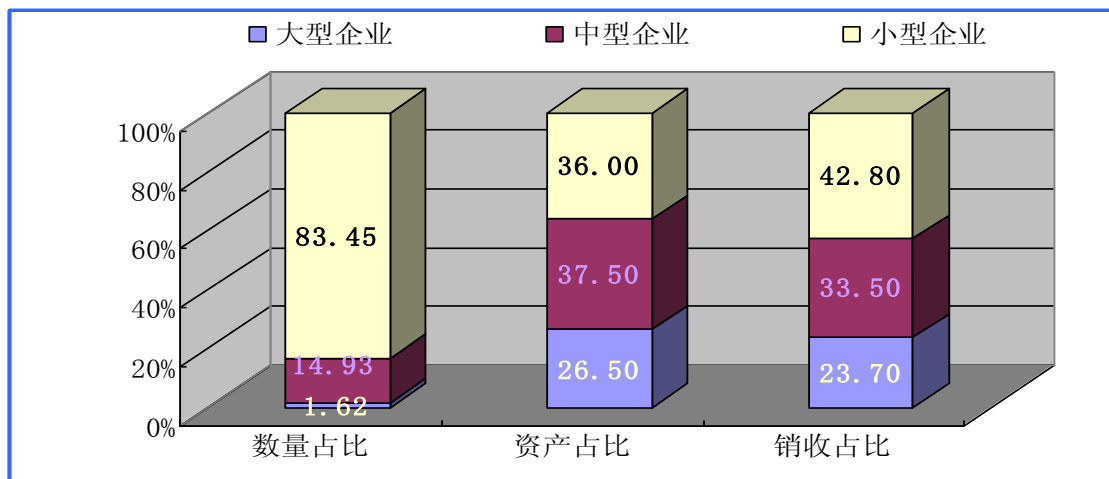


资料来源：万德咨询 华创证券

六. 行业规模结构不合理，集中度较低

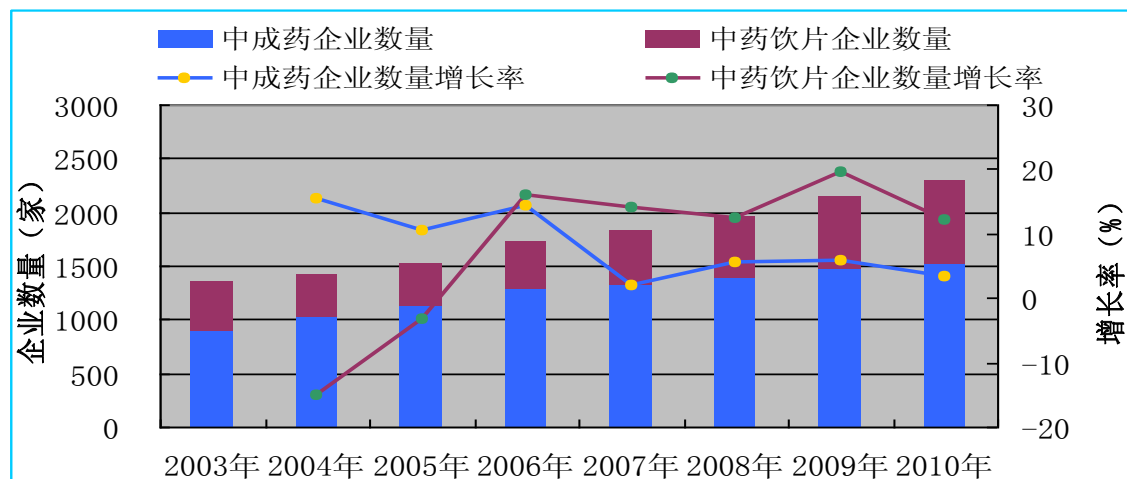
以行业中占主导地位的中成药制造企业为例，至 2009 年 11 月全国的中成药制造企业共有 1480 家，其中大型企业 24 家，累计资产总计占中成药行业 26.54%，销售收入占 23.70%，221 家中型企业，资产总计占中成药行业 37.46%，销售收入占 33.45%，其余为小型企业，累计实现资产总计占中成药行业 36%。2010 年 5 月统计数据显示，我国中成药和中药饮片生产企业分别达到 1514 家和 770 家，占医药企业总数的 22.1%和 11.2%。其中中药饮片生产企业数量增长显著，但大型企业仅有一家。成药生产企业数量在经历 03-06 年快速增长后，07 年开始增速减缓。

图表 13 中药行业企业结构及销售收入构成（2009 年）



资料来源：中国健康网 华创证券

图表 14 2003 年来我国中药制造业企业数量增长趋势



资料来源：万德资讯 中国医药经济信息网 华创证券

第二部分 行业细分各二级子行业状况分析

中药行业从产业链上细分，通常包括中药材、中药饮片和中成药三大类二级子行业，是构成中药产业的三大支柱。

一、 中药材行业：药材价格进入上涨周期

中药材行业位于中药产业链最前端，主要由从事中药材原材料种植（养殖）、采集及初加工的个体或单位构成。其中以植物药材为主要部分。其价格的变动对下游的中药饮片和成药的收益有很大的关系。

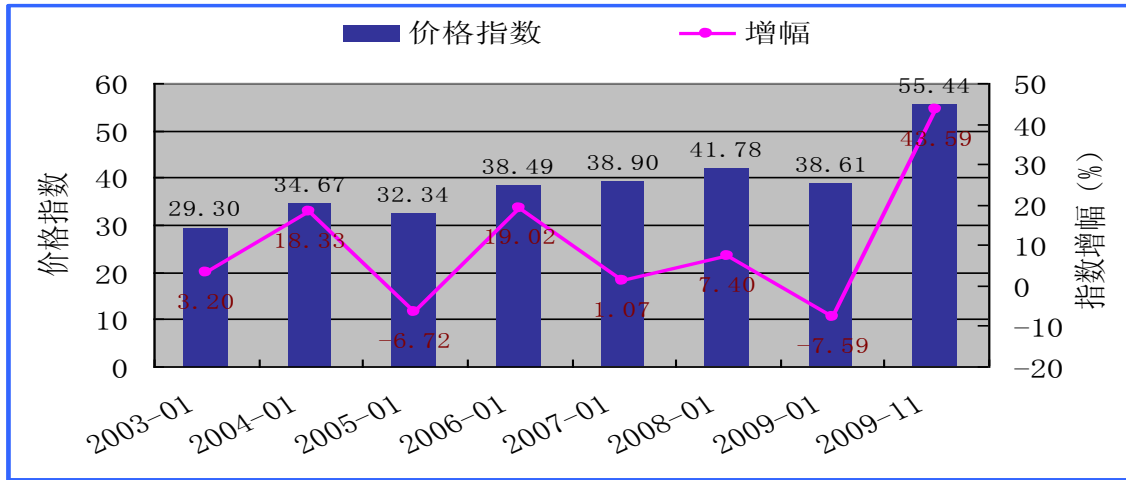
1. 农耕模式为主的业态缺乏有效的市场信息指导

我国自 1957 年开始对供应紧缺的中药材进行人工种养，已经获得人工种养成功的中药材 500 多种，已基本覆盖了大宗药材品种并占到了商品交易量的 70% 以上。国内较大的药材种植基地主要分布在华北、西南及中东部等地区，如安徽亳州、河北安国、河南禹州、云南文山等地，均有较大的种植面积和较集中的交易市场。但国内药材种植基本以小规模生产方式为主，80% 以上的种植面积是由种植专业户来投资和组织生产，单户的面积基本上在 100 亩以下，1000~10000 亩的大规模集约化种植非常少。产业业态从传统的野外采集模式，转化为个体和家庭以人工种养为主的模式，并缓步在向企业规模化、集约化生产方式方向发展，但目前基本上仍是一种农业生产模式，生产组织分散而规模小，尚未发展到工厂化培植的水平，存在相当程度的“靠天吃饭”的状况。由于缺乏系统性的组织与管理，组织生产缺乏市场信息指导，带有相当的盲从性和滞后性，造成药材结构性供求失衡频繁出现，药材价格呈现较大幅度波动。近年来，国内中药材种植面积呈现萎缩趋势，部分药农退种导致产量下降，是造成药材价格上涨的原因之一。

2. 近期药材价格猛涨受多方面因素共同推动

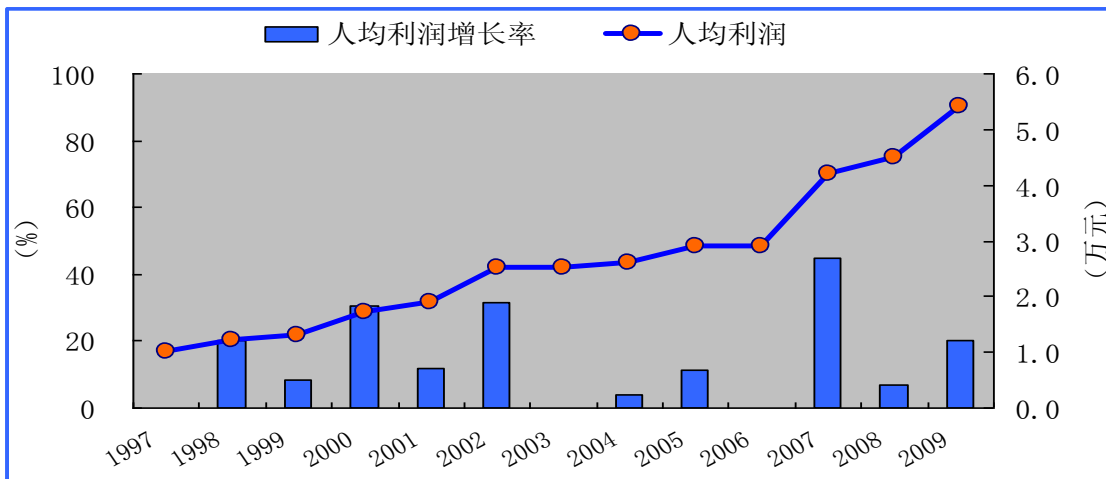
未经炮制加工的中药材属于农副产品，国家历来采取偏重于保护生产者利益的政策取向，一般有低价保护和补贴但没有高价限制。近年来，中药材价格出现较大幅度的波动，总体呈上涨趋势。特别在非典、禽流感和部分主产地气象灾害后，部分大宗药材的涨幅惊人。

图表 15 2003 年以来国内中药材价格波动情况



资料来源：医药经济报

图表 16 2009 年分月度统计国内中药材价格变化情况



资料来源：医药经济报

图表 17 2009 年国内部分药材价格上涨情况

品名	规格	产地	1 月价 (元)	12 月价 (元)	涨幅 (%)
板蓝根	统	东北	3.7	25	576
金银花	统	河北	72	370	514
天南星	小	河北	12	50	317
薄荷	统	安徽	2.5	10	300
三七	120 头	云南	61	227	272
冬花	统	河北	23	85	270
淮山药	毛	河南	6	22	267
金银花	统	山东	82	300	266
怀菊花	统	河北	11	35	218
桔梗	家新	河北	12	38	217
升麻	关外	东北	9	27	200
白芍	一等	安徽	5	14	180
泽泻	统	四川	4	11	175
大茴香	统	广西	8	20	150

玄参	统	湖北	4	10	150
北沙参	统	河北	9	22	144
麦冬	统	四川	14	34	143
太子参	统	安徽	20	44	120
黄连	鸡爪	四川	35	76	117
丹参	统	河北	4	8.5	113
郁金	湿	福建	8.5	18	112
青翘	水煮	河南	13	27	108
川芎	老	四川	9.7	20	106
旱半夏	家新	山西	36	73	103
紫参	统	甘肃	7.5	15	100

资料来源：医药经济报

图表 18 2009 年部分药材价格创出历史新高

品名	历史最高价	09 年最高价	品名	历史最高价	09 年最高价
黄柏	8	17	薤白	14	33
威灵仙	13	17	怀菊花	20	35
苦杏仁	17	21	桔梗	20	50
赤芍	9	23	节菖蒲	65	72
野菊花	15	28	旱半夏	48	73
白鲜皮	16	28	猪苓	110	120
北沙参	24	28	桑螵蛸（生）	70	170
升麻	12	30	重楼（大）	170	240
青翘	25	30	三七（120 头）	220	260
板蓝根	17	31	大海	170	300
苍术	12	32	水蛭	230	370
沙苑子	22	32	金银花	300	390

资料来源：医药经济报

从历年的价格统计分析来看，中药材价格每 3-4 年呈现一个周期，在最高价格回落后一般将保持次高价运行，并有可能出现再次冲高。近年来药材价格上涨，影响因素很复杂且具有相当的不可预测性，主要包括：

- **中药及中药保健品需求增加。**近年来全球兴起的绿色回归理念加上中药本身具有的预防、治未病的功效，使得源自天然的中草药及其衍生产品需求大增。随着国内国外对中药药用及保健功能逐步认识和了解，中药材需求未来仍将维持增长。这是支撑中药材价格整体向上的主要因素。
- **野生资源锐减。**我国前期重视经济建设而忽视了环境保护，加上无节制的乱采滥挖，野生中药材资源受到很大的破坏。80 年代初，内蒙古鄂托克前旗每年野生麻黄蕴藏量 1 万吨，1994 年已急剧下降到不足 2000 吨，有些品种如石斛几近灭绝。国家目前对一些珍稀野生药材实行禁采和限采，客观上减少了药材的供应量。
- **近年来中药材种植面积下降。**中药材种植需要精细的田间管理，基本依靠手工作业，机械化程度低。近年来的城市化和劳动力向城市流动过程中，分流了部分青壮种植劳力，加上粮食价格持续上调降低了药材种植的经济动力，使得实际种植面积减少。同时由于缺乏有效的市场和品种导向，种植往往“跟价不跟市”，造成重复栽种频发，药价高涨时大量组织生产，

形成同期集中上市，导致药材价格急剧下滑，部分药农损失严重，各地区集中上马开发药材种植使得药材供应一度超出市场需求，导致前期的“烂市”严重挫伤药材种植积极性，迫使部分药材基地改种其他作物。据不完全统计，我国药材种植面积常年在 300-700 万亩之间，2002 年最高达到 740 万亩后逐渐呈递减趋势，2008 年我国北方药材种植面积下降到了 100 万亩左右。锐减的供应量成了药材涨价的推手。

- **事件因素引发。**最近几年药材价格的大幅波动，除正常的供求失衡之外，往往还存在一些非常态因素的推动，有时还在其中起了很重要的作用。2003 年爆发的非典疫情，一度使得市场上板蓝根价格从 2 元/千克左右飙升到最高 60 元/千克，2008 年末甲流感来袭，金银花价格从每千克 20 余元最高涨至 260 元，今年上半年的云南大旱造成三七价格从 90 元/千克一路上扬，最高价格突破 600 元/千克。少数品种的上涨带动其他药材价格跟风提价，造成整个药材价格普涨局面。



资料来源：中药材天地网 西部药学院论坛 药材网等 华创证券

- **人为炒作。**除以上各种客观因素以外，近年来的药材市场价格越来越多显现出人为炒作的痕迹，以灾害、事件或概念为题材，采取囤货惜售的手段，利用巨额资金优势，联手对某种或几种药材轮番炒作，诱导市场产生药材价格轮涨的预期，推高整个药材价格普遍上升。

3. 未来价格螺旋式上升趋势持续，短期仍有惯性上涨

对中药材价格未来变化分析，我们考虑一下几方面因素：

- ◆ 国家医改和新农合建设加速，中药产品（包括中药饮片）被纳入国家基本药物目录和医保目录，将扩大中药产品的基本需求，同时国民对中药产品的治疗及预防保健功效的认同将进一步刺激国内市场需求放量。
- ◆ 绿色回归理念的进一步普及以及包括欧美等国外市场对中药价值的逐步认可，未来中药需求量预计仍将维持增长。国际市场需求增幅有望加大，对中药材价格形成有力支撑。

- ◆ 土地资源紧张、粮食及农副产品价格上升、药材种植人员流失以及药材价格大幅波动造成种植信心下降，使得短期内药材种植面积不会出现较大攀升，供需矛盾达到完全平衡尚需时日。
- ◆ 国家发改委 13 日发布了《关于市场价格异常波动时期价格违法行为处罚的特别规定（征求意见稿）》，加大对恶意炒作哄抬物价行为的监管力度，将在一定程度上遏制中药材价格的大幅虚增。
- ◆ 中药材行业自身的规律，如药材储藏耐久、种植（养殖）与采收周期、间茬栽种要求等，使得中药材价格随供应变化呈现一定周期性的可能性依然存在。
- ◆ 中药材行业 GAP 认证将是未来中药材行业缓慢而长期发展方向，具体实施仍有诸多限制因素，对行业影响将是一个逐步释放的过程。总的效果来看将逐步提升药材价格，但在短期对中药材价格不会构成重大影响。

图表 19 部分中药品种种植周期

品种	种植期（年）	品种	种植期（年）	品种	种植期（年）
三七	3-4	云当归	1-2	白术	1
云木香	3	半夏	2-4	白芍	3-4
大黄	3-4	细辛	3-5	黄芪	1-3
金银花	3-4	石斛	3	巴戟天	5
五味子	4-5	防风	1	甘草	4-6
首乌	3	人参	6	黄连	5

资料来源：中药材 GAP 证实施与认证检查评定标准实务全书 中草药学 华创证券

基于以上逻辑，我们认为，中药材价格未来整体将呈现螺旋式上升的趋势并维持周期性变动的特征，目前的中药材价格处在周期的较高点，未来仍有小幅上升趋势，但已包含了一定程度的泡沫，未来 1-2 年品种价格将出现分化，如不出现重大疫情或影响药材种植的重大自然灾害，受发改委价格处罚政策调控，本轮受炒作而价格严重虚高的品种将出现明显回调并逐步回归正常价格，但受灾害影响重大、种植期长的品种，如三七、金银花、云当归、云木香、首乌等，将在价格做一定程度修正后，仍维持次高价位运行，其他普通大宗药材价格后期将逐步维持进入稳定水平。

需要留意的是，异常气候与人为炒作对近期药材市场价格影响越来越大，特别是资金炒作往往利用气候对产量的波动为诱因，大幅轮作推压药材价格，如继三七价格大幅上涨之后，太子参价格从 09 年底每公斤 119 元猛涨到现在的 905 元，上涨近 8 倍。由于药材市场缺乏系统的管理法规和行业规范，加上价格放开政策和监管相对薄弱，预计未来资金对某些品种轮流炒作的现象还有可能发生。游资的投机性和药材市场的不透明性使得对单品种药材价格的变化趋势很难把握，药材贸易的风险有增高的趋势。

4. 药材价格对饮片及成药上市公司的影响各有不同

近十年来的粗略统计数据显示，中药材价格整体呈周期性上升趋势，以 40 种常用大宗药材为样本，平均年增幅在 9.5% 左右，略高于全国 GDP 增量。2007 年下半年至 2008 年上半年，国内大多数家中药材价格一路下滑，测算平均价格达到十年最低，由于受金融危机的影响，下半年的反弹趋势受抑延迟。09 年初因受甲流影响，板蓝根、金银花率先涨价并带动其他药材上涨，下半年出现的云南大旱再次推动价格上行。因此 09 年开始的药材价格暴涨属疫情、灾情等事件因素与周期因素叠加形成，价格飞涨为正常趋势下的过度反弹。今年（10 年）基本维持了上涨周期特征，

据中国中药协会统计数据，从去年 9 月至今年 9 月，全国市场上 537 种中药材中有 84% 涨价，多数品种涨幅在 5%-180% 之间，其中涨幅在 50% 以上的占到 28%。

◆ 对中药饮片上市公司的影响

本轮药材价格飞涨，对中药饮片生产的影响要小于成药。主要原因是中药饮片大多不受国家价格限制，无论作为终端消费或是作为成药生产投料，均可通过价格调整消化部分成本，饮片产品对药材价格涨跌的风险具有一定对冲效应。但由于价格上涨将带来终端消费动机降低，以及由于价格上涨引起成药限产或停产，将在一定程度上消减部分由饮片价格上涨带来的额外收益。

目前上市公司中从事饮片生产与销售的企业不少，但以饮片生产为主业的仅有康美药业一家。公司在行业中处于龙头地位，饮片质量和渠道优质稳定，其价格可望与药材形成一定联动，药材价格变化对公司主营业务影响有限。公司业务涉及上游中药材贸易，已预先储备了三七等大批药材，粗略测算三七单品有望获得约 5 亿元左右毛利。公司目前已完成对亳州中药材市场的收购，并就安国中药材市场收购事宜与当地政府已签订框架协议，对药材贸易的话语权和价格控制力逐步加大。本轮药材价格上涨及部分品种价格大幅飙升对公司药材贸易业务形成实质利好，并有可能获得超预期收益。公司是本轮药材价格上涨的受益者。

◆ 对中成药上市公司的影响

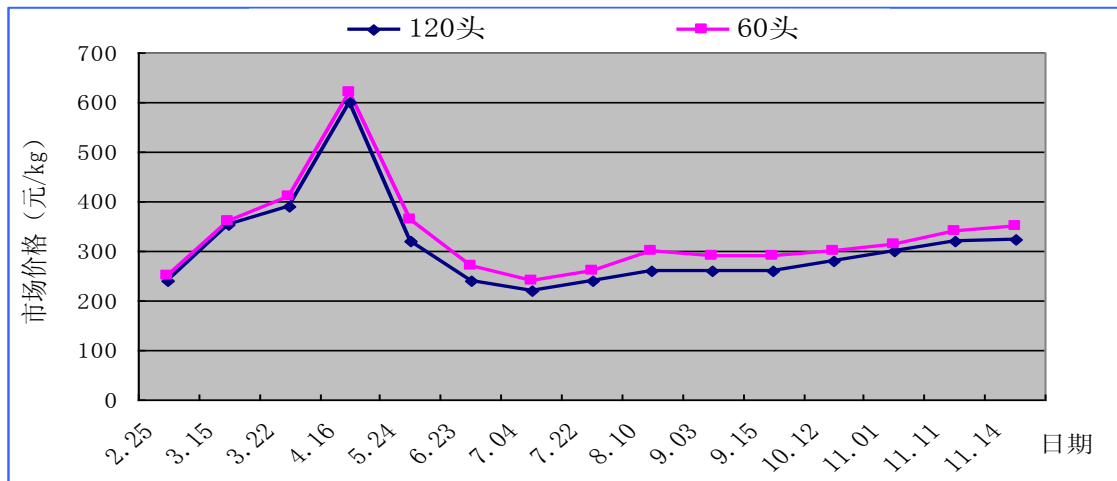
中成药生产企业是在药材价格上涨中受伤最重的行业。除优质优价品种具有较大价格弹性以外，其余品种均受到国家药品价格管理办法的限制，在药材价格上升的大趋势下，药企将承受越来越重的成本压力。对于栽培期较短的品种，短期可通过消化库存待次年新货上市后，可以维持较稳定的毛利率，但对于栽种期较长而缺少新货供应的药材，成本压力将持续显现。近期来看，成本压力最明显的来自三七药材。

09 年秋开始的云南大旱对三七的影响最为严重。云南文山州是我国最主要的三七主产地，产量占到了全国总量的 97%，大旱导致受灾逾总面积的 95%，成灾面积约 50%，部分种植地面临绝收。预计当地今年三七产量将减产 30% 以上，种子产量将减少 20% 以上。由于三七种子

种植期达 4 年，籽条（种苗）种植也要 3 年，因此，大旱的影响将延续到 2012 至 2013 年。

尽管受发改委处罚限制，投机炒作将有一定收敛，但需求缺口将仍然维持三七价格在较高位运行，不考虑通胀因素，未来 2-3 年，三七价格可能在 300 元/kg 的价格中心上下波动。三七属活血化瘀药物，上市公司中以此为主要原料的企业主要有云南白药、天士力、片仔癀等，主打产品中三七用量较大。

图表 20 昆明药材市场 2010 年部分月份三七价格走势



资料来源：健康网 昆明信息港 昆明药材市场信息 华创证券

图表 21 受三七价格影响较大的上市公司及产品

上市公司	主要品种	主要原料或成分
云南白药	云南白药	三七、冰片、麝香等
天士力	复方丹参滴丸	丹参、三七、冰片等
白云山	复方丹参片	丹参、三七、冰片等
片仔癀	片仔癀	麝香、牛黄、蛇胆、三七等
中恒梧州制药	血栓通注射液	三七等（三七总皂苷）
	血栓通胶囊	三七、黄芪、丹参、玄参等
昆明制药	血塞通注射液	三七等（三七总皂苷）
	血塞通胶囊	三七等（三七总皂苷）

资料来源：公司招股说明书 药品说明书

上述产品中云南白药、片仔癀为国家绝密配方，复方丹参滴丸为国家机密产品，其他产品配方比例也是各企业的商业秘密，详细资料无法获取，较难做出三七成本敏感度测算。通过查

图表 22 部分三七原料药品品种主要三七有效成分含量

			三七主要成分含量（/g 药品）			
生产企业	产品	原料部位	三七皂苷 R1 (mg)	人参皂苷 Rg1 (mg)	人参皂苷 Rb1 (mg)	总皂苷
云南白药		主根	1.48	35.1	3.04	
天士力	复方丹参滴丸	主根	1.26	3.03	3.11	
片仔癀	片仔癀	主根	5.15	20.3	20.7	
广药白云山	复方丹参片	主根	1.61	5.47	5.13	
中恒梧州制药	血栓通注射液	主根	1.97	12.04	22.28	
昆明制药	血塞通粉针	剪口				200/400mg

资料来源：中药新药与临床药理 2002, 13 (3) 中国药师 2010 13 (2)，中国医药指南 2010 8 (6)，中国药理学杂志 2003 38 (9)，三七总皂苷 HPLC 方法研究及应用（广州中医药大学学位论文）等，华创证券

图表 23 三七不同用药部位主要成分含量百分率

	三七皂苷 R1	人参皂苷 Gg1	人参皂苷 Rb1	总皂苷
三七主根	1.14%	4.13%	4.12%	11.04%
三七剪口	1.41%	5.51%	5.1%	14.37%

资料来源：云南植物研究 2005, 27 (6) 中国医药生物技术 2008, 3 (4)

注：以上数据选自三年期采收的三七材料，来源云南文山，其他来源材料检测结果有一定降低。检测方法采用高效液相色谱（HPLC）

图表 24 部分三七原料药品品种中三七用量

		折合三七药材用量 (/g 药品)			
产品	原料	R1 含量计算	Rg1 含量计算	Rd1 含量计算	以总皂苷含量
		(mg)	(mg)	(mg)	计算
云南白药	三七主根	129.82	849.88	73.79	
复方丹参滴丸	三七主根	110.53	73.37	75.49	
片仔癀	三七主根	451.75	482.59	520.43	
复方丹参片	三七主根	141.23	132.45	124.51	
血栓通注射液	三七主根	136.81	291.53	540.78	
血塞通粉针	三七剪口				2.088g/支

资料来源：华创证券

询有关研究文献，我们了解成药生产主要用到三七药材的用药部位为主根和剪口，其主要成分的比例如下表：由于不同厂家及同一厂家不同批次药品成分含量存在差异，我们的数据均取对应厂家重复检测的多个数据的平均值。

以云南白药为例。云南白药三七系列产品中以白药胶囊为主，约占中央产品成药销收 55%左右，提价后价格 33.38 元（0.25g×32）和 17.1（0.25×16）元，按 09 年子产品销售 25.83 亿元收入折算，约生产胶囊 3.38 亿克，折合三七药材约 287 吨。公司产品含三七系列占比超过 90%，全部产品所需三七药材约 470 吨，如从原料到成品三七损耗率 15%计，中央产品三七总消耗应不小于 560 吨，加上两翼产品，粗略估计药材需求在 650 吨以上。但公司地处云南，便于对三七药材进行战略储备，并建立建有三七种植基地，对三七价格的成本压力有一定承受力，对公司业绩影响不会太大。

广药白云山 09 年采购三七药材总计逾 800 吨，旗下三七主要需求为白云山和黄中药生产的复方丹参片，另有部分产品以三七为辅料。但公司产品品种和系列丰富，并且包含多个西药和生物制药品种，近期部分西药原料价格走低将有利于公司对冲中药材成本。公开资料显示，公司有短期调整产量的迹象。09 年年报复方丹参片 2009 年销售收入 2.96 亿元，同比增长仅为 1.47%，约占中药产品总收入的 40%，按中成药占到公司收入的 30%计算，复方丹参片只占白云山总收入的 12%左右。公司通过加强生产流程控制和产品结构调整，加上公司此前药材的战略储备，本次三七价格暴涨对公司整体影响有限。

天士力公司对三七药材的需求主要为主打产品复方丹参滴丸，成分中以丹参为主，三七属于辅药，依照年销售额 12 亿元计算，粗略估计年需求在 100 吨以内。公司 09 年年报称对三七药材配备了

战略储备，约可满足 3 年生产需求。我们认为，公司三七需求量不大，药材储备较容易满足，加之产品线较丰富品种多，通过调整产品结构，可以在一定程度上弥补三七成本压力。但按 09 年销售收入计，复方丹参滴丸单品占总收入 30%，因此三七价格上涨对公司收入仍有一定影响。

片仔癀系列产品 09 年销收为 2.73 亿元，按 170 元/粒价格（以 2009 年境内及境外价格加权平均）估算年成品产量 5 吨左右，三七原料需求量较小，对三七药材价格变化可以短时完成储备，购进价格可能相对较低并可支持较长时间生产需求，成本压力不明显。

血栓通系列和血塞通系列是中恒集团和昆明制药的主打产品，近年来增长迅速，且产品基本以单种三七为原料，成药中三七有效成分含量高，原料需求较大。特别血塞通以三七芦头剪口为原料，价格高于主根。因此预测中恒集团和昆明制药对三七药材涨价敏感度有可能要高于上述四家企业。

我们预计，三七价格的大幅波动可能促使企业提前储备药材。本轮大幅上涨前三七价格持续处于低价位，一段时间跌到成本以下，药企多在此阶段有购入作为储备的行为，综合各方面因素影响，药材生产企业储备延长至半年到一年左右生产用量是可能的。因此我们预计，迟至 11 年一季度三七成本压力将逐步体现。尽管企业将采取相应的产品价格调整、管理经营手段或会计方法平滑对业绩造成的冲击，但未来两年三七价格上涨对利润带来的影响是应当予以考虑的。

5. 中药材 GAP 认证对行业发展的影响

中药材 GAP（Good Agricultural Practice），意译为“中药材生产质量管理规范”。它是我国中药制药企业实施的 GMP 重要配套工程。《中药材生产质量管理规范（试行）》于 2002 年 6 月 1 日起颁布施行，并于 2003 年 11 月 1 日开始执行《中药材生产质量管理规范认证管理办法（试行）》。《管理规范》对药材产前（如种子品质标准化）、产中（如生产技术管理环节标准化）到产后（如加工、贮运等标准化）全过程进行了规范，涉及中药材行业的资源、环境、材料、工艺、机构、人员以及认证流程。

对于认证制度的推行对行业发展的影响，我们认为：

- ◆ **GAP 制度推行是行业发展的方向。**中药材行业 GAP 认证制度是着眼于本行业长期发展的战略措施，是提高整个中药行业标准化水平系统工程的重要环节，进而形成完整而科学的管理体系，提高重要产品质量和国际竞争力。10 年 7 月颁布的新《药品价格管理办法》征求意见稿规定，符合中成药主要原料均使用 GAP 药材或者均使用较高等级药材，可以进行价格调整。因此，GAP 认证是中药材行业未来发展的趋势，未来有可能成为产品市场准入和评级的重要指标。
- ◆ **行业自身特征使得短期内 GAP 制度看起来很美。**国内中药材行业业态和特征使得规范与认证依然任重道远，短期内可能很难广泛实施，主要原因在于：（1）GAP 认证制度适合于企业化和规模化的行业业态，我国中药材行业目前的农业耕作方式使得认证短期内难于大规模实施。目前 GAP 只作为一种推荐标准执行，与 GMP、GSP 具有不同的法律地位。（2）GAP 认证过程的高额费用，不仅对分散经营的耕种养殖户，而且对我国多数的中药企业，也将是较高的成本负担。如天士力公司 250 亩丹参基地的 GAP 认证共投入了 6000 多万元，广州白云山板蓝根基地通过 GAP 认证耗费了 5 年时间，总投入 5000 多万元，这对目前大部分生产者来说不能不说是一道高企的门槛。（3）药材种植自身的规律，如部分品种不能连茬栽种、部分地区土壤、气象环境不同而需要采取差别田间管理；同一地区水文气象异常导致药材质量变化；产区迁延，土壤肥力变化而进

行休耕复肥或轮作，必然造成重复或反复认证，执行的可行性存在问题。（4）执行标

图表 25 部分上市企业 GAP 种植基地情况

企业名称	基地名称	所在地
云南白药	三七 GAP 种植基地	云南文山
天士力	丹参 GAP 种植基地	陕西商洛
同仁堂	党参 GAP 种植基地	山西陵川
同仁堂	山茱萸 GAP 种植基地	河南内乡
广州药业	黄芪 GAP 种植基地	内蒙乌兰察布
宛西制药	山茱萸 GAP 种植基地	河南西峡
江中制药	太子参 GAP 种植基地	贵州施秉
益佰制药	荜苳 GAP 种植基地	贵州平坝
东阿阿胶	驴 GAP 养殖基地	内蒙古巴林左旗
信邦制药	太子参 GAP 种植基地	贵州雷山
信邦制药	何首乌 GAP 种植基地	贵州施秉
广州白云山	板蓝根 GAP 种植基地	安徽阜阳

资料来源：上市公司公告 健康网中国医药经济信息网 华创证券

准规范的药材将有更高成本，但如果没有市场差别待遇，认证企业药材将无法在价格上与非认证产品竞争。我国中药材行业目前监管体系尚不健全，执行力度不够，市场尚未形成有效的产品准入规范，在配套体系未形成的情况下，认证并不意味能从中获益。

- ◆ **GAP 的推行应将规范与末端控制相结合。**我国《中药材生产管理质量规范》是参照欧盟的方向及药用植物生产规范起草的，是一个行业规范条款，对品种较单一、产地固定、大面积种植耕作或工厂化生产情形较为适用。我国中药材品种多，涉及种植和养殖品种覆盖地域广，品种特性差异大，农艺技术复杂，存在很多不可控因素。即使符合规范中的 104 款检查内容，也存在较大的品质波动的可能。因此，GAP 的推行除实施条款控制设定禁止或否决项外，结合对药材产成品内含物检测作为监控和分级评定标准，将更有利于规范的具体实施。
- ◆ **GAP 的实施将抬高中药材价格，但最终将形成多方共赢的局面。**我们认为，短期来看执行《中药材生产质量管理规范》并执行 GAP 认证制度将加大行业生产成本，导致药材价格上升，但从行业长期发展角度，药材产品的标准化和规范化将削减下游中药饮片和中成药的加工和前处理成本，降低原料损耗。同时产品质量的提高所带来的溢价和产品竞争力增强所带来的国内及国际市场扩大，将有效冲抵消化原材料所带来的成本压力，并推动我国中药行业参与国际中药产品的高端竞争。因此，长期来看 GAP 认证的实施将最终形成消费者、厂家和商家各方共同受益的局面。

二. 中药饮片行业：创新与整合共促行业质与量同步提升

中药饮片一词最早出于清代《本草从新》一书中，指对净制后的中药材按中药理论加工炮制后，形成具有特定药用效果、可直接用于临床治疗或用作中成药直接投料的处理后的药材。中药材必须经过炮制后才能入药，同一种药材通过不同的炮制过程可以产生不同的药效和药力。临床处方上未做特殊说明的药材均指饮片。

1. 中药饮片行业位居中药三大子行业核心地位

中药饮片不仅只是对中药材做简单机械加工，其重要性在于对材料的炮制过程。中药生材成分复杂，直接应用一般会产生不良反应甚至毒性作用，必须通过炮制降低药材毒副作用，缓和或改变药性及药物作用趋向，以便于调剂和制剂，同时增加服用的适口性，最终才能达到预定疗效。中药饮片既可以作为中成药制造的直接投料，也可根据处方直接调配入药，具备有原料和成药的双重功能，质量直接关系到中药处方制剂的临床疗效和安全性，在中药行业三大支柱中处于核心地位。

2. 行业企业结构失衡质量较差，但缺憾也是未来变造的方向

我国中药生产企业中可从事中药饮片生产的企业众多，但其中以中药饮片为主营业务的企业只占少数。按 2010 年 5 月统计数据，在全部的 2284 家中药生产企业中，归属中药饮片生产企业的只有 769 家，占比为 33.7%。其中绝大多数是中小型企业。

图表 26 我国中药饮片生产行业企业结构

	2008 年 1-11 月		2009 年 1-11 月		2010 年 1-5 月	
	数量	占比 (%)	数量	占比 (%)	数量	占比 (%)
中药制造企业	2019		2193		2284	
其中						
中药饮片企业	661	32.74	713	32.51	769	33.68
其中						
大型	1	0.15	1	0.14	0	0
中型	26	3.93	24	3.37	33	4.29
小型	584	88.35	688	96.49	736	95.71

资料来源：万得资讯 健康网 华创证券

在经营水平和盈利能力上，小企业的亏损数量和比例最高，08、09 年前 11 个月和 10 年前 5 个月占比分别为 87/88、91/92 和 80/82，并且利润率远低于同类型的大中型企业，而国内唯一的一家大型饮片生产企业的毛利率优势突出，高于行业品均毛利率近 1 倍。利润率过低严重障碍小企业成长，也为未来的行业整合埋下了伏笔。

图表 27 我国规模类型饮片企业近年生产效益指标对比

企业规模		营业收入 (亿)	同比增长 (%)	利润总额 (亿)	同比增长 (%)	利润率 (%)
2008 年 前 11 个月	小型	260.50	41.11	13.60	50.96	5.22
	中型	64.76	22.4	5.51	5.66	8.5
	大型	3.91	22.61	0.36	4.89	9.14
2009 年 前 11 个月	小型	334.79	27.32	18.09	30.64	5.4
	中型	83.06	18.18	8.39	39.52	10.09
	大型	12.87	31.45	2.75	147.44	21.37
2010 年 前 5 个月	小型	173.66	47.48	10.20	77.22	5.87
	中型	50.72	9.11	6.37	21.18	12.56
	大型	9.36	107.23	1.88	167.65	20.07

资料来源：万得资讯 健康网 华创证券

中药饮片企业在我国区域分布上不均衡，主要集中于西南、华中及中东部一带地区，省区间差异很大，2009 年前 11 个月统计，川、鄂、鲁、皖、京 5 省市饮片企业资产总量几乎占据全国的半壁江山，销售收入位列前五位的鲁、皖、川、豫、吉 5 省占全国总销售收入的 54.9%。

2008年1月1日,我国对中药饮片实施GMP强制认证,未获得认证的企业不得从事中药饮片生产。饮片行业市场秩序混乱的状况得到一定改善,但由于监管难度和力度上的原因,无证生产现象以及非法生产的质次价低产品冲击合法生产者仍然较普遍,这也是造成行业利润率偏低的主要原因之一。而国内饮片手工作坊式和工业化生产方式并存,工艺主要沿袭传统的粗加工模式,采用现代中药饮片标准进行深度加工的高附加值产品极少,是影响到行业利润率低的另一个重要原因,也确定了饮片行业未来发展的方向。

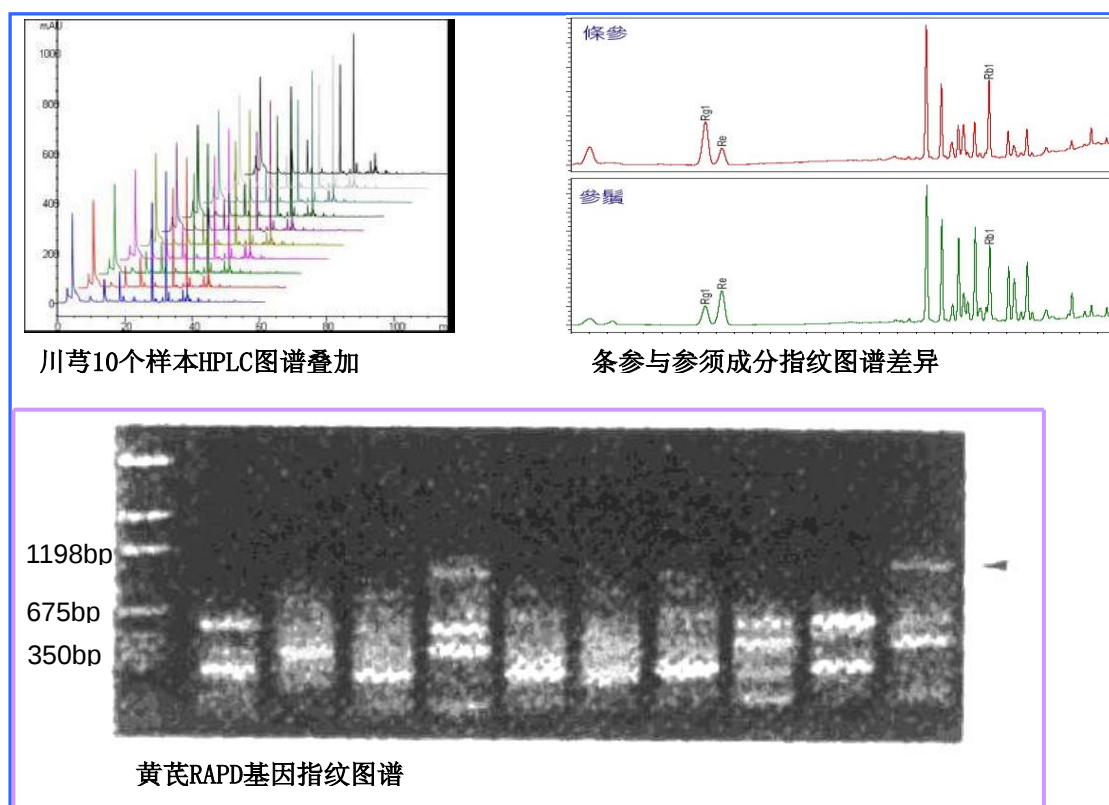
3. 行业未来发展趋势：扩容、整合、创新是未来的主题词

我们认为中药饮片未来的发展存在较大的空间,主要原因在于:

- ◆ 受惠于医改及新农合建设,以及全球绿色回归风潮的兴起,中药饮片未来市场存在很大的需求增长预期。2009年颁布的《国家基本药物目录(基层医疗卫生机构配备使用部分)》中,首次将中药饮片纳入范围并作为重要内容单独构成目录的第三部分,行业发展得到国家政策层面的支持。
- ◆ 价格制度和招标制度有利于饮片行业化解成本风险。国家对中药饮片不实行最高限价的政策,使饮片生产对上游药材价格变化的敏感性降低,有利于行业发展所需的利润积累。同时,我国对医保目录饮片的招标方式多采用以企业为标的而非品种为标的,将对规模突出和炮制技术稳定的企业形成有力的竞争优势,推动行业生产水准和工艺的整体精良化和特色化。
- ◆ 新工艺下的新型产品将吸引更多的消费人群。传统的散装饮片已跟不上时代的发展,采用新的小规格包装饮片可有效解决散装饮片消费中存在的分量不准、组分不均等问题,密封包装减少了环境不利因素如虫蛀、霉变、氧化、挥发等对饮片质量影响,增强消费市场对饮片质量的信任度。同时,直用型、功能配伍型以及中药配伍颗粒(包括单方颗粒和配伍颗粒)将有效解决中药购买和煎制服用不便。以华润三九为例,09年公司中药配方颗粒销售收入达2.13亿元,增长42.77%,10年上半年销售收入达1.35亿元,同比增幅达到49.81%,均为同期各分产品增幅最高者,显示饮片的新型产品对市场消费形成拉动。近几年中药饮片销售及利润增高,也提示饮片行业自身的创新与发展符合现代社会的消费需求。



- ◆ **行业规模仍将扩大，盈利水平逐步增强。**缘于消费市场扩大（包括医院、药房及终端消费和海外市场）及现阶段较低的行业技术和资金壁垒，短期行业规模仍将继续扩大。中长期来看，随着 GMP 认证制度推行和监管力度加大，行业内部的重组整合及行业触角延伸将是未来热点事件，行业整体质量将得以提高。随着现代中药饮片的推行，新型的高附加值饮片产品将明显提高行业平均盈利水平。
- ◆ **现代中药饮片是行业未来发展的目标。**目前的中药饮片可细分为精制饮片、普通饮片、制剂生产用饮片、特殊管理饮片和中药配方颗粒饮片，但饮片炮制技术缺乏规范。《国家中药炮制规范》收录约 500 余个品种，大部分品种采用各地方规范，彼此间不统一甚至对立时有发生，导致饮片质量参差不齐。现代中药饮片是在统一的标准指导下，对地道药材或传统中药饮片进行深度炮制加工。当下饮片行业所发展出的小规格包装饮片、中药配方颗粒等，仅属于对精确性和饮片形态进行的初级现代化更新，而采用柱色谱、超临界萃取、大孔树脂吸附、膜分离、指纹图谱等多种技术，对炮制后的饮片获得一种或几种有效部位以及几种有效部位组合的经药理评价，才形成真正意义上的现代中药饮片。现代中药饮片有严格的质量标准和质控要求，主要活性成分清楚，比例确定，具有可控性，可以在中医药理论的指导下直接使用或配伍使用，避免了传统中药繁琐的称量配伍煎制过程。现代中药饮片实际上将中药炮制与配伍技术与西药制药理论结合起来，将促使中药产品扬长避短，提升中药整体的应用性和市场竞争力，参与全球医药市场的高端竞争。



4. 行业未来发展路径：从量长到质升的嬗变，分化形成行业新模式

我们认为，中药饮片行业因其重要的行业地位，未来仍会有持续增长，在监管体系组建成熟并发挥作用的前提下，以手工作坊生产方式的粗糙产品将逐渐被压缩淘汰，最终可能形成少数几家从事专门饮片生产，其余多家成药生产企业拥有饮片业务的格局，并可能经历一下三个阶段：

短期：未来 3-5 年内从事饮片生产企业还将扩张，主要表现为量上的扩张，企业数量和平均规模

扩大，同时也有质的增长，盈利水平差距拉大。

中期：未来 5-15 年内，中药饮片行业量的扩张将逐渐让位于产品品质的竞争，技术薄弱的小企业生存空间日益受到挤压，同时行业间重组与并购加剧，其中包含企业主动重组合并行为。

远期：行业未来 15-20 年左右将基本完成分化组合，部分饮片生产企业通过重组，成为大型综合型中药制造企业的业务环节或分支。部分饮片企业以并购组合方式形成大型专业饮片生产企业，并依靠优势在中药饮片现代化过程中抢占市场先机，产品向附加值高的新型饮片发展。

三. 中成药行业：机遇来自于从基础创新到现代化转型的过程

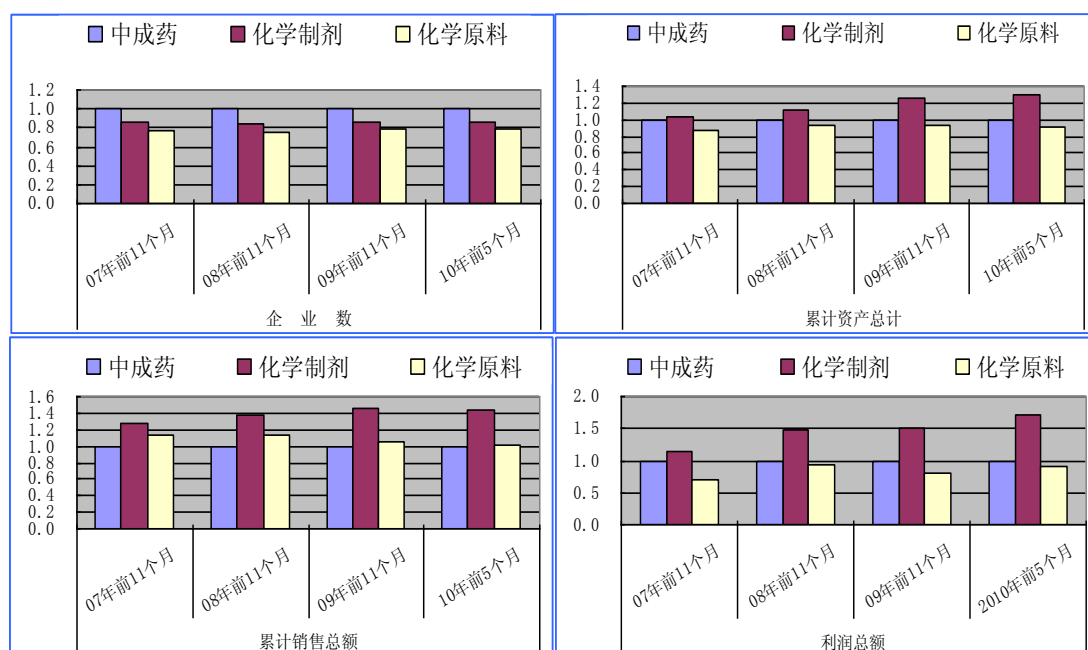
1. 中成药生产企业是行业收入和利润的主要来源

中成药行业在我国整个医药行业中占据重要地位，不仅在中药子行业起主导作用，而且在数量规模上也位居整个医药行业首位，产品销售收入基本占中药行业 70%-80%（不含药材贸易收入），行业特征基本代表了整个中药行业的特征。其产成品中成药主要指按一定治病原则配方制成、随时可以取用的现成药品，如各种丸剂、散剂、冲剂、针剂等。与可直接服用的饮片有很大不同，中成药已不具备原始药材形态。中成药行业是中药行业的主要创收来源。

2. 行业平均规模偏小，低壁垒引起同质化竞争频现

中成药生产企业数目庞大，但仍然存在企业整体规模偏小，生产集中度不高的问题，其中小型企业在数量上仍占据主导地位。与医药行业另两个主要子行业化学制剂、化学原料行业对比，行业企业平均资产产量低于化学制剂和化学原料行业，特别在中型企业数量构成上相对化学制剂行业还有不小差距。但大型企业比例大大高于中药饮片行业。

图表 28 中成药企业与化学制剂、化学原料企业规模与盈利水平对照



资料来源：万得资讯 华创证券

注：图中均以中成药企业数、累计资产总计、累计销售总计、利润总额绝对值为 1，换算化学制剂和化学原料对应指标的相对比率构成。

图表 29 中成药行业企业规模构成与化学制剂、化学原料行业比较

	2008 年 1-11 月	2009 年 1-11 月	2010 年 1-5 月
化学制剂企业	1195	1262	1290
其中	构 成 比 例 (%)		
大型	1.59	1.66	1.94
中型	22.68	22.90	23.57
小型	75.73	75.44	74.50
化学原料企业	1069	1172	1188
其中	构 成 比 例 (%)		
大型	1.59	1.71	1.85
中型	13.75	15.70	15.15
小型	84.66	82.59	83.00
中成药企业	1408	1480	1514
其中	构 成 比 例 (%)		
大型	1.78	1.62	1.52
中型	14.56	14.93	14.99
小型	83.66	83.45	83.49

资料来源：中国医药经济信息网 华创证券

相对中药材和中药饮片而言，中成药制造的工业化水平最高。但由于行业生产标准化及质量监控体系建设滞后，中成药行业仍具有相对资金和技术壁垒较低的特征，企业进入与退出障碍小造成行业低水平竞争频繁，行业整体效率低，资源浪费严重，影响了行业的增长。

在地域分布上，中成药产业在我国相对较为均衡，除西北地区较弱以外，其他各大区均有大型和各类中小型企业，传统大省、市如吉、鲁、川、粤、赣、渝等优势稳定，近 3 年排名前 5 位的省市企业资产总值和销售收入在全国的占比分别稳定在 38-39%和 42-43.5%的范围。

3. 工业化发展与现代化程度低所衍生的行业现状

历改革开放后 30 年的发展，中成药行业形成了行业自身较为鲜明的特征：

(1) 行业企业整体质量大幅提高。我国中成药企业生产已基本告别了八十年代前后那种前店后厂的作坊式生产，形成了工业化与自动化为主导的产业模式，生产管理模式也在中药行业中最具现代特征，特别在实行 GMP 认证和中药现代化建设推动下，在规范化标准化以及硬件设施方面有明显提高。另一个鲜明的特点是行业企业综合实力明显增强，注重产业结构的调整和产业链的延伸，企业跨领域甚至跨行业从事生产经营不乏其例。如云南白药、同仁堂、广州药业等，已形成药材种植、饮片加工、成药生产、药品销售以及西药制造等完整主产业链和多元化产业格局。

(2) 产品应用与覆盖领域拓宽，新产品开发加速。随着中药基础研究的进展，中药的应用领域逐步拓宽，在传统的治疗方式和治疗领域基础上，强化了保健、预防功能，并在新的病理学研究基础上，发展药物的新治疗功能。如在离子通道指导下应用中药治疗脑卒中，在免疫学理论上应用中药治疗肿瘤等。同时新的功能性产品开始涉足日用品、化妆品、食品饮料等行业领域，形成新的业务与利润增长模式。

(3) 行业品牌效应突出，大品牌大品种战略初现成效。中药的疗效是经过数千年的积累和归纳而形成的，不注重对效应组分及机理的阐述，在产品数量多而功能同质化较突出的前提下，中药消费市场对品牌的认同和忠实度要明显高过西药产品，形成了中成药行业自有的特征。经过多年的经营，行业内已形成一批知名品牌企业，如同仁堂、云南白药、东阿阿胶、片仔癀、马应龙等，产生了众多如复方丹参滴丸、片仔癀、云南白药、马应龙痔疮膏、东阿阿胶等享誉市场的产品。

(4) 产品出口持续增长，但竞争力缺失造成占比过低。我国中药产量在世界中药生产总量约占 50% 左右，但出口额仅占世界草药（包含中药及未纳入中药体系的植物药及原料）市场的 3% 左右。近十年来我国中成药出口持续增长，但由于产品创新与科技含量不足，在整个中药行业出口额占比基本处于 15%-20% 之间的范围，主要出口仍以原料和植物提取物为主。

图表 30 我国部分年份中成药在中药出口总额中的比例

年份	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09
比例 (%)	15.3	16.8	19.1	16.4	15.7	19.2	19.0	—	18.6	19.7	17.2

资料来源：中国中医药报 中国医药信息网 华创证券

(5) 科技水平和研发能力仍是行业短板。我国中成药生产企业存在的突出问题是新药的创新性科技含量不高，多数新药的创新点是药味和剂量的稍加变化，或者是制备工艺改变不大的剂型改进，1985 年-2007 年间所申报的 22094 新药评审项目中，属改剂型的 11839 项，仿制型的有 6539 项，两项合计达到总数的 83.2%，而在中药的独特、高效和质控方面缺少重大创新性突破，开发目标基本以国内市场定位，研发的新药很难进入国际市场。

图表 31 2005 年以来我国中药新药申报注册类型汇总表

注册类型	05 年	06 年	07 年	08 年	09 年	10 年(至 7 月 2 日)
1 类	0	6	0	2	2	0
2 类	2	2	0	0	2	0
3 类	4	0	2	1	0	0
4 类	1	0	0	0	0	0
5 类	5	11	7	10	6	7
6 类及以下	326	288	44	40	72	90

资料来源：国家食品药品监督管理局药品评审中心 华创证券

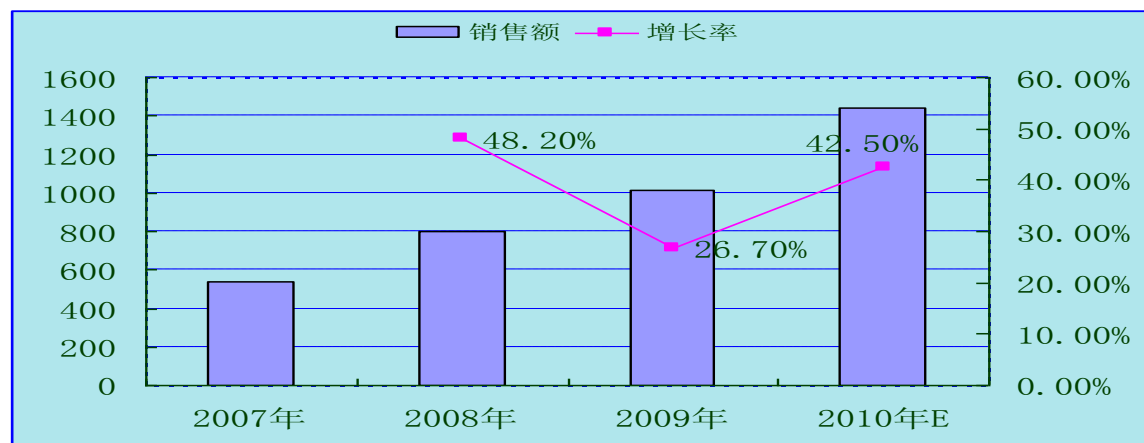
4. 四大因素构成行业未来向上发展的驱动力

(1) 国内市场的扩张短期给行业快速发展带来难得的机会

- ◆ 2009 年颁布的《国家基本药物目录》中中成药入选 102 种，约占了全部录入药物的 1/3。
- ◆ 《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》中成药（不含中药饮片）入选 1032 种，占据近 1/2 的比重。
- ◆ 09 年医保目录在原基础上取消中药品种 59 个，增加 234 个，净增 175 个品种，而同期西药净增品种 127 个，
- ◆ 2009 年我国 65 岁以上的人口占总人口 8.5% 约 1.13 亿人，并呈现持续增加趋势。

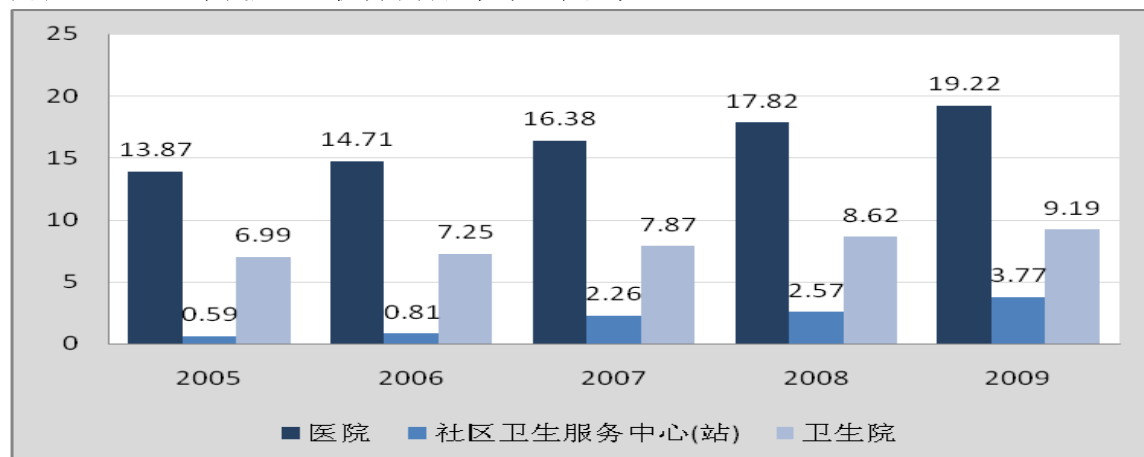
◆ 中华医学学会所做的一项调查显示，我国农村和城市人口亚健康状况比例分别达到 45%和 70%，保守估计绝对人口数可达 7 亿。

图表 32 南方所统计和测算我国第三终端药品销售额（亿元）



资料来源：南方经济研究所 华创证券

图表 33 近 5 年我国卫生机构诊疗人次数（亿人次）



数据来源：卫生部

受国家医疗体制改革的推动，社区及农村基层医疗机构扩张加速，国家低水平、广覆盖的医保方针将更大程度发挥中成药性价比优势，预期未来还将有新的中药产品进入基本药物目录和医保目录。而中药对慢性病的治疗效果、特有的调理作用及“治未病”的功能，对我国老龄人口及亚健康人群数量不断增加的人口及健康构成，未来存在很大的市场空间。

(2) 医疗观念的变化将带来国际市场中长期的增长预期

◆ 美国每年有 1.8 亿人自费购买包括中草药在内的保健品，花费约 200 亿美元，并呈逐年递增的趋势。为此，美国 73 名议员联名提议在美推广中医药。2007 年，美国 FDA 首次认同中医与西医一样为独立科学体系，并在药品审批中接受中药理念。

◆ 09 年美国草药及植物膳食补充剂市场销售额出现较大幅度增长。主流市场的销售增幅大约是 08 年的两倍，总销售额为 50.30 亿美元。芦荟是市场最畅销的补充剂，姜黄销售额同比增长约 22.7%。接骨木在天然保健品市场的销售额同比增长约 50%，而黄芪增加了 27.7%。

◆ 目前在澳大利亚销售的中草药有 600~800 种。中国内地出口的药品占 60%，澳全国约有 17.9% 的人接受过中医治疗。10 年 1 月 29 日澳大利亚成立了中药行业联合会，并从 2012

年起，政府将对全国的中医进行注册，中医药纳入该国的医疗保险体系。

◆ 经历连年持续增长，自 2007 年起，我国中成药对欧盟出口量增幅同比放缓，2010 年我国中成药对欧盟出口下滑的趋势出现转机，一季度出口量为 261 吨，同比增加 29%；出口额为 322 万美元，同比增长 14%。在人民币升值的大背景下，1-8 月中成药总出口交货值达到 25.7 亿元，同比增长 10.6%。

◆ 由于缺乏标准化和明确的药理说明，我国中药产品只能以食品、膳食补充剂的名义出口欧美等国家。2004 年 3 月颁布的《欧盟传统植物药注册指令》将于 2011 年 3 月开始实施，但是截至目前，我国还没有一个中成药能以药品身份在欧盟国家销售。《指令》一旦执行，中成药就将不能再在有着广泛市场需求的欧盟国家销售。

可以预见，随着回归绿色，崇尚自然的理念在全世界范围日渐深入人心，国际市场对中医药的功效正在加深了解与认同，中药的消费量将节节攀升，国际上近年有转向中草药植物药的趋势，长期看来，我们对中药打入发达国家医药市场有着较高预期。但由于我国中药行业存在标准化程度低和药理学上的差异，中药在国际上获得广泛认同尚需时日。

图表 34 2009 年中药材及饮片出口部分国家或地区

国家和地区	出口额（万美元）	出口量（万吨）	同比增减（%）
中国香港	11938.9	8.2	15.2
中国台湾	3257.7	1.8	11.5
越南	8496.4	3.2	12.2
马来西亚	1941.1	0.5	13
新加坡	1542.4	0.3	4
印度	1523.1	0.7	554.5
美国	1966.8	0.6	11.5
德国	1303.3	0.5	7.4

资料来源：万德资讯

图表 35 2009 年中成药出口部分国家或地区

国家或地区	出口额（万美元）	出口量（吨）	同比增长（%）
香港	6150	3456	5.3
日本	1228	388	-5.7
美国	1059	1261	7.8
马来西亚	646	674	-14.5
新加坡	640	476	12.6
越南	546	238	53.4
英国	382	327	-15.1
澳大利亚	344	161	1.4
贝宁	309	636	32.7
加拿大	279	168	-16.2

资料来源：万德咨询

(3) 行业重组与整合山雨欲来，集中度提高是大势所趋

◆ 国家产业政策支持中药企业间的兼并与重组。国家近期发布的《关于扶持和促进中医药

事业发展的若干意见》明确指出，“加大支持力度，鼓励中药企业优势资源整合”。工信部、卫生部和国家食药监局发布的《关于加快医药行业结构调整的指导意见》要求“完善企业兼并重组支持政策，认真落实有关企业兼并重组的政策措施。”“鼓励优势企业实施跨地区、跨所有制的收购兼并和联合重组，...显著提高企业规模经济水平和产业集中度。”

◆ 新的 GMP 规范及认证制度将在今年开始推行并在两年内完成，新制度将在原有基础上进一步提高中成药企业的行业壁垒，淘汰一批技术、产能和效率低下的中小企业，促成行业规范化和集中化。

◆ 消费市场对品牌的认同将推动优质规模企业与一般企业的分流，加剧同业与跨行业合并整合，遏制低水平重复生产。类似于 800 多家企业生产同一种六味地黄丸的现象将淡出市场。

◆ 中药现代化战略的实施将国际市场纳入中药行业长期发展目标，将有利于行业中核心竞争力强、综合优势明显的大型企业最终胜出市场。

中成药行业整合大幕早已拉开，随着新规范新制度的推行以及监管力度的不断加大，行业同类企业或跨子行业企业整合将逐渐提速，行业加速向集约化、规范化发展是未来时期的潮流。

图表 36 中药行业近年来部分企业兼并整合行为

	重组方/收购方	重组方/被收购方	整合方式
2004 年	三九医药	日本东亚制药	收购
2004 年	同仁堂	香港和记黄埔	重组
2005 年	健康元	丽珠集团	收购
2006 年	天士力	天津金纳生物	收购
2007 年	重庆慧远药业	新加坡新中医药保健品公司	收购
2008 年	马应龙	汉深大药房	收购
2009 年	同济堂	安徽精方药业	收购
2010 年	武汉健民	广东诺尔康药业	收购
2010 年	华润集团	北药集团	重组
2010 年	云南白药	西双版纳制药厂	收购
2010 年	红日药业	北京康仁堂	收购
2010 年	益佰制药	云南南诏药业	收购
2010 年	康美药业	四川滕王阁制药、保宁制药	收购

资料来源：公司信息披露报告 华创证券

(4) 中药现代化是行业未来快速成长并经纬国际市场的制高点

◆ 德国施瓦伯公司生产的银杏制剂命名为“EGB761”（含量标准为：银杏黄酮 24%，萜内酯 6%，原花青素 7%，A 物质 13%，B 物质 2%，C 物质 20%，Z 物质 4%，Y 物质 5%，不明成分 13%，水与溶剂 3%，其它成分 3%）。已取得正式药品地位并在欧盟国家上市，八十年代进入美国市场，2001 年销量位就已居美国草药产品第 3 名。

◆ 法国益普生公司生产的银杏药物达纳康，按照 1997 年的销售统计即已达 7.18 亿法郎。银杏药品在法国很受欢迎，以至于法国政府决定不将这款销量过大的药品列入保险范围。

◆ 2003 年，美国草药市场达 40 亿美元，每年中药贸易额增长达到 20%，中药销售额占 140 亿美元。欧洲市场占了世界（除中国外）植物药销售总额的一半。2009 年 Nutrition Business Journal 测算：2009 年美国草药类膳食补充剂市场的总销售额为 50.30 亿美元。

◆ 广药集团和中国医学科学院在北京钓鱼台国宾馆联合宣布，“丹参基因组框架图”成功绘制完成。这是全球发布的首个药用植物基因组框架图，意味着广药集团在全球率先进入中药基因时代。

◆ 2010 年 8 月，天津天士力的复方丹参滴丸圆满完成 FDA II 期临床试验，并即将进入临床 III 期试验。临床试验结果显示疗效显著且无一出现药物不良反应。我们测算，如成功通过临床 III 期并在美国上市，保守估计年销售额将达到 5 亿美元。

◆ 中药饮片剂型改革“配方颗粒”2009 年销售超 10 亿，这是我国初步向中药现代化建设迈进的成功一步。

中药现代化的关键在于中成药制造业行业的现代化，主要是实现生产过程的标准化和产品的标准化，即生产流程的规范实施和产品的全组分控制。因此，对产品的组成、有效成分、性质、药理等方面的定性与定量认定是达到现代化标准的的核心要求。中药行业特别是中成药制造的现代化是行业自此而始的未来将着力打造的核心竞争优势，也是中药跨入国际医药市场的桥梁，未来我国世界级中药企业的产生将取决于在中药现代化建设中的竞争结果。

第三部分 中药现代化对行业的影响

一、 中药现代化的内涵

所谓中药现代化，其核心内涵是以中医药理论和实践经验为基础，将传统中医药的优势特色与现代科学技术相结合，借鉴国际通行的医药标准和规范，研究、生产、经营、和使用中药。其基本要求是对中药的原料、中间产品及成品的成分与比例进行确认，建立药物功效的物质基础。现代中药仍然以中医和中药理论为指导，但在可知与可控性上有质的提高。

1. 中药现代化是一项系统而渐进的过程

中药现代化不仅包括结果，也包括行为与过程，必须建立从药材种植到成品评价等一系列的标准规范，包括 GAP、GLP、GCP、GMP、GSP 和 ADR 监测等各个环节的法规与制度。同时，也包括中医药理论随时代而进行自身的补充和发展。

运用现代科技对传统中药的生产、制备和应用方式的有益改良均可纳入中药现代化的过程，从大阶段来看，应包括以下几个步骤：

◆ 阶段 I：剂型的创新。在传统的丸、散、膏、丹基础上，形成片剂、胶囊、注射液等现代剂型。目的是形成有效、方便的现代中药制剂，即所谓三快三小。

◆ 阶段 II：组分控制与纯化。采用现代的分离纯化技术，减少或剔除药物中无效成分如糖类、蛋白及多肽类、鞣质、色素等，提高药物的有效性与安全性。

◆ 阶段 III：全组分与机理控制。应用现代分析检测和高通量筛选技术，结合规范的药物试验标准，研究出清晰的药效物质基础和明确的有效成分机理，并在中医理论指导下，形成

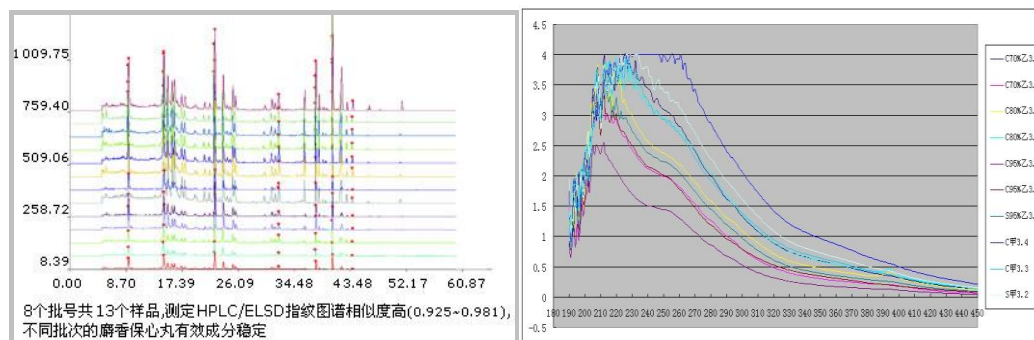
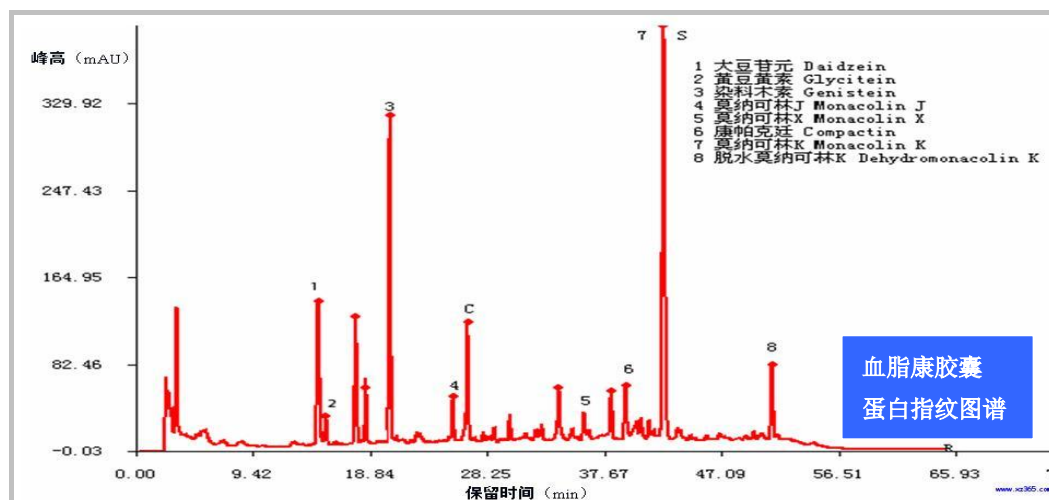
主要以有效成分、有效部位或有效部位群组入药或配伍的单方或复方中药制剂。

2. 中药现代化的两条途径：复方中药的可知与可控+中药西化

中药现代化并不是要形成成分纯净的单体药物或已知有效物的简单组合，而是在中药辨证治疗原则和中药君臣佐使理论指导下，对已有成分及机理加以明确，一方面对可对药物的效果和安全性进行控制，另一方面也为了适应国际通行的药物评价体系，从发展上也有利于对中药配伍的定向改良或创造。中药之长，关键在于利用药味间的促进、协同、抑制、拮抗作用，

达到整体治疗与保健，同时克服副作用及不良反应，这是西药所很难具备的。中药现代化可以在确定的整体配方下，进行的微观可知与可控的深度探索，否则，中药自身的优势将丧失殆尽。因此，中药现代化不是简单的西药化。事实上，在中药研究中常常会出现有效成分提取越纯，疗效反而越差，副作用越强的现象。如刺五加对血压具有双向调节作用等，应用于配伍方剂中其药效和选择性明显，而提取物双向调节作用往往大大削弱或消失，机体对药物吸收的选择性差。

中药西化是指天然化学药工艺，主要是植物化学药，即对天然植物中药的有效成分加以纯化浓缩，以达到提高药物效价的目的。我国植物药及单方成药中，部分品类有效成分单一且功效明确，对这部分药物采用西药纯制形成单体药物或有效化合物组合，可以获得更好的疗效，也更符合西方药学评价体系的认同，如目前在抗肿瘤领域用量最大的紫杉醇类药物，就是来源于中药红豆杉科植物（紫杉、东北红豆杉等）中。因此，植物化药可以作为中药走向国际的先行品种。



麝香保心丸 13 个样品 HPLC/ELSD 指纹图谱对照

紫外光图谱

图表 37 部分（动）植物中药材主要化学成分及功能

源药材	提取物	功能
红豆杉属植物	紫杉醇	抑制微管形成，抗肿瘤
黄花蒿	青蒿素	抗疟疾及红斑狼疮
刺参	酸性粘多糖、刺参素	显著增强机体免疫，抗白血病及呼吸、消化道肿瘤
薏苡仁	薏苡仁油（康莱特）	抗肺癌、肝癌及其他转移肿瘤
莪术	榄香烯	抑制有丝分裂，诱发凋亡
银杏叶	银杏黄酮	改善血管循环障碍
黄芩	汉黄芩苷	Ca ²⁺ 通道抑制剂，抗炎症、免疫增强及抗肿瘤
灵芝	灵芝多糖	免疫增强剂，抗肿瘤及辅助治疗
斑蝥	斑蝥素	抑制蛋白及核酸合成，抗肿瘤
黄芪	黄芪多糖	免疫增强剂，抗病毒性疾病及肿瘤
鬼臼毒素	华鬼白（小蘗科）	抑制微管聚合及有丝分裂，抗乳头瘤病毒病
荜苳	异荜苳苷	延长缺氧心肌细胞存活时间
川芎	川芎嗪	抑制血小板聚集，扩张小动脉，改善微循环
三七	人参皂苷-Rd	离子通道双向抑制，抗脑卒中等心脑血管疾病

资料来源：中药学 中华药典

3. 中药现代化过程将催生行业形成国际级的大企业

中药是我国为数不多的在世界上具有特别领先优势的领域。中药现代化解决的是我国中药进入国际主流市场存在的认证与评价体系的障碍，以发展的眼光看，未来中药在全球存在巨大的市场空间。

在政策层面，由工信部、卫生部和国家食药监局发布的《关于加快医药行业结构调整的指导意见》明确指出：“优先发展具有中医药治疗优势的治疗领域的药品，培育 50 个以上疗效确切、物质基础清楚、作用机理明确、安全性高、剂型先进、质量稳定可控的现代中药。”“推广应用中药多成分含量测定和指纹图谱整体成分控制相结合的中药质量控制技术。开发现代中药制剂，结合中药特点，重点发展适合产品自身特点的新剂型。”“重点支持创新药物产业化、基本药物上水平、药品生产质量保证体系升级、中药现代化、医疗器械国产化。”

中医药是我国领先于特有优势资源，源于我国中药黄花蒿中的单体提取物青蒿素，被世界卫生组织评价为全球唯一治疗疟疾的特效药。近期广药集团的华佗再造丸已被列入俄罗斯国际基本药物目录并在东欧等国市场积极扩张、与美国 NIH 合作进行板蓝根药物研发、天士力的复方丹参滴丸在美国圆满完成 II 期临床试验即将进入 III 期临床等事件已在提示我们中药国际化的趋势。

我们认为，中药国际化的过程伴随的将是中药现代化的过程，并且在此过程中所需的软硬设施的支持也倒逼企业自身综合实力的提升，行业超级企业的诞生将出现在从传统向现代化转换中取得先机的优质企业中。

二. 中药注射剂对行业发展的影响：利远大于弊

最早的中药注射剂产生于我国上世纪 40 年代初。中药注射剂是对传统剂型与用药途径的重大改变，本身归属于中药现代化的初级阶段。

1. 近几年中药注射剂不良反应事件频发

近几年出现的中药注射剂不良反应事件，一度把中药注射剂安全性问题推向了风口浪尖。据统计，近 2007-2009 年全国中药不良反应中，中药注射剂约占 3/4。

2. 中药注射剂不良反应产生的原因有多方面因素

- ◆ 药品本身的原因。有些中药成分如绿原酸、丹参酮、牛黄等，本身具有较高的致敏性或抗原性。
- ◆ 制备工艺原因。如制剂中含有蛋白、多肽、鞣质、热源物等杂质，或加入的助溶剂、抑菌剂、止痛剂等。
- ◆ 用药不当。严重不良反应中，多数有与其他药物合并联用、超量使用、改变给药途径等不当用药情况。
- ◆ 储运过程中导致药品外源性污染。
- ◆ 患者体质差异。
- ◆ 使用说明不全面。
- ◆ 伪劣药品。

图表 38 近年来发生的中药注射剂不良反应事件

2003 年-2005 上半年	葛根素注射剂的新发不良反应病例报告共 1006 例，其中 11 例死亡。
2005 年	莲必治注射液、穿琥宁注射液等品种因严重不良反应被修改药品说明书。
2006 年 6 月	发生鱼腥草注射液不良反应 5488 例，严重不良反应 258 例，死亡 44 人。
2007 年	国家食品药品监督管理局公布了 25 种具有严重不良反应的中药注射剂。
2008 年 10 月 5 日	云南省红河州 6 名患者使用刺五加注射液出现严重不良反应，3 例患者死亡。
2008 年 10 月 19 日	陕西省 4 名新生儿使用茵栀黄注射液后，发生不良反应，1 名新生儿死亡。
2009 年 2 月 9 日	青海省 3 名患者静脉输双黄连注射液后，发生疑似不良反应，1 名患者死亡。

资料来源：国家药品不良反应监测中心 华创证券

3. 中药注射剂的临床不良反应发生率远远低于西药抗生素

- ◆ 美国波士顿药物不良反应监测机构（BCDSP）报告，注射青霉素过敏反应发生率为 0.1%。
- ◆ 我国每年因抗生素不良反应造成的死亡人数为 8~10 万人，在各类药品不良反应“黑名单”上，抗生素居首，约占 48%。中药排在生物药剂之后，位列第三，不良反应率约 20%，其中有 70%为中药注射剂。
- ◆ 我国每年约有 2 亿人次使用鱼腥草注射液，国家药品不良反应监测中心 17 年间共接到鱼腥草注射液不良反应报告 5488 例，严重药品不良反应 258 例。两项不良反应率非常低。

图表 39 两种典型中药注射剂与头孢类抗生素临床不良反应率对比

时间	统计单位	注射剂	使用量	不良反应例数
2007 年	北京东直门医院	清开灵	27200 支（1300 人）	1
		参麦	7800 支	0
2008 年		清开灵	29440 支	3
		参麦	10799 支	0
2002 年	甘肃白银市第二人民医院	头孢类抗生素	1000 人	30

资料来源：中国青年报（09-10-26） 甘肃中医学院学报 2004 21（1）

4. 中药注射剂已构成我国中药产业中重要的组成部分

中药注射剂近年发展迅速，已成为我国中成药行业中的重要组成部分。99 年至 06 年，全国中药注射剂市场年平均增长率超过 30%。08 年销售排名前 10 位的中成药品种中，中药注射剂占了其中的 6 种。09 医院十大采购品种中，中药注射剂品种有 3 个，而在 2006-2009 年医院市场份额排名前 20 位的中成药品种中，注射剂更是占据 16 席之多。中药注射剂产业年销售额已超过 200 亿元，每年有 4 亿人次使用中药注射剂。特别在抗心血管疾病和肿瘤领域，中药注射剂的份额不断攀升。在中药抗肿瘤药物市场，最主要的药物剂型就是注射液，十大品牌有 7 个是注射液。09 年前 10 大品牌在抗肿瘤中成药市场份额之和为 58.54%。

图表 40 2009 年度医院采购十大品牌

产品名称	生产商	医药采购（百万）	增长率（%）
马来酸桂哌齐特	北京四环制药	1489	32
氯吡格雷	Sanofi-Synthelabo	1260	34
单唾液酸四己糖神经节苷脂钠	Minsheng Pharma	1117	30
奥美拉唑	齐鲁制药	1069	28
疏血通	AstraZeneca	1063	16
丹红注射液	牡丹江友博	1057	34
阿卡波糖	步长集团	970	25
血栓通	拜耳	904	45
头孢唑林钠	梧州制药	836	54
前列地尔	深圳九新药业	833	24
	北京泰德制药		

资料来源：南方药研所标点医药信息

图表 41 我国九城市心脑血管中成药前 10 位市场份额（%）

排名	品种	公司	2007	2008	2009	CAGR（%）
1	疏血通注射液	黑龙江友博	2.2	2.1	5.0	85.1
2	丹红注射液	山东步长	3.0	4.8	4.7	52.0
3	醒脑静注射液	无锡山禾药业	2.2	3.3	3.9	66.8
4	血栓通注射液	梧州制药	2.9	3.3	3.6	35.6
5	银杏叶注射液	河北神威药业	1.3	2.0	2.7	78.3
6	通心络胶囊	河北以岭药业	3.4	3.2	2.6	6.3
7	银杏叶注射液	珍宝岛制药	2.2	2.5	2.5	29.5
8	复方丹参滴丸	天士力	3.0	2.7	2.2	2.6
9	银杏叶片	扬子江药业	2.1	2.1	2.1	23.5
10	丹参酮IIA磺酸钠注射液	上海第一生化	1.9	1.8	2.0	22.4

资料来源：南方药研所标点医药信息

图表 42 2009 年我国部分主要抗肿瘤中成药市场占有率增减情况

品种	2006	2007	2008	2009
康艾注射液	1.75%	2.14%	2.28%	2.33%
参芪扶正注射液	1.91%	1.76%	1.72%	1.64%
艾迪注射液	1.71%	1.29%	1.45%	1.52%
金水宝胶囊	1.16%	1.13%	1.35%	1.36%
复方苦参注射液	0.99%	1.12%	1.07%	0.99%
香菇多糖注射液	0.53%	0.92%	0.88%	0.93%
合计	8.05%	8.36%	8.75%	8.77%

资料来源：南方医药信息网 华创证券

5. 降低中药注射剂风险可有较大的作为空间

中药注射剂绕过皮肤、粘膜和肝脏等防御屏障直接进入血液，要做到完全没有不良反应是不可能的，但在目前条件下降低不良反应发生率是完全有作为空间的。主要可通过：

（1）强化注射剂质量规范要求，提高成分及含量控制标准。2007 年颁布的《中药、天然药物注射剂基本技术要求》对原料、辅料、制备工艺、质量标准等都做了更高的要求。

（2）采用先进制备工艺和设备。国内中药注射剂大多报批时间较早，提纯工艺多采用水醇法、蒸馏法、醇水法等，水平显见滞后。而采用超声提取、超临界流体萃取、膜分离、大孔树脂吸附、真空带式干燥、喷雾干燥等现代纯化、分离和浓缩技术，将大大提高注射剂质量。

（3）重点发展单体、单味和少味复方中药注射剂，逐步过渡到多味复方制剂。多味复方制剂尽管可以有很好的疗效，但囿于企业目前的设备与技术环境，达到相应技术标准将有较大难度和较高投入。在当前情况下，单体、单味和组成不多于 3 味的复方中药注射剂较易实施成分的可知与可控，相对风险较小。

图表 43 中药注射剂部分技术标准前后对照

中药注射剂研制指导原则(1993 年)	中药、天然药物注射剂基本技术要求（2007 年）
净药材投料，指标成分的总含量应不低于总固体量的 20%（静脉用不低于 25%）。	原料、中间体、制剂均应分别研究建立指纹图谱。明确结构的成份，一般不低于已明确成份的 90%。
有效部位投料有效部位的含量应不低于总固体量的 70%（静脉用不低于 80%）。	有效成份制成的注射剂，主药成份含量应不少于 90%。多成份制成的注射剂，所测成份应大于总固体量的 80%。
	有效成份制成的注射剂，单一成份的含量应不少于 90%；多成份制成的注射剂，总固体中结构明确成份的含量应不少于 60%。

资料来源：卫生部 国家中医药管理局 华创证券

我们认为，在更高的生产标准和工艺水平下，通过对标准的不断完善和监督，并规范生产、流通、临床用药环节，中药注射剂不良反应风险将会有效得以控制，一段时期内将是中药企业竞相争夺的高点，也是行业企业未来有较大的发展空间领域。

6. 中药注射剂再评价将有利于净化现代化中药的生态环境

针对中药注射剂不良反应事件报告上升的现状，国家药监局启动了中药注射剂再评价工作，重点涉及 6 个方面：

- (1) 中药注射剂生产工艺处方核查和监督检查；
- (2) 中药注射剂再注册管理；
- (3) 中药注射剂再评价工作；
- (4) 药品标准提高工作；
- (5) 中药注射剂不良反应（事件）监测；
- (6) 流通环节的监督检查和药品抽验。

评审工作已于 09 年 7 月 20 日全面展开。第一批综合评价的品种为双黄连注射剂和参麦注射剂，其他制剂也逐次展开评审工作。

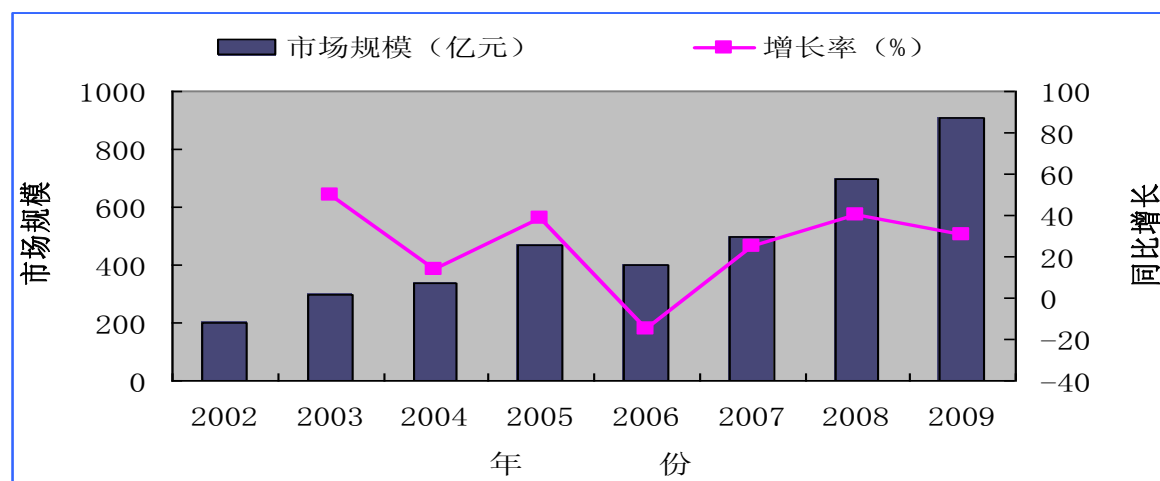
我们认为，对于中药注射剂过去没有任何机构做过整体系统研究，安全性再评价工作没有可供参考的研究评价标准，因此，本次再评价工作一方面为了改变中药注射剂产品基础研究薄弱，生产工艺、制法和质量标准不一的问题，提高有效性和安全性，另一方面也是为了建立系统的、并与国际标准接轨评价体系，为未来的中药现代化铺路搭桥。中药注射剂是传统中药剂型和给药途径的重大创新，很大程度上弥补了中药在急救方面的弱势。再评审目的是为了规范并促进中药注射剂的健康发展而非遏制或者取消。因此，我们对再评审最终的结论抱有乐观的预期，鱼腥草注射剂暂停后恢复使用也暗示了中药注射剂再评审的大方向，并且相信完成在评审后的中药注射剂市场，在淘汰一批不合格企业和不合格产品后，将在更高的标准和更现代化的评价体系下展开有序竞争，并在此基础上推进深层次的中药现代化和国际化进程。

第四部分 养生保健将成为行业未来广阔的延伸市场

一. 我国保健品市场尚处启动阶段，但近年来市场消费持续递增

我国目前健康消费还主要集中于药物医疗方面，保健消费所占比例很小，从绝对值来看，我国尚处在基础消费阶段，按 09 年计算，我国人均消费保健品约 68.4 元，而发达国家和地区如美国、西欧、日本、韩国等人均在保健消费支出早超出 1000 元，差距十分悬殊，截止 09 年，我国保健品市场份额在整个医疗保健体系里面仅仅占 5% 左右，也预示着保健产业未来成长的空间十分广阔。从消费发展趋势看，近年来保健品市场增长强劲，从 03 年起，市场规模持续增长，特别是从 07 年开始增幅稳步加快，06-09 年复合增长率超过 30%，显示保健消费正逐步普及，市场逐渐升温。按目前的发展趋势，至 2015 年我国保健品的销售额将超过 4000 亿元，年人均消费约 300 元。

图表 44 近年来我国保健品市场规模增减情况



资料来源：中国医药网 华创证券

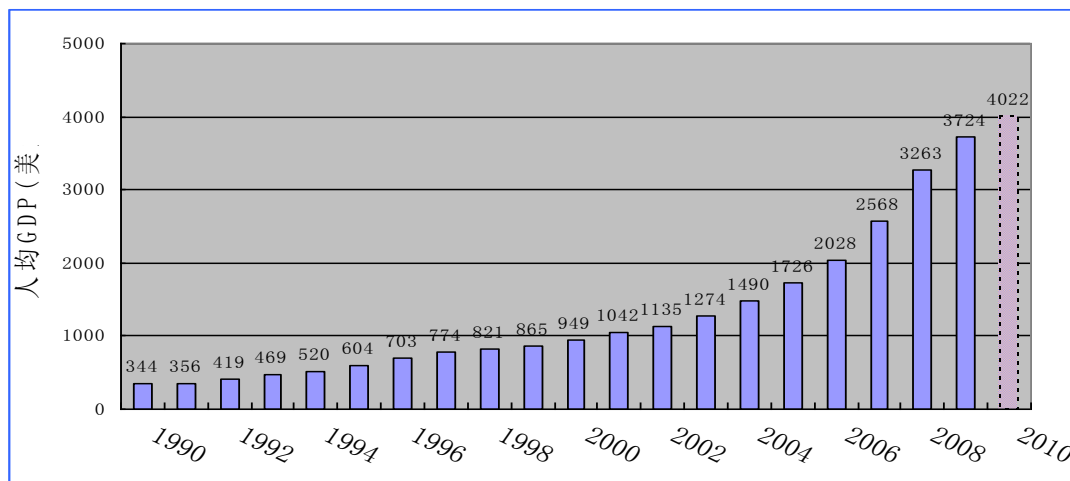
二. 我国养生保健品消费市场潜力巨大

目前我国上市的保健品主要集中在提高免疫、降低血脂、抗疲劳和延缓衰老四方面，适用人群除儿童、妇女外，更多的向老年人及亚健康人群集中。目前我国老年人及亚健康人群人数逐年递增，从 1999 年进入老龄社会，至 2009 年我国 65 岁以上老龄人口达到 1.13 亿，占全国总人口的 8.5%，预计老龄人口峰值将出现在 2050 年，总数将达到 4.37 亿，占总人口约 1/3。同时，据中华医学会所做的一项调查显示，我国农村和城市人口亚健康状况比例分别达到 45% 和 70%，保守估计绝对人口数可达 7 亿以上。同期世界卫生组织发布的全球人类健康状态：15% 人群处于健康状态；70% 人群处于亚健康状态；15% 人群处于疾病状态。参照此数据，保守估计我国处于疾病与亚健康状态人群逾 9 亿。这些人群将构成保健品的主要消费群体。

三. 我国健康消费模式转换已接近人均 GDP5000 美元的关键节点

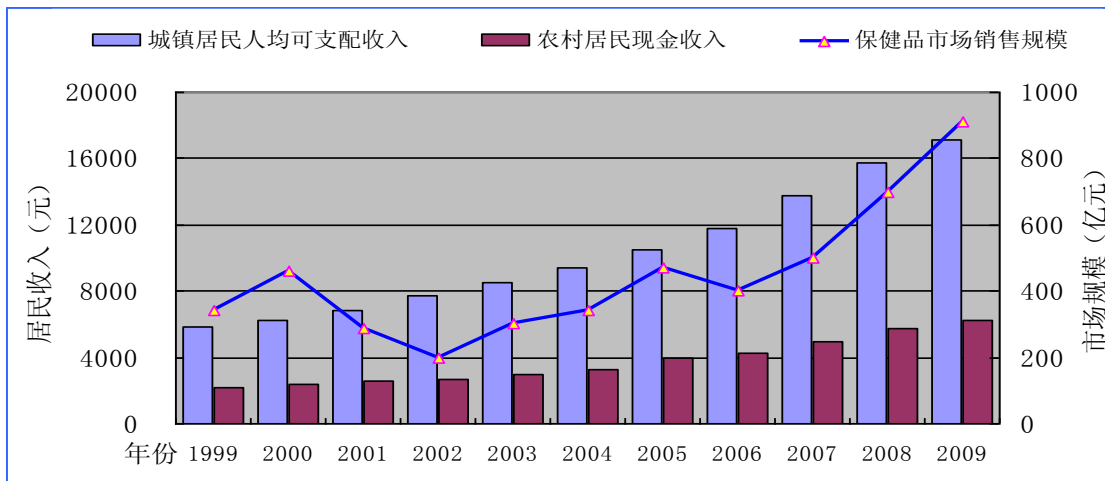
我国自改革开放以来经济持续 30 年高增长，09 年国内生产总值仅落后日本 3.24 个百分点，10 年有望超过日本跃居世界第二位，而相应的人均 GDP 也在快速增长，09 年已超过 3700 美元。依据人均 GDP 与人类活动及行为的变化关系统计，当人均收入达到 5000 美元时，健康消费和精神消费将出现快速增长。参照居民消费恩格尔系数分析，我国该项指标 03 年就已低于 40%，按照联合国制定的标准，我国正从小康向相对富裕型社会转化，09 年城市居民恩格尔系数将下降至 37% 左右，消费结构将发生转型。据发达国家发展经验，当恩格尔系数接近 35% 左右时，民众在健康方面的支出将大幅度上升，对健康消费将从功能要求向精细消费转化，更重视诸如药物不良反应及副作用、疾病预防与保健、日常养生及滋补需求。保健品消费需求将出现快速增长。日本厚生省的统计，从 1997 年到 2003 年，日本营养保健产品的消费从 1314.5 亿日元增长到 5668.8 亿日元，而医药用品消费则从 8921.5 亿日元下降到 6718.4 亿日元，我国上海、广州等发达城市近年保健品消费快速增长，一定程度可以反映我国未来健康消费结构的变化趋势。

图表 45 我国近 20 年来人均 GDP 增长情况



资料来源：国家统计局 中国统计年鉴 华创证券

图表 46 城乡居民可支配收入与保健品消费规模的相关性



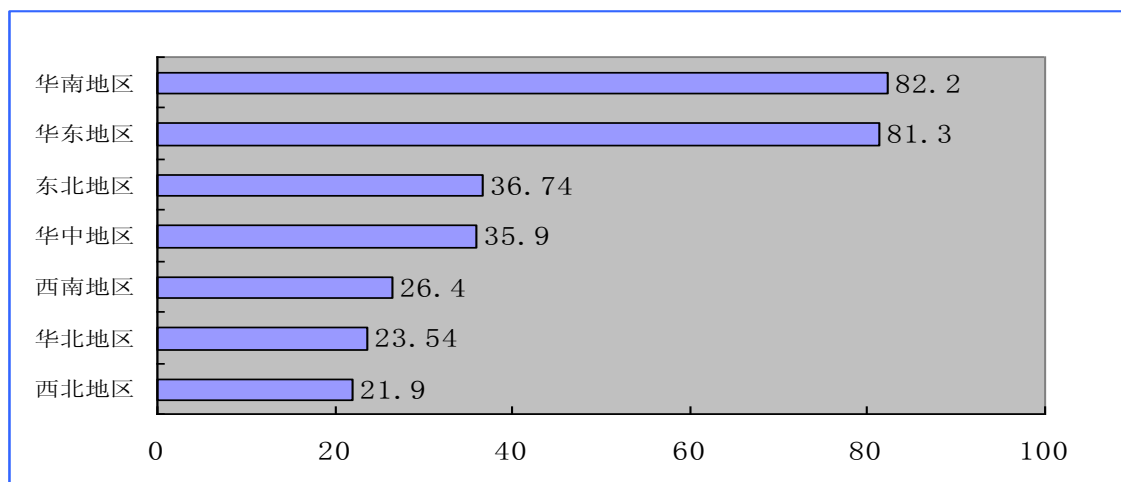
资料来源：国家统计局 中国统计年鉴 华创证券

图表 47 我国部分省市 09 年人均 GDP 情况

省(地区)	人均 GDP(美元)	城市	人均 GDP(美元)
浙江	6583	广州	16658
江苏	6438	上海	15577
广东	5862	北京	14136
内蒙	5467	深圳	13047
山东	5263	天津	11124
辽宁	5014	杭州	10796

资料来源：国家统计局 中国统计年鉴 华创证券

图表 48 我国各地区保健品消费水平对比 (单位：人民币元/人)



资料来源：中国保健品市场研究报告 (2008)

四. 中药在养生保健上优势独特，具有广阔的衍生市场潜力

我国中医药宝库中自古就有药食同源的理论，主张“药借食味，食借药力”。很多中药都具有滋补、保健与调养功能，典型如虫草、人参、鹿茸、灵芝、阿胶等，并且多数中药兼具治、养两方面效用。根据《中华本草》归纳，中药功能包括了理气、理血、安神益智、补益等 28 大类功效，仅补益类就包含养肝明目、补精益髓、养血调经等 35 方面，而利用中药配伍原理产生的膏方制剂则可以达到平衡调养和大补、温补的不同效果，不仅适用于老幼及亚健康人群，并且对病患者

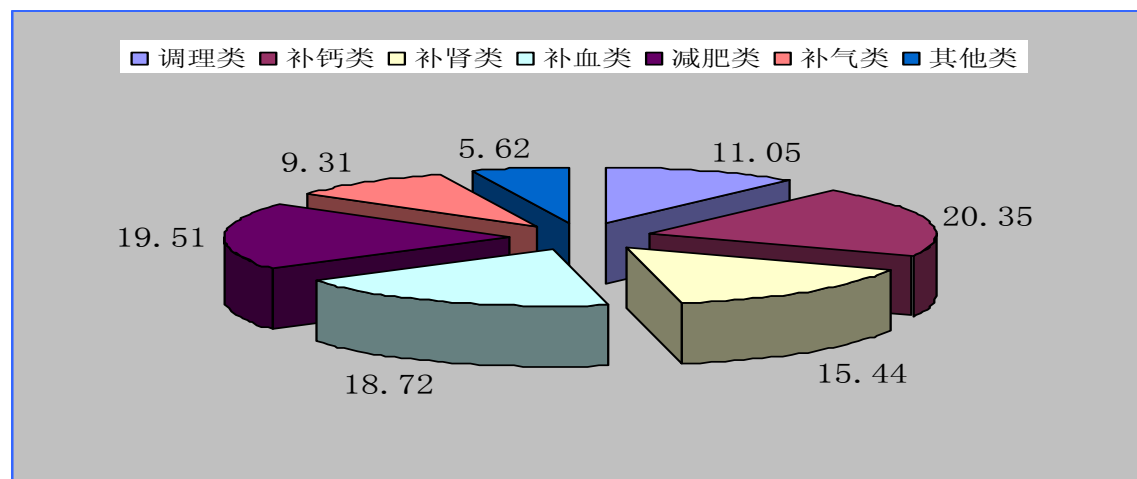
同样具有辅助治疗的作用。

除此以外，中药产品的调养保健功能具有巨大的市场衍生潜力，如对膳食、日用品市场的深度渗透有望形成巨大的增量市场，近期的中药保健饮品、药妆、牙膏、洗浴用品等，渐次推出市场并产生了一些知名品牌，如资生堂、可采化妆品系列、云南白药牙膏、两面针牙膏、梨奥美天麻首乌洗发露、王老吉系列饮品等，均在市场上获得上佳的反响。随着主体市场的培育，中药产品衍生市场将有望形成中药行业新的成长发动机。

五. 中药保健品市场尚需政策扶持和市场培育过程

我国中药保健品发展目前一方面受到政策上的掣肘，另一方面又缺乏有效的行业监督 and 标准制约。据了解，我国已经批准的 5000 多种保健品，但功能却只囿于 22 种，03 年调整到 27 种。由于功能审批全采用西医方式，使得以中医为理论基础、不同理论基础和配方的中药保健品无法在 27 个功能中找到对口功能，百余种保健品在一个功能里扎堆竞争，同质化非常严重。另一方面，保健品行业标准不完善，产品质量良莠不齐却得不到有效监管，导致虚假、夸大宣传层出不穷，严重破坏了保健品市场规范和消费者信心，市场真实消费受到很大制约

图表 49 2007 年我国保健品市场种类构成



资料来源：中国保健协会

我国保健品潜在需求巨大，昔日的三株口服液曾在两年内销售从 1.25 亿猛增到 80 亿的实例就可见一斑。而国外一些知名品牌如安利、资深堂等短短几年就可以获得国内数十亿元的销售额，也反映了国内保健品市场的潜力。但由于前期保健品市场的乱象严重挫伤消费者对国内保健产品的信誉度，而国外品牌凭借资金和管理优势大举入侵，已占据主要市场并形成较忠实的消费群，国内中药保健品及衍生产品具有广泛知名度的品牌很少，预示着中药在整个保健品市场与洋品牌角逐中将需要有一段市场培育的过程。

六. 品牌特色保健中药将快速进入成长期，衍生品市场潜力释放尚有时日

我们认为，中药保健品是我国在传统制造业中最具有竞争力的产业之一，有着得天独厚的优势和群众基础。在世界药品和保健品领域正掀起一股前所未有的“天然与绿色”浪潮之时，中药保健品纯天然、低毒副作用将越来越受到市场欢迎。新《保健食品注册管理办法》允许申报国家药监局公布的 27 项保健功能范围以外的保健功能，并允许申请新原料和辅料，也显示国家对中药保健品监管趋于实用和灵活，不排除在功能申报上进一步松绑。

从时间先后来看，我们预测，在保健品主体市场，以滋补保健为主的中药材、饮片及成药等食补

用品，由于存在较深厚的理论基础和文化沉淀，将率先进入高增长通道，特别是一些品牌企业的传统产品，如阿胶系列、片仔癀系列、红参系列等，将有望形成快速放量，并逐步形成高端奢侈消费和大众普通消费等不同层次的市场格局。而作为药妆、日用等中药延伸市场，尽管未来的消费市场巨大，但目前由于存在产品定位模糊、消费市场细分不足、市场认同和信赖程度不高、非中药同类竞争产品多等原因，预计将需要 3-5 年时间的消费引导和市场培育过程，才有望逐步摆脱边缘产品的角色，并逐渐形成市场热点。

第五部分 中药行业整体估值及未来价值投资方向

一. 趋势与逻辑支持未来 3-5 年行业维持 25%左右的增长

中药行业 03 年至 09 年行业利润复合增长率为 21.4%（年度 11 月数据），09 年与上年同比增幅提高至 24.7%，10 年 8 月统计行业利润累计比上年同期增幅进一步提高至 29.5%。

对医药行业未来整体发展的预测，我们主要基于以下逻辑：

1. 中药自身的有效性以及在预防、保健、调理上的功能是中药产业得以存在和继续发展的基础，中药较低的毒副作用和不良反应率在当前及今后的健康消费中所占的影响系数将越来越大，传统中药的再开发和创新对中药适用范围继续拓宽。（内因）
2. 国家的倾斜政策、新医改的推行以及国内外潜在的增量市场，构成行业外部存在和新增的驱动因素。并且，国家对中药发展的扶持政策已逐步体现在具体操作层面，将决定行业发展的趋势，引导行业未来发展的主流方向。（外因）

图表 50 国家颁布有关中医药发展的部分文件

颁布时间	颁布部门	政策文件
2002 年 10 月	科技部、卫生部等	《中药现代化发展纲要（2002~2010 年）》
2003 年 10 月	国务院	《中华人民共和国中医药条例》
2007 年 1 月	科技部、卫生部等	《中医药创新发展规划纲要（2006-2020 年）》
2009 年 4 月	国务院	《关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》
2009 年 12 月	发改委、中医药管理局	《关于组织实施现代中药产业发展专项的通知》

资料来源：国家中医药管理局 健康网 华创证券

图表 51 国家发改委《药品价格管理办法》（讨论稿）对不同类型药物销售利润率的规定

分类	化学药		生物制品		中成药、天然药及民族药	
	期间费用率	销售利润率	期间费用率	销售利润率	期间费用率	销售利润率
普通药品	≤35%	≤10%	≤35%	≤10%	≤35%	≤15%
有效成分创新	≤50%	≤20%	≤50%	≤25%	≤45%	≤30%
制剂创新	≤45%	≤15%	≤45%	≤20%	≤45%	≤25%
工艺技术创新	≤35%	≤10%	≤35%	≤10%	≤35%	≤25%

资料来源：卫生部网站 发改委网站 华创证券

3. 行业利好的宏观因素目前多体现在政策引导方面，尚未集中大规模的资金投入或专门的信贷税收优惠措施。药材价格上升、药品终端价格下调预期以及行业内部自身存在的问题在一段时期内难以彻底改观，行业标准化、集中化建设也才刚刚起步，这将在一定程度上抵消行业上行的推动力度。（程度）
4. 行业远期市场将是国内市场为主、国际主流医药市场份额逐步提高的格局。但这将是一个较长时期的渐进过程，也将是行业极具潜力的增长点。（趋势）
5. 因此，行业整体发展具有确定性和持续性，但短期内难以出现高速或爆发式成长的可能，未来 3-5 年内行业平均增长幅度将有望保持 25%以上。

需要说明的是，若单独考量中药材行业，药材价格特别是道地药材价格由于需求加大产量受限，加上未来推行的 GAP 标准化种植将会提高成本，长期来看药材价格逐波上涨是大趋势。但药材成本上升并不会改变整个行业发展的主方向。一是优质药材将降低下游产业的加工成本同时获得优质产成品的溢价。其二制药企业主要原料基地建设将是未来大趋势，产业链向上延伸将冲抵部分成本压力。其三国家对终端药价的控制主要在于压缩流通环节过大的价差，而对企业合理的利润空间特别是创新产品的盈利是有政策弹性的。同时我们认为，行业平稳增长趋势并不排斥行业内部企业出现高增长情形。具备优质核心产品和较强研发能力、具备较完整产业链、品牌卓著、具有强大的营销队伍和营销网络将成为行业企业最重要的核心竞争力，也是进行个股选配的最主要依据。

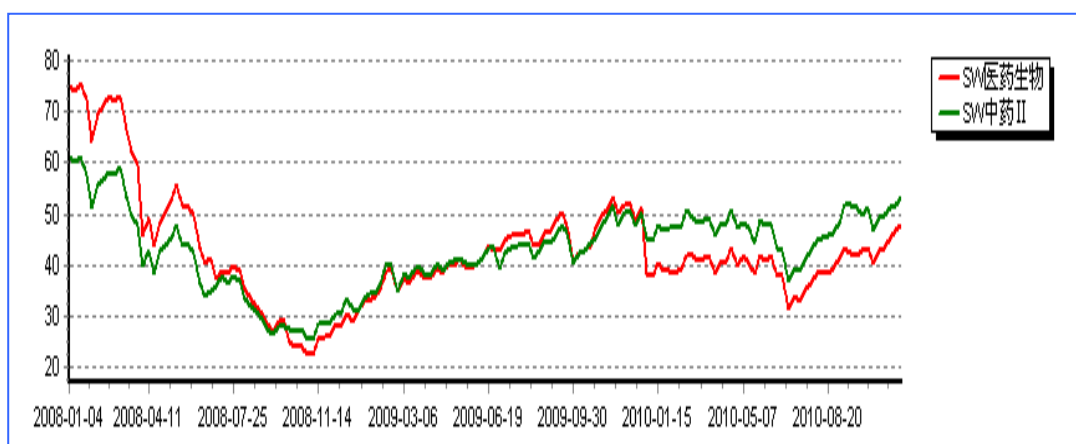
二、 行业整体及子版块估值将向上趋势

中药行业整体经历 08 年中后期的估值低谷后一路上行，并从 10 年开始一直处于医药生物行业整体估值水平之上。至 2010 年 11 月 19 日医药生物整体预测当年市盈率为 41.8 倍，2011 年为 31.9 倍，中药板块相应为 44.0 和 33.9 倍。尽管目前中药行业估值已达到 08 年 4 月以来的最高值，但中药行业受政策鼓励及增量市场推动，未来成长趋势可以维持并有加速的可能，未来 3 年内板块市盈率水平保持 45 倍左右将有较大可能。

从细分子行业上看未来估值：

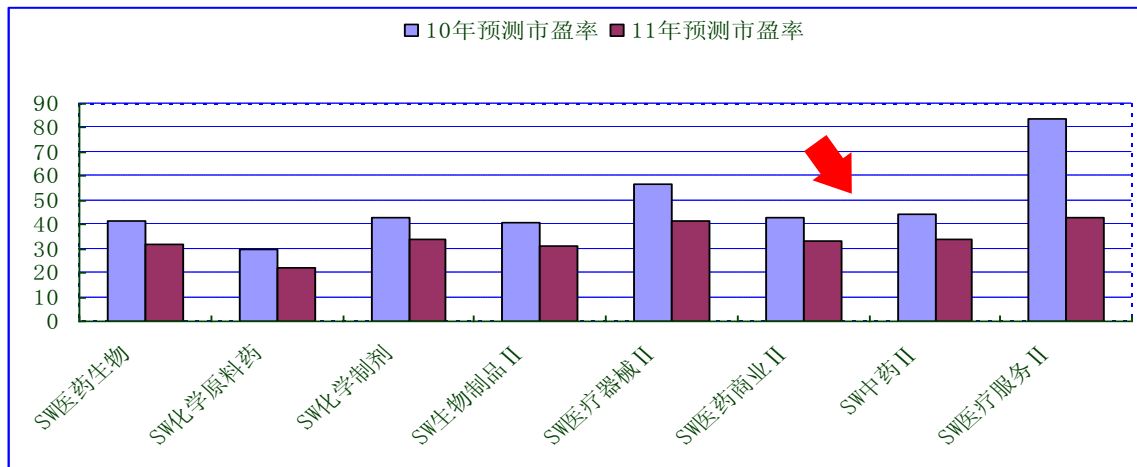
- 中药材子行业基本为农耕模式，尚无上市公司。
- 中药饮片子行业目前仅康美药业一家上市公司，从政策、市场和公司经营模式变化的情况看（详见后上市公司推荐），公司未来盈利增长将有加速的可能，估值水平将高于中药子板块平均值，有望达到 50 倍左右 PE 水平。

图表 52 医药生物行业及中药子行业估值水平变动（TTM 整体法）



资料来源：万德资讯 华创证券

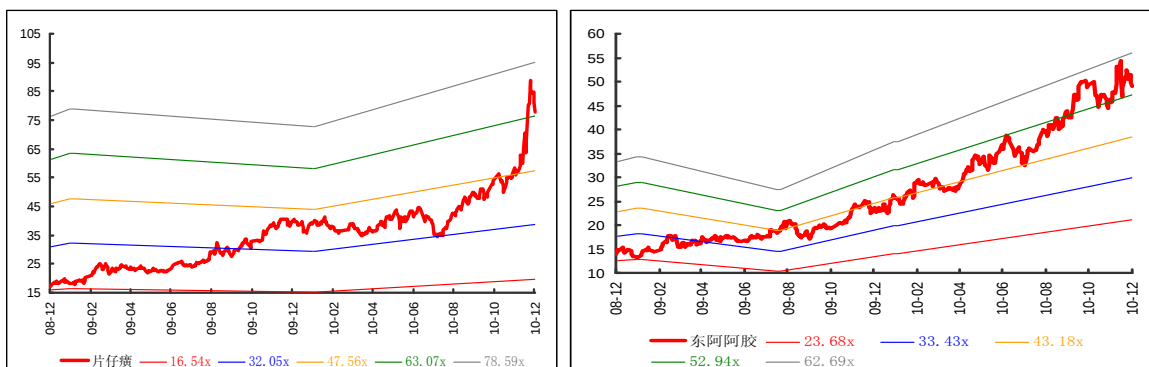
图表 53 医药生物子行业预测市盈率（整体法、截至 2010 年 11 月 19 日）



资料来源：万德资讯 华创证券

- 成药子行业基本代表中药板块，但其中的优质公司盈利估值将明显提高。我们认为，资源型、显著受益基药和医保药物制度以及具有高创新分类药物研发能力的公司将获得高于 50 倍 PE 的估值溢价。

图表 54 典型资源型中药上市公司估值水平上升



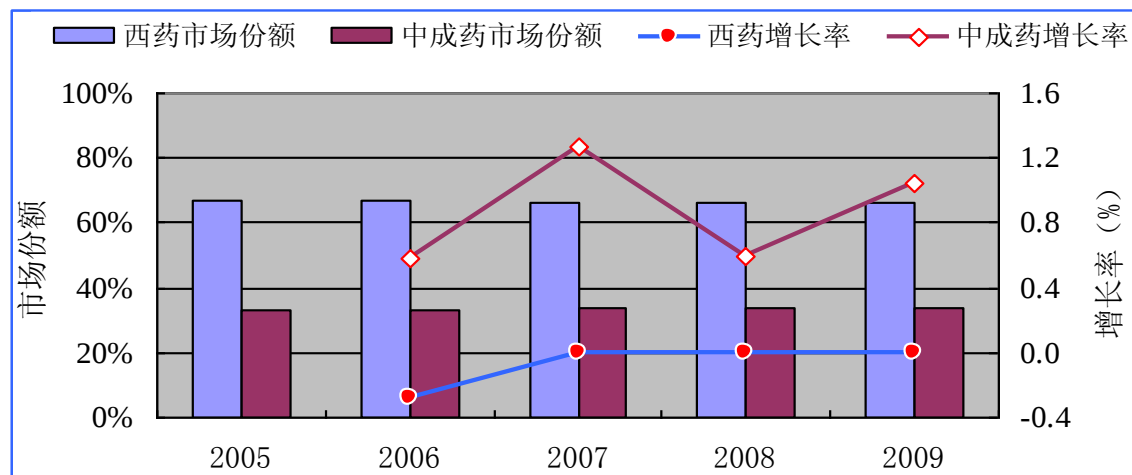
资料来源：万德资讯 华创证券

三、 行业未来增长点：基于行业优势、特征与变革方向下的选择

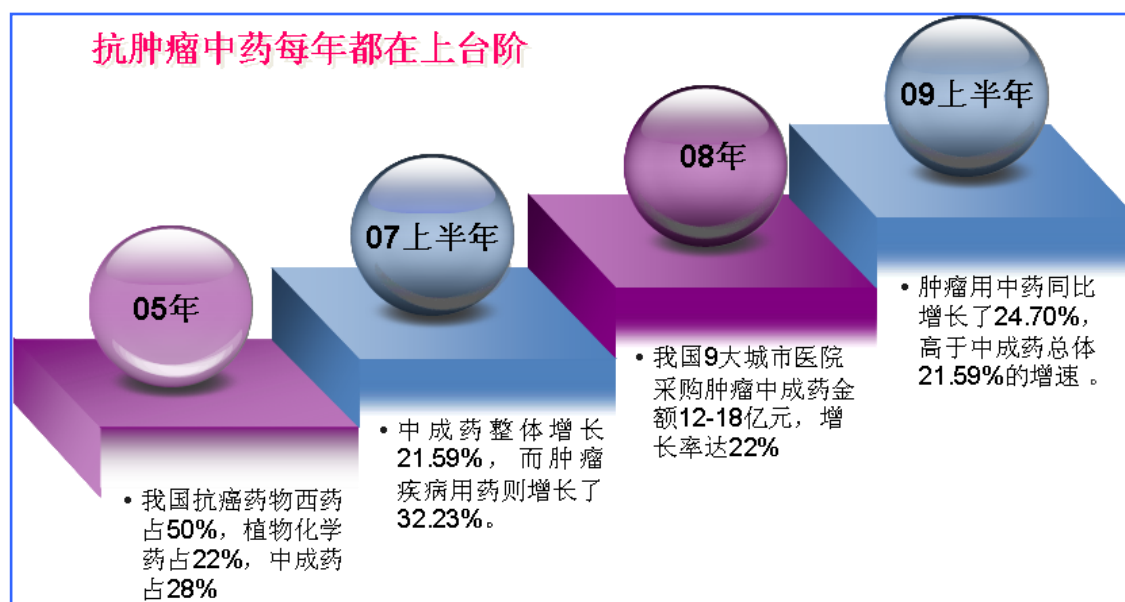
依据以上的分析，我们认为，中药行业未来增长点将体现在以下几方面：

1. 基于新药、独家特色药以及专项功能药物将成为未来企业着力打造的主方向，特别在心血管药物、肿瘤药物两个领域的优势产品值得关注。这既符合国家对中药行业继承和创新并重，优先发展具有中医药治疗优势的治疗领域的药品的政策取向，也是市场潜力庞大而具备特殊优势的领域。同时，我国民族特色药和民间方剂中也蕴藏着有独特疗效的传统秘方，在对这些资源进行挖掘过程中有可能产生功能差异而疗效显著独家大产品。

图表 55 2005-2009 年我国心脑血管中、西成药市场占比及增长情况



资料来源：南方医药信息网 华创证券



2. 中药现代化进程中所形成的现代化中药产品将在不同阶段中各领风骚，短期内新剂型（主要是指注射剂）及疗效确切的单体药物研发将成为热点。中长期看，以现代化标准指导下的复方中药将更有实力在全球医药市场攻城略地。
3. 中药保健品及衍生产品有望成为下个5年的热点。中药产品向其他相关领域交叉渗透将成为中药行业新的利润增长点，如日用品、美容化妆品、功能食品饮料、中药农药及兽药、甚至纺织等领域渗透发展的潜力巨大，中药行业有可能担当其他行业的上游子行业角色或开辟衍生市场，具有广阔的开发前景。
4. 中药饮片未来将有望呈现更高幅度的增长。中药饮片长期的低利润从另一方面也意味着行业增长有足够的上行空间，行业集中形成的规模优势、中药饮片深加工（如直用型、功能配伍型、中药配方颗粒等）将扩大和延伸消费链，有望提高饮片行业的收益途径，基本药物制度的推行以及出口增长将直接创造饮片的销售增量。
5. 资源型企业未来将显示出稳定而持续的发展趋势。由于特有资源的不可复制性和难再生性，加上资源快速消耗趋势短期难以扭转，这类企业的产品的稀缺性将具备更大的消费刚性，具有向高端消费品分化转换的预期，成长的价格驱动因素将持续存在，同时也有更大的产生业

绩超预期增长点的潜力。

6. 事件性机会带来的额外增长。事件性机会主要源于三方面因素：（1）由于人类活动造成自然环境破坏而导致的自然灾害对中药材种植的影响，以及资本投机运作将引起中药材价格的大幅波动。（2）由于突发瘟疫、传染性疾病（特别是病毒性流行病）所导致的中药防疫及治疗需求的大幅增长。（3）由于滥用抗生素及新型化学制剂导致致病菌抗性增强，“催生”超级细菌或超级病毒的产生。中药的扶本去邪与归真，即重构缺损免疫系统或激活低水平的免疫功能，将被期望更多用于对付抗性菌及其他致病微生物。

散在的事件性机会或许不属于价值投资的范畴，但我们预计，此类机会未来将很有可能出现频率增高，当事件发生成为常态时，事件性机会就演变成行业价值投资的“选点”。

我们认为，中药行业是一个具有长期投资价值的行业，并期待中药走向国际时点所带来的中药行业爆发性增长，建议关注中药行业并优选个股作为长期价值投资品种。

第六部分 重点推荐公司

对行业内公司的分析，我们主要预测未来 2-3 年内的成长动力，同时也考虑公司未来长期发展的潜力，因此，我们认为以下公司可以作为价值投资者进行战略布局的参考。

公司	代码	收盘价 (11-16)	EPS				PE				收入增 长%	净利润 增长%	评级
			09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	1-3Q10	1-3Q10	
广州药业	600332.	14.45	0.26	0.38	0.59	0.69	44	38	25	21	18.4	48.5	强烈推荐
太极集团	600129.	12.52	0.09	0.13	0.24	0.35	113	96	52	36	16.3	0.9	强烈推荐
白云山 A	000522.	18.59	0.23	0.51	0.66	0.84	81	36	28	22	29.1	152.5	强烈推荐
东阿阿胶	000423.	50.60	0.60	0.92	1.24	1.73	44	55	41	29	22.8	73.6	推荐
片仔癀	600436.	70.69	0.93	1.28	1.51	1.78	68	55	47	40	20.7	46.3	推荐
康美药业	600518.	22.00	0.30	0.45	0.62	0.89	36	49	35	25	32.1	47.0	推荐
益佰制药	600594.	20.01	0.35	0.49	0.64	0.83	35	41	31	24	10.6	70.4	推荐
云南白药	000538.	66.70	1.13	1.33	1.74	2.34	58	50	38	29	25.4	59.4	推荐
马应龙	600993.	42.01	1.09	0.77	1.34	1.79	38	55	31	23	12.0	-30.4	推荐

广州药业（600332.SH）

众多增长点支撑未来发展，集团内部整合预期强烈

主要观点

一、广药集团存在以广州药业为平台进行产业整合预期。在国药、华润、上药整合后显现竞争力加强的情况下，广药集团将面临战略性选择即将旗下医药产业资源进行整合、加强协同效应以应对越来越大的竞争压力。今年广药集团提出“十二五”规划，目标是将营业收入由目前的270亿元上升到2015年的600亿元。我们认为广药集团如果仅在加强研发和市场开发方面的力度或者仅靠内生式发展，其很难在5年内将销售收入增加1倍有余，广药集团合并内部资源进行整体上市的可能性较大。

二、集团“十二五”规划和“大南药”战略惠及公司未来发展。集团计划在未来5年内实现工商总销收600亿，制造业达到200亿的目标。培育过亿产品66个左右，其中单品20亿品种1个（王老吉），10亿品种3个（消渴丸、复方丹参片和板蓝根），另有7个过5亿品种。“大南药”战略将把中药材资源的需求延伸到东南亚甚至非洲地区，将有效缓解旗下中药企业原料压力。

三、人用狂犬病疫苗恢复生产，增强公司盈利能力。公司持有诺诚50%股权，09年诺诚销售人用狂犬病疫苗超过4000万元，09年下半年国家颁发新的狂犬病疫苗生产工艺标准，公司根据新标准进行调整影响了生产。目前已经通过审批、恢复生产，预计公司符合新标准的狂犬病疫苗产能约为100万人份。如果明年能够释放80%的产能，且按照出厂价130元/人份计算（不含税），预计可以实现销售1.04亿元左右。假设税前利润率为60%，可为公司贡献税前利润约3000万元，进一步增强公司盈利能力。

四、王老吉借亚运会重回增长。受夏枯草事件影响，上半年王老吉凉茶的销售有所下降。我们认为，卫生部已在2010年第三批新资源食品目录中批准夏枯草作为凉茶饮料原料使用，而今年在广州召开的亚运会将为王老吉凉茶的品牌和市场扩张提供契机，预计王老吉销售将得到恢复和增长。

五、基本药物独家品种将迎来放量。公司有50多个品种进入《国家基本药物目录》，其中消渴丸、华佗再造丸为独家品种，今年由于各省进行基本药物的增补和招标工作，基本药物制度推进落后预期，预计随着基本药物制度进一步推进，相应品种将加速放量。

六、国内出现超级细菌病例，“超级细菌”科研课题提升公司估值水平。目前国内已检出3株NDM-1基因阳性细菌（即超级细菌）。广药集团联合华南新药创制中心、呼吸疾病国家重点实验室、广州中医药大学、南方医院和广东省中医院等多家机构，启动“超级细菌”科研课题，包括：（1）白云山板蓝根等10大抗菌消炎中药改善耐药性研究；（2）抗菌消炎中药和西药抗生素联合用药方案筛选；（3）中国中药抗之霸新药研究三项。这将对公司形成中长期利好。

七、投资建议：强烈推荐（维持）。预计2010-2012年EPS为0.38、0.59和0.69元，对应PE分别为45X、29X和25X。我们认为，公司业绩反转趋势明确，未来持续可期，且存在广药集团整合预期；集团“十二五”规划和“大南药”战略惠及公司未来发展，维持“强烈推荐”评级，按照2011年0.59元业绩，给予35倍PE，12个月目标价20.65元。

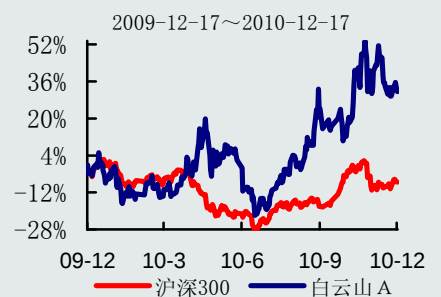
投资评级

投资评级：	强推
评级变动：	维持

公司基本数据

总股本(万股)	46905
流通A股/B股(万股)	46903/0
资产负债率(%)	67.13
每股净资产(元)	1.95
市盈率(倍)	76.87
市净率(倍)	9.06
12个月内最高/最低价	21.3/10.11

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《业绩大幅增长已成定局、未来持续可期》	2010-10-28
《经营持续向好，预计四季度增长依然强劲》	2010-10-25
《1-9月业绩预增130-180%，维持强烈推荐》	2010-09-14
《公司步入快速发展时期，上半年业绩大幅增长》	2010-08-12
《营销改革初见成效，一季报业绩增长大幅超预期》	2010-04-26

太极集团（600129.SH）

资产整合预期明确，土地资产价值巨大

主要观点

一、资产整合和壳资源出售势在必行。重庆市政府 2009 年出台了《关于进一步推进重庆市国有重点企业整体上市工作的指导意见》，明确提出到 2012 年，重庆适宜上市的市属国有重点企业将全部上市。太极集团、西南药业和桐君阁三家上市公司由于存在业务上的关联和互相依存，自 2000 年后就丧失了在二级市场的融资能力，对太极来说，如果要恢复在二级市场的融资能力，对下属上市公司进行整合、合三为一应该是最佳的选择；对政府来说，如果能够重组，宝贵的壳资源将会让出，这将有利于招商引资或有利于当地企业借壳融资，因此对地方的发展也有利。我们认为，太极集团作为三家上市公司的整合平台势在必行，西南药业和桐君阁将作为壳资源出售。

二、盘活土地资产有利改善资产负债表增强公司盈利能力。公司及其控股子公司西南药业和桐君阁合计拥有约 4500 亩商业用地，主要集中在重庆和成都地区，总体价值在 50 亿元左右。公司处置黄埔大厦除了可以有 1 亿元左右的现金收入外，还可以减轻 800 万元左右的财务费用。而首期涪陵地区 1085 亩商业土地开发正在紧锣密鼓地进行，公司将采用合作开发的方式，公司出土地且会得到 60%左右的利益分成。我们预计公司明年底可能形成地产销售收入和利润（我们曾在报告中曾经指出该项目可以为公司带来超过 10 亿元的税前利润），资产负债表将开始得到明显改善。

三、成功发行 2 亿元短期融资债券，缓解财务费用偏高问题。今年 10 月公司成功发行 2 亿元短期融资债券，利率较银行贷款便宜一半。融资本身有利于公司经营，同时可以大幅减少财务费用，使公司财务费用偏高的问题得到一定程度的缓解，我们测算可减少财务费用约 600-700 万元。未来公司将继续推进“双十”计划，并根据市场情况，择机处置公司的闲置房产、土地或上市公司股权，降低银行贷款和补充流动资金。

四、调整营销政策，特色产品与普药品种支撑业绩稳定增长。公司将进一步优化产品结构，调整营销政策和销售结构，抓住基本医疗保险目录、国家新医改配套政策出台的机遇，加大特色产品与普药品种的营销力度，以减少停售曲美对业绩的影响。在进一步精耕细作川渝市场的同时，公司将全面推进“太极”品牌产品占领全国市场，加强普药产品省外市场的开发，确保扩大销售规模。今年藿香正气水、急支糖浆等增长较快，普药产品也由于基层医疗市场扩容呈现较快增长，公司总体依然会呈现稳定增长局面。

五、投资建议：强烈推荐（维持）。维持对公司 2010-2012 年 EPS 为 0.13、0.24 和 0.35 元的盈利预测，对应 PE 为 88X、47X 和 33X。我们认为太极集团主营业务质地良好，公司将加大特色产品与普药品种的营销力度，中长期持续发展可期；巨大的商业土地资源价值使其拥有改善资产负债表降低财务费用的能力；太极系以太极集团为平台进行产业整合预期明确，维持“强烈推荐”评级，6 个月目标价 18 元。

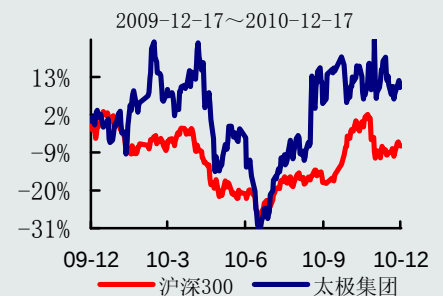
投资评级

投资评级：	强推
评级变动：	维持

公司基本数据

总股本(万股)	42689
流通 A 股/B 股(万股)	42689/0
资产负债率(%)	72.87
每股净资产(元)	3.91
市盈率(倍)	126.82
市净率(倍)	2.86
12 个月内最高/最低价	16.35/6.67

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《曲美退市不影响对公司的投资要点》	2010-10-31
《国外药企退出，太极借机上位》	2010-10-18
《主业稳定增长、盘活资产有利长远发展》	2010-10-14
《处理闲置资产、增强公司盈利能力》	2010-09-19
《费用增长超过主营业务收入增长影响盈利能力》	2010-04-12
《改善资产负债表 提高盈利能力》	2010-04-02

白云山 A (000522. SZ)

经营持续向好，集团内部整合预期强烈

主要观点

一、公司步入快速发展时期，业绩增长有望持续。公司自 08 年开始对旗下经营不善的子公司进行管理层调整，09 年将何济公制药和侨光制药的营销管理纳入化学总厂进行统一管理，以期资源共享和完善销售策略，这种改革有利于公司的长期发展。作为我国大型抗生素龙头企业和普药龙头企业，公司将持续受益于基层医疗服务机构快速发展和基本药物制度逐步落实带来的基层医疗扩容，业绩增长有望持续。

二、广药集团合并内部资源进行整体上市的可能性较大。今年广药集团提出“十二五”规划，目标是将营业收入由目前的 270 亿元上升到 2015 年的 600 亿元。我们认为，广药集团如果仅在加强研发和市场开发方面的力度或者仅靠内生式发展，其很难在 5 年内将销售收入增加 1 倍有余。旗下两家上市公司经营医药产业虽有侧重，但主要研发方向和产业雷同，面对国药、华润、上药通过整合和战略扩张不断增强竞争力，广药集团将面临战略性选择，即将旗下医药产业资源进行整合，加大协同效应和竞争力。

三、集团未来五年总体战略着眼于实施大品种、大品牌、大发展的跨越。集团今年预计将实现工商总收入 266 亿元，其中医药制造业将超过 100 亿元。按照集团“十二五”规划，集团计划在未来 5 年内实现工商总销收 600 亿，制造业达到 200 亿的目标。培育过亿产品 66 个左右，其中单品 20 亿品种 1 个（王老吉），10 亿品种 3 个（消渴丸、复方丹参片和板蓝根），另有 7 个过 5 亿品种。建设中药、化药、物流、生物制药和大健康 5 大产业板块，并在“十二五”期间实现中药、化药、生物和商业销售收入分别达到 100 亿、80 亿、20 亿和 400 亿的目标。

四、集团“大南药”战略将有效缓解旗下中药企业原料压力。“大南药”战略将把中药材资源的需求延伸到东南亚甚至非洲地区，将提升集团对中成药制造上游产业链的控制，在较大程度上缓解国内药材资源匮乏而带来的成本压力，并有望获得部分药材原产地的优质品系，同时也有利于进一步开发上述地区的中药销售市场，对旗下中药生产企业将形成实质利好。

五、参与抗“超级细菌”药物研发，利好长远发展。2010 年 9 月 11 日，广药集团牵头启动抗“超级细菌”药物研发课题，公司将参与其中的 10 大抗菌消炎中药改善耐药性研究，可能涉及的产品包括：清开灵系列、莲芝消炎胶囊、板蓝根颗粒、口炎清颗粒等，研究上述抗菌消炎中药的改善耐药性，为医生以及患者的用药选择提供参考与帮助，同时开展抗菌消炎中药新药研究，加快科技成果转化，促进公司的长远发展。

六、投资建议：强烈推荐（维持）。维持对公司 2010-2012 年 EPS 为 0.51、0.66 和 0.84 元的盈利预测，对应 PE 为 36X、28X 和 22X。我们认为，公司已步入快速发展时期，将持续受益于基层医疗市场扩容；公司拥有 1300 亩优质土地，且存在广药集团整合预期；参与抗“超级细菌”药物研发，研究中药的改善耐药药

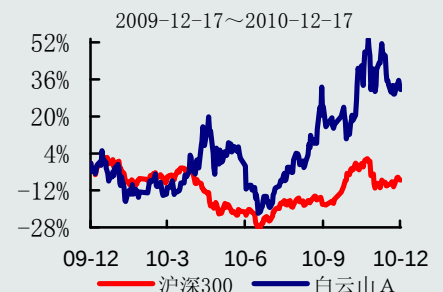
投资评级

投资评级：	强推
评级变动：	维持

公司基本数据

总股本(万股)	46905
流通 A 股/B 股(万股)	46903/0
资产负债率(%)	67.13
每股净资产(元)	1.95
市盈率(倍)	76.87
市净率(倍)	9.06
12 个月内最高/最低价	21.3/10.11

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《业绩大幅增长已成定局、未来持续可期》	2010-10-28
《经营持续向好，预计四季度增长依然强劲》	2010-10-25
《1-9 月业绩预增 130-180%，维持强烈推荐》	2010-09-14
《公司步入快速发展时期，上半年业绩大幅增长》	2010-08-12
《营销改革初见成效，一季报业绩增长大幅超预期》	2010-04-26

性和抗菌消炎中药新药有利长远发展，维持“强烈推荐”评级，12 个月目标价 29.8 元。

东阿阿胶 (000423. SZ)

产品稀缺价格坚挺，新模式开辟成长新路径

主要观点

一、公司品牌和产品功效将充分受益于市场扩容的宏观环境。公司产品主要为阿胶系列和保健食品类，其中阿胶块和复方阿胶浆产品兼具治疗与调养功能，特别是对贫血和肿瘤化疗后白细胞降低有很好的疗效，分别被纳入国家医保目录饮片和成药部分。国家医疗制度改革所推动的药品市场扩容将有利于阿胶系列在医药市场的增长。同时，随着国民收入提高，滋补保健品市场增长趋势确定，据统计，我国保健品市场从 06 年起连续增长，市场规模从 400 亿上升至 911 亿元，年均复合增长率接近 32%，未来仍将呈现快速增长趋势，预计至 2015 年将达到 4000 亿元左右的规模。阿胶系列和保健品类将受益于保健品市场扩容，并且凭借公司卓越的品牌和治、养兼备的功效优势，产品销收增长有望高于领域平均增速。

二、价格推动的阿胶块销收增长趋势仍将持续。公司近期连续提高阿胶块的出厂价格，收入增长受价格因素驱动明显。我们预计未来价格驱动因素仍将存在。主要原因在于（1）原料限制产能。由于驴的使用性变窄，国内驴的存栏量持续下降，公司建立的 13 个养驴基地，仅能提供 30%左右原料供应，大规模扩产将受到原料供应量与质的限制，原料与产量基本平衡的状况短期难以打破。（2）品质优势支撑刚性需求。公司独有的自然资源和工艺优势使得产品品质与同类相比有较大差异，市场需求持续旺盛，提价后销量基本未发生变化，产品需求的价格弹性很小。（3）价差空间仍然存在。国家目前对阿胶块的最高零售限价为 403 元/500g，公司出厂价为 292 元/500g，之间的价格仍有超过 110 元/500g 的差额。我们认为，产品的稀缺性和价差空间的存在将是未来产品提价的“硬道理”，在最高限价不变的情况下，未来单价 30-40 元提价幅度预计可以在市场接受范围，并且阿胶块的价格审定由国家发改委下放山东省物价局，未来最高限价上调的可能性较大，价格上升通道有继续延伸的预期。

三、新的发展模式将形成业绩增长新亮点。公司未来的发展将围绕新的模式进行，主要包括：（1）集中提升主营业务水平。对阿胶块除了以提价促增长外，公司通过对驴种的杂交培育提升出胶率。据了解，优质驴皮出胶率相对普通驴皮要高出 15-25%，毛利率有逐步提高的空间。复方阿胶浆在保持 OTC 市场稳定增长的同时，重点强化各级医院和基层医疗机构的营销，未来增速有望达到 30%左右。阿胶系列保健食品是公司新开发项目，销售增长良好，今年业绩有望超过 50%的增幅，未来增幅仍将维持 50%左右的高增长趋势。（2）锻造全新的营销能力。公司前期自身营销能力一直偏弱，为适应新增长模式，公司建立新的营销架构，自有的医院市场营销队伍扩增至 200 人左右，以提升复方阿胶浆在医院市场的比例，同时新建 200 人左右的专门营销队伍，意在拓展保健品在商超渠道的增长，而在具有传统优势的 OTC 市场，也建立了超过 800 人的营销队伍负责维护系列产品销售。营销能力已是公司重要的建设方向。（3）纵向和横向两条线的扩张是公司未来的又一成长路径。公司目前已在在本省及京、沪、杭、广及其他城市建立超过 30 家以上的养颜养生馆，既作为直营店，同时也作为咨询、服务和文化促销的平台，增加品牌认同和产品依赖来消化价格压力。预计未来该项业务还将稳健推进。同时，扩大保健品业务范围，公司新设立了投资公司并持有大量现金，作为公司重点拓展方向，未来在保健品领域的横向并购行为将是大概率事件。（4）逐步剥离外围业务。公司对医药商业和医疗器械等低毛利率资产的剥离后续将持续进行，公司业绩增长模式将从销售促进向利润主导转换。

四、盈利预测与评级。我们认为，公司归属未来有较高成长预期的行业，并具有

投资评级

投资评级:	推荐
评级变动:	维持

公司基本数据

总股本(万股)	65402
流通 A 股/B 股(万股)	65378/0
资产负债率(%)	21.22
每股净资产(元)	3.65
市盈率(倍)	90.07
市净率(倍)	14.79
12 个月内最高/最低价	55.9/22.24

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《产品稀缺价格坚挺，新模式开辟成长新路径》
2010-10-28

多方面推动因素，盈利能力有望逐年提高，未来成长有较大的成长潜力。预计 10 年、11 年、12 年公司每股收益为 0.92 元、1.24 元和 1.73 元。我们看好公司长期增长，给予**推荐**评级。

片仔癀(600436.SH)

蕴藏在传统和创新产品中的投资价值

主要观点

一、传统产品积淀的核心优势和稀缺现状具备开拓价格上行通道的潜力。公司片仔癀系列产品为公司主要的利润来源，占主营业务利润总额的 75%以上。产品在消炎、解毒、镇痛上的显著疗效尤其对肝病、肿瘤、发热及其在保健方面的特异功效，被列为国家一级中药保护品种并列为国家级绝密配方。近年来随着消费水平的提升，国内高端人群对片仔癀的保健功效认识日趋深入，需求增长快。与此同时，主要原料的麝香、天然牛黄资源的日益紧缺，产品供需差呈现不断加大的趋势。由此，片仔癀的特有功效和市场饥饿状态将不可避免地形成价格上行的通道，而作为非基本药物和医保品种的独家产品，片仔癀定价无需通过国家发改委和药监局审批，仅需向省物价部门报备，将在很大程度上规避药品限价政策的制约，未来价格分阶段上调预期明确且频率可能提高。继公司境外三年代理合同今年年底期满，公司续签为期 10 年的代理合同，并约定每年签署《年度销售协议书》作为附件，确定价格及最低销量。合同附件的约定留下了未来海外市场提价的“活门”，考虑境内外产品价格净差已达到 40 元以上，明年起境外产品持续提价概率很大。从未来的市场定位看，公司有将片仔癀定位为高端甚至奢侈消费品的意图，目前公司采用的 VIP 会员客户的营销模式是实现上述意图的尝试。我们认为，如果这种定位确立并将会员制营销模式持续，将有效降低价格持续上涨对销量的影响，并保证中长期利润增长的空间。

二、创新产品金糖宁胶囊具有较广阔的市场前景。金糖宁为公司耗时十余年研发的纯中药新产品，也是目前国内唯一在机理上明确的中药治疗 II 型糖尿病品种（效用成分为 1-脱氧野尻霉素），其药效与 II 型糖尿病主要西药品种拜糖平非常接近但无明显胃肠道不良反应。公司启动了金糖宁项目的产业化项目，计划投资 9000 万建设产品规模化生产线，三年达产后达到年产金糖宁胶囊剂 1666 万盒，片剂 1000 万盒产量，新增年销售收入 3.43 亿元，年均净利润 3200 万元。我们认为，尽管目前公司营销能力特别对处方药物营销队伍力量较弱，但作为公司未来重点培育的二线产品，启动产业化项目后，公司将针对自身弱势，选择营销外包或强化自建营销队伍的方式推进产品在医院系统的销售，有望扭转目前产品销售欠佳的状况。在我国现有成年糖尿病患者高达 9 千万并每年以 9.7%的发病率递增病人环境的环环境下，金糖宁有望凭借中成药特色优势逐渐成为公司未来的一线品种。

三、日用品及药妆产品将在“十二五”发力。中药衍生产品是近期中药行业较为关注的一块潜力市场。公司现有的片仔癀系列延伸产品涉及日用及化妆、养颜产品类，07 至 09 年销售增幅均在 50%以上，10 年上半年增幅同比也达到 22%。但由于战略规划不清，营销力度不够，一直对公司业绩贡献不大。公司目前已经将日用及药妆产品确定为“十二五”规划重点项目，并着手营销策略与广告投入。从云南白药牙膏的成功，可以看出，中药功能类日化产品市场潜力很大，目前市场上具有广泛认同的品牌产品稀少。公司以片仔癀品牌为支点重点发掘这块相对空白的市场，将把握未来市场先机。但我们预计，由于目前药妆类产品市场引导与培育不足，存在产品定位与目标市场细分模糊的问题，市场启动与消费放量尚需时日，公司药妆日化产品达到一定销售基数后呈现较大增长困难较大，短期对公司利润贡献将会有限。

四、盈利预测和评级。从短期看，公司主打产品境内外价格上调将构成公司利润增长的主要驱动力，在原料和产成品稀缺持续的前提下，价格驱动的成长也将具有持续性并保障公司的成长基数，新产品系列的开发将在一个相对稳定的增长基

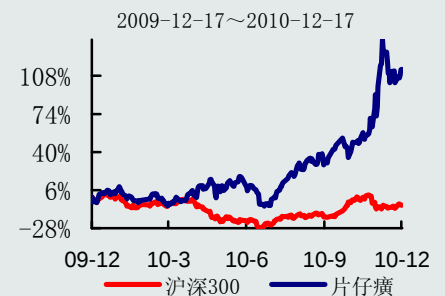
投资评级

投资评级:	推荐
评级变动:	维持

公司基本数据

总股本(万股)	14000
流通 A 股/B 股(万股)	6363/0
资产负债率(%)	33.27
每股净资产(元)	5.89
市盈率(倍)	85.38
市净率(倍)	13.43
12 个月内最高/最低价	94.83/32.35

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《签署境外总经销协议，有利公司境内外协调发展》	2010-12-12
《蕴藏在传统和创新产品中的投资价值》	2010-11-11

础上实现超额增长。考虑公司作为传统国企，受政策和行政制约较多，在激励机制未能取得突破的前提下公司业绩短期获得爆发式增长的预期不大。我们预测公司 10 年、11 年、12 年每股收益为 1.28 元、1.51 元和 1.78 元，给予**推荐**评级。

康美药业 (600518. SH)

规模优势和创新模式赋予的成长预期

主要观点

一、无可撼动的行业龙头，已具备行业标准制定的实力。公司经过十余年的精耕细作，成为国内唯一一家中药饮片上市企业。完成了从精细化到差异化再到规模化的华丽转身。先后通过了中药 GMP、GSP 认证，产品形成了花草茶、康美人生、康美瓶装饮片、靓汤、贵细药材、康美现代中药等系列，饮片就多达 1000 多种，几乎涵盖所有大宗药材和常用品种，并发展了一系列的创新产品如小规格包装饮片、直用型饮片及现代中药粉剂等。主营业务收入从上市当年的 3.81 亿元增加到 09 年的 23.77 亿元，净利润从 0.29 亿元增长 5.02 亿元，8 年 CAGR 分别达到了 25.72% 和 42.82%。10 年前三季度主营业务收入 23 亿元，增长 32.1%；营业利润 5.52 亿元，同比增幅 48.34%，扣除非经常性损益后的基本每股收益为 0.28 元，同比上升了 54.1%。由于形成规模优势，公司中药饮片的毛利率远超行业平均值，07、08、09 年分别达到 37.23、38.02 和 38.79，远高于同期行业 20.72、19.99 和 19.43 的平均值。公司受邀参与国家和行业标准的起草制定工作，承担国家“十一五”科研项目《中药标准规范技术体系研究》2 个子课题以及《中药饮片标准研究平台》的研究。公司已从行业领跑升级成为行业标准制定者，其龙头地位无可撼动。

二、外延扩张战略助推公司高速增长。饮片行业从技术上相对并不存在很高的壁垒，而行业小而多的业态决定了打造规模效应是突出重围的有效方式。公司在完成内部经营和产品精细化过程的同时，积极实施外延增长战略。已基本构成全国市场一盘棋的格局，2009 年各地区产品销售均呈现快速上升的势头。公司前期受饮片产能制约增长放缓，拉低整体业绩增幅。公司通过收购四川阆中两家现成药厂已形成新产能。同时，截止第 3 季度，公司成都饮片生产基地建设投入已近 50%，北京中药饮片基地钢结构工程已基本完工，北京药业有限公司中药基地也进展快速，完全有形成新的量产能力并将逐步放大，业绩增长受饮片产能限制的瓶颈有望逐步打破，预计公司未来 2-3 年内将扩增饮片产能约 3.5 万吨/年，将有效解决现有产能瓶颈制约公司发展的的问题。我们认为，公司目前饮片销售占全国总量不足 2%，行业仍具有很大的扩张空间，未来公司扩张战略仍将持续并继续推动公司的快速发展。

三、打造覆盖上下游的完整产业链，以新模式创造新效益。公司继收购普宁中药材市场和安徽亳州世纪国药市场后，10 年 9 月再次与安国市人民政府签订了《关于收购安国中药材专业市场交易中心的框架协议》，加上即将投入运营的康美医院及未来的康美连锁药店，公司已形成从药材到医疗服务和医疗销售的完整产业链。并计划在未来 3 年内投入 15 亿元打造康美（亳州）华佗国际中药城，引入全新的中药材及产品交易模式，包括：扩大实体交易平台，构建电子商务平台，引入电子商务模式，实现供需的快速对接，建立完备的配套服务，构筑统一仓储、统一物流、统一检测评级、统一陈列与信息发布，在条件成熟时推出中药材及饮片的期货交易模式。我们认为，新贸易模式下不仅增大公司旗下市场的贸易额，而且公司将享受新型服务的增值溢价，在国际中药材及初级产品贸易连年递增的趋势下，公司还将抢得国际贸易先机，分享国际市场扩容的带来的利益。同时康美医院以高起点定位于医疗条件较差地区，将有望纳入当地医保全部诊疗项目。建设工程全部完成后，将为公司带来 1.5 亿元以上的利润收益，并随医改的深入和医保项目及报销比例的增加，未来还将呈现稳定增长趋势。

四、盈利预测与评级。较长时期看，公司成长的促进因素主要有以下几方面：（1）医疗制度改革的推进和以企业为标的的饮片招标方式将有明显有利于公司业绩增长。（2）主营业务饮片产能的持续提升将为销售收入增长提供有力的支持。（3）上游药材贸易产业的扩张将增大公司对药材贸易的控制力与话语权。（4）下游医疗服务与零售贸易将成为

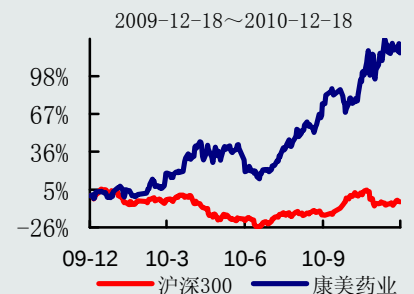
投资评级

投资评级：	推荐
评级变动：	维持

公司基本数据

总股本(万股)	169437
流通 A 股/B 股(万股)	169437/0
资产负债率(%)	31.29
每股净资产(元)	2.52
市盈率(倍)	74.94
市净率(倍)	8.80
12 个月内最高/最低价	23.67/9.9

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《销收利润增幅同步加快，趋势后期料可持续》	2010-10-27
《上游产业扩张不改公司业务主导与成长预期》	2010-09-20
《解析增幅偏弱缘由，看好后期成长潜力》	2010-08-11
《纵横阖捭图远策，落子布棋待生花》	2010-08-09

公司值得关注的收入新增长点。我们认为，公司多个收入增长点目前正在逐步体现效益并有望继续，公司业绩加速上升通道正逐步形成，我们对公司未来发展有着乐观的预期。预计公司 10 年、11 年和 12 年的 EPS 为 0.45 元、0.62 元和 0.89 元，给予**推荐**评级。

益佰制药(600594. SH)

精耕优势品种，多元化发展迎来业绩全面开花

主要观点

一、抗肿瘤中药国内领先，主打产品增幅强劲。抗肿瘤药物是公司拳头产品中的重中之重。主打产品中的艾迪注射液和复方斑蝥胶囊具有直接杀灭癌细胞作用，属广谱抗肿瘤药物。其中艾迪 2000 年被确定为中药二级保护品种，2004 年入选国家基本医疗目录，并作为典型抗肿瘤药物已被写入医学教科书中。07 年至 09 年艾迪单药销售收入从 4 亿元增长到 6.2 亿元，在 2009 新版医保目录中的适用范围从原来仅限于肺癌和肝癌用药扩大为中晚期癌症用药，未来销量增长还将继续维持。公司另一个抗肿瘤主打药物复方斑蝥胶囊具有很好的肿瘤靶向分布特性和阻断癌细胞 DNA 复制的功能，与艾迪同属公司优质优价产品，并一起被纳入 09 年医保目录中。08、09 两年同比增幅都超过 30%，09 年更是达到 40% 以上。公司 10 年前三季度累计销售和净利润与去年同比增幅为 10.62% 和 55.43%，每股收益为 0.594 元，较去年同期上升 89.94%。受益于肿瘤药品市场扩大和产品独特的疗效，公司的肿瘤药物未来销售仍可维持较高幅度的增长。

二、代理药物洛铂将为公司带来可观收益。公司 09 年 8 月获得海南长安国际制药有限公司产品洛铂十年期的总代理权。洛铂为第三代铂类抗肿瘤药物，属化学一类新药，疗效确切广谱，无交叉耐药性和明显肾毒性。单药对小细胞肺癌和乳腺癌初治有效率达 42.6% 和 53.6%，对慢性粒细胞白血病总有效率为 92.5%，完全缓解率达 62.5%，在选药上对二代铂类药物（顺铂、卡铂等）和常规的白消安、羟基脲等有替代作用。与另一种三代铂类药物奥沙利铂相比，洛铂在可分散性、耐药性、细胞抑制效果和副作用方面均有更好的表现。该药已在 25 个省医保药物招标中中标。公司采取学术营销为主的策略进行市场推广，预计今年销售有望突破亿元，未来 3-5 年可望达到 5 亿元销售额。

三、心脑血管药物已渐成体系。心脑血管药物是公司另一方面优势，主打产品银杏达莫（杏丁）注射液具有多重药理功能且起效迅速。目前以银杏叶提取液制成针剂国内外只有很少的厂家可以生产，同类产品竞争小。受中药注射剂事件影响，08 年销售增幅下滑至 9%，但去年销售增幅回升至 19%，并有望继续保持两位数的增长。后续产品复方苈草粉针属于对缺血再灌注损伤有多层次和多靶点作用的药物，08 年已完成临床试验，现正在申请国家二类新药地道植物药，加上近期有望获批的米搞心乐滴丸，未来将与杏丁、羚丹心舒、道脉通等产品构成产品系列。

四、公司产品结构层次合理，管理精细化将使营销能力锦上添花。公司产品主要集中在肿瘤、心脑血管药物及镇咳化痰类药物，主要产品品系内契合度好，形成了主治药物和辅助药物、不同剂型、不同规格、不同偏重的配置。并在产品链上也有很强的后备，在研产品有 54 个，有个 7 品种进入临床研究。在研产品中 VEGI（血管内皮细胞生长抑制因子）、小纤维酶是公司购买美国新的药物专利技术，已完成临床前研究，对其独特功效学术界和市场有很高的预期。公司营销能力为业内认同，今年公司成立了 5 个营销公司，逾 2300 的销售团队，主打产品已覆盖了全国 95% 的二甲以上医院，其中三甲医院覆盖率在 80% 左右。新的营销管理架构和策略，将有助于公司进行专业化的精细管理，强化公司产品技术优势向市场优势的对接转化，其效益已逐步体现。

五、多个产品入选医保目录，受惠医改业绩仍有放量。公司凭借品牌 and 产品质量上的优势，已有 22 个产品和剂型入选国家医保目录，其中包括了甲类 9 个，乙类 13 个，其中艾迪注射液、克咳胶囊、清开灵冻干粉针和前列腺闭通颗粒为医保独家产品，受惠国家医疗制度改革推动，未来销量增长还将继续维持。

六、盈利预测与评级。我们认为，公司后期增长的直接推动力将主要体现在肿瘤和心血管药物的产品优势和公司自身在营销方面的传统实力。同时公司前期优化营销管理和网络结构措施所形成较大的费用支出，在未来效益逐步释放的同时得

证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210 号

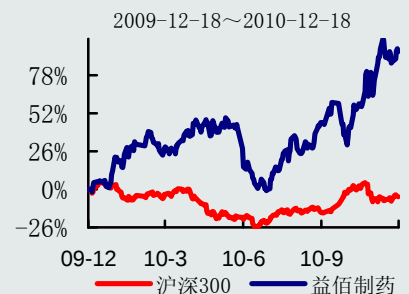
投资评级

投资评级：	推荐
评级变动：	维持

公司基本数据

总股本(万股)	35276
流通 A 股/B 股(万股)	35276/0
资产负债率(%)	44.55
每股净资产(元)	2.98
市盈率(倍)	62.99
市净率(倍)	7.30
12 个月内最高/最低价	27.1/14.0

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《收入毛利齐头并进，产品结构转型趋势已成》	2010-10-29
《半年增长低于预期，后续发展有望提速》	2010-08-24
《精耕优势品种，多元化发展迎来业绩全面开花》	2010-07-07

以消化，管理水平和盈利能力仍有继续提升空间，对公司未来成长抱有乐观预期。我们维持公司的基本判断，按行权扩股后摊薄每股收益计算，预计 10 年、11 年、12 年的 EPS 分别为 0.49、0.64 和 0.83 元，给予**推荐**的评级。

云南白药(000538.SZ)

资源与创新促动成长，政策红利锦上添花

主要观点

一、伤科药领域龙头地位和显著的品牌优势驱动企业快速成长。公司是国内极少数拥有国家级绝密配方的中药生产企业，在伤科领域产品具有明显优势，10 年入选《福布斯》中国品牌价值榜位列第 30 名，品牌价值达 38.1 亿元。在品牌及产品疗效优势推动下，公司发展稳定持续，营业收入从当年 5800 余万元增长至 09 年近 72 亿元，增长了 120 余倍。近年来借品牌效应，公司以白药系列为主线拓展功能性衍生产品获得成功，09 年白药系列及衍生产品年销售过亿品种达 7 个，10 年上半年自产产品销售增幅同比达 26.9%，10 年前三季度总销售收入达 66.6 亿，同比增加 25.4%，净利润 6.54 亿元，同比增长 58.3%，扣除非经常收益后归属上市公司的利润增幅更达 65%。

二、创新与研发能力不俗，中央+两翼战略成效显著。公司具有出色的创新与研发能力，继白药系列中央产品（包括胶囊、散剂、酊剂、气雾剂、宫血宁等）实现快速增长的同时，两翼产品研发获得成功，04 开发投产的白药牙膏至 09 年销售已达 5 亿，而透皮剂、急救包 09 年也实现过亿销售业绩。公司专设健康事业部和透皮事业部，从事洗护系列、牙膏系列、药妆系列以及白药膏、创可贴、水性贴剂、急救包等两翼产品的研产销，未来有望成为公司高成长的驱动源。

三、受惠国家医疗体制改革和地方政府扶持政策，具有持续增长能力。公司直接受益于国家推行的医疗体制改革，计有 66 个品种进入国家基本药物目录，142 个中、西药品种进入医保目录，随着改革措施逐步落实到位，未来销售增长有望持续。公司为云南地方政府重点扶持企业，在资源配给、财政税收、规模扩张重组及新产品储备方面给予大力支持，依据庞大的“云药版图”规划，公司逐渐实现白药完整产业链配置及产品区域扩张，09 年实现省内、省外及海外销售 23.3%、30.5%和 29.0%的增长率，已从区域品牌向全国乃至海外品牌迈进。新市场的扩展将为公司未来发展留出广阔的空间。

四、医药商业增势强劲，工业扩产有望进一步提振主营业务增速。公司 99 年收购云南省医药公司后开始进军医药零售行业，并迅速在医药商业领域崛起，09 年公司商业销售收入已达 45.8 亿元，占总收入的 63.9%，同比增幅 27.4%，10 年上半年同比增幅仍达到 26.2%。受产能影响，公司工业生产近期增速低于商业增幅，为此公司 10 年将新建厂区，设计产能在现有基础上放大一倍。产能瓶颈的突破将促进公司摆脱工业制造分行业上的增长桎梏，增强在主营业务上的核心优势。公司商业与工业的协调发展不仅使得营业收入稳定增长，同时也有力促进了工业产品的销售畅通。

五、盈利预测与评级。公司属典型资源型企业，但伤科药物持续用药期较短且消费弹性相对较大，但公司较强的创新与研发能力有效延伸了产品剂型和衍生产品线，形成了新的具有持续增长潜力的目标消费市场。在未来政策推动下的市场扩容大环境下发展动力将可保持。预计公司 10 年、11 年、12 年 EPS 分别为 1.32、

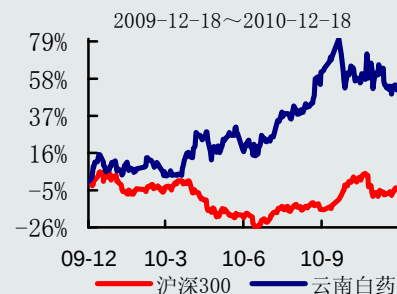
投资评级

投资评级:	推荐
评级变动:	首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	69427
流通 A 股/B 股(万股)	62925/0
资产负债率(%)	39.56
每股净资产(元)	6.71
市盈率(倍)	71.45
市净率(倍)	9.26
12 个月内最高/最低价	74.69/48.3

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

1.77 和 2.31 元，给予**推荐**评级。

马应龙 (600993. SH)

医改推进筑高业绩弹性，终端拦截创新收益来源

主要观点

一、产品领域优势明显，主营业务经营良好。公司属国内肛肠类药物研产领域的龙头企业，品牌效应已得到市场的高度认同，品牌价值达 40.01 亿元，并拥有国家级企业技术中心，主打产品马应龙痔疮膏属国内独家产品，领域内优势突出。公司经营作风稳健主营业务业绩良好，09 年治痔类产品销收 3.26 亿元，同比增长 16.8%，营业利润率增长 77.43%，同比提高 2.28 个百分点，医药商业销收 6.08 亿元，同比增长 35.8%，营业利润率同比提高 1.05 个百分点达到 15.03%。10 年前三季度公司销售收入仍然保持两位数的增幅。受基本药物价格新政影响，公司主打产品马应龙痔疮膏短期提价通道受阻，但作为独家品种受惠国家优质优价基本政策将是长期和持续的，对中后期产品价格上调仍存乐观预期。此外，公司在 OTC 药物平台外开发了奥司明片、痔疮消片、金玄痔科熏洗散和硫酸吗啡栓等处方类药，将作为医院渠道的产品增添收入来源，有利公司的长期发展。

二、基本药物招标推进缓慢及价格调整预期对短期影响明显但不改中长期发展趋势。公司治痔类药物销售收入在总收入占比约为 1/3，却是公司营业利润的主要来源，主要产品马应龙痔疮膏纳入了基本药物目录和医保目录（甲类），痔疮栓也进入医保乙类品目，属受惠医改同时又对医改进程高度敏感的公司。10 年医疗制度改革进入操作层面后进展缓慢，对公司产品销售增幅影响较大，拖累毛利水平导致公司业绩下滑。同时，基本药物降价预期导致经销商及应用单位减少药品购进，影响销量增长。两大因素叠加造成公司三季度利润出现下挫。但我们认为，医疗体制改革关系国计民生，是国家的一项重要国策，改革进程可能推迟但不可能逆转，中长期看，公司仍将受益明显。同时国家对药物价格调整主要针对药品价格偏高的品种，目前公司痔疮膏基本药物零售指导价分别为 9.3 元（10g）和 17.7 元（20g），一疗程用量 1-2 支即可，价格下调空间有限同时还享受独家品种的政策倾斜，主打产品毛利空间波动不会太大。因此，从中长期来看，基本药物独家产品依然会成为未来成长最快的产品。公司受惠预期将会逐步体现，产品的品牌效应与龙头地位加上巨大的消费人群将仍将是公司未来成长的保障。

三、药妆产品经历前期放量增长后增幅放缓，未来增长空间仍有预期。马应龙八宝眼霜为 09 年 6 月推出的新产品，前期主要在马应龙大药房出售，半年销售即超过一万支。今年开始推向全国市场，目前销售收入约 1000 万元，低于此前预期。我们认为，国内保健品市场增长趋势确定，新的大健康消费模式已接近转换节点，通过市场培育中药类保健品及衍生产品有望成为未来市场热点。从时间上看，公司新产品推出后的全国性市场培育将有一个较长时间的缓慢的增长期，营销队伍的建立和成熟也需要一定的时间积累，公司经营风格一向稳健，随着国内销售网络的建成，以及公司对生产传统八宝眼粉（膏）数百年历史的针对性定位宣传，药妆产品将逐步为消费者认同并形成逐渐递增的收入来源。

四、延伸下游产业链，特色专科医院成长可期。公司在肛肠专科药物方面的品牌已为市场所认同，公司计划在未来 5 年间在全国开设 15 家肛肠专科医院，实施“终端拦截”策略，实现医、药的互动循环。目前公司在武汉、北京的连锁医院已投入运营，南京连锁医院也即将开业接诊，未来还将在成都重庆等城市增开新院。我们认为，公司下游的医疗服务产业延伸于本企业优势专科领域，专业化程度高，具有较强的技术竞争优势。目前虽然全国大部分综合性医院均有肛肠科，部分地区也有肛肠专科医院，但品牌和影响力弱。公司切入的空白市场将有望以自身优势资源在专业医疗领域形成较高的市场份额并产生较快收入增长。

五、盈利预测与评级。对医改推进的乐观预期是我们看好公司的主要因素，同时

证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210 号

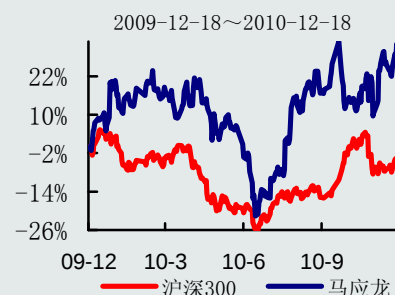
投资评级

投资评级：	推荐
评级变动：	维持

公司基本数据

总股本(万股)	16579
流通 A 股/B 股(万股)	16542/0
资产负债率(%)	26.75
每股净资产(元)	5.74
市盈率(倍)	41.51
市净率(倍)	7.86
12 个月内最高/最低价	47.5/26.5

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《受累医改滞后业绩下滑，仍然看好未来成长》	2010-10-25
《主营业务增长符合预期》	2010-04-26
《有望进入快速成长时期》	2010-03-29
《马应龙-业绩大幅增长、维持强烈推荐》	2010-01-09
《主营业务爆发增长可期》	2009-11-23

公司在自身领域的技术与市场优势使我们对公司的新增长模式抱有较好期望。不考虑投资净收益及公允价值变动收益，预计公司 2010 年、2011 年及 2012 年主营业务 EPS 分别为 0.77 元、1.34 元及 1.79 元，给予**推荐**评级。

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10% 之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20% 之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上；
- 中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5%—5%；
- 回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801