

中药 II

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人: 余方升

S0960110030152

021-52286447

yufangsheng@cjis.cn

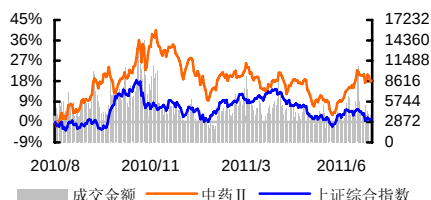
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	55
总市值(亿元)	4552
占 A 股比例(%)	0.69%
平均市盈率(倍)	78.42

行业表现

(%)	1M	3M	6M
中药 II	6.78	3.99	2.70
上证综合指数	-2.01	-7.13	-3.40



相关报告

《中药注射剂新药将陆续上市, 行业重大拐点出现-中药行业深度报告系列之一》

2010-01-19

《中药品牌的跨行业扩张-健康产品领域空间广阔-中药行业深度报告系列之二》

2010-09-27

中药 II 行业

看好

“药材飞”背后的药企影响探析

—中药行业深度报告系列之三

投资要点:

- **信息不对称导致供需失衡是药材价格波动的深层次原因。**直观来看, 医改需求释放、种植萎缩、自然灾害、游资炒作等都是造成药材价格震荡的重要因素。事实上, 从更深层次来看, 我们认为信息不对称导致供需失衡才是根本因素。值得一提的是, 近年银花期货品种和成都中药材价格指数的上市、电子商务平台的逐渐完善等预示着国内中药材信息体系建设开始有所突破, 产销衔接不畅有望改观;
- **未来中药材品种整体价格将稳中趋落, 中长期往上走趋势不变。**价高调动了药农的积极性, 随着栽培面积的恢复或扩大, 预计今后许多供给增加较多的药材品种将由“卖方市场”渐转为“买方市场”, 但野生资源型品种会持续走高。长期来看, 考虑到通胀因素, 中药材价格指数上扬仍是必然的;
- **中药企业所受影响不一, 行业或将迎来新一轮的洗牌。**经销商及饮片龙头等上游参与者在本轮 10 年不遇的上涨行情中获益颇丰, 少数有自主定价权的药企可通过调价来化解。但对于大部分企业来说, 由于药品价格受限, 成本压力只能通过内部消化。原料成本的攀升、新版 GMP 和药典的实施将使得许多中小药企面临淘汰;
- **药企自建/合建药材基地+开发新产品是今后重要发展趋势, 产业扶持政策有望出台。**应对药材大涨带来的冲击, 企业和政府两方面需要双管齐下:
 - 除了保障充足存货外, 中药企业建立药材基地是可行出路, 天士力、康恩贝、阿胶等在这方面均取得了一定成效。另外由于具备强大品牌优势和先天资源基础, 拓展健康产品应当有良好的发展前景;
 - 政府方面, 制定质量溯源系统、种植补贴、类似于“中央+地方”生猪储备模式的中药材收储、建立信息平台等政策, 将是平抑原料波动的有效措施。
- **投资建议。**在医改需求释放的大背景下, 中药行业正处于集中度提升的黄金发展期, 竞争优势突出的龙头成长空间广阔。建议关注以下 4 类个股: 产业政策扶持得益的康美、紫鑫; 有自主定价权的抗通胀品种: 阿胶、片仔癀、白药; 影响程度较轻的益佰、天士力、红日、凯宝; 受益于药材行情回落的江中、三九等。

风险提示: 中药材品种产量一般有限, 相较农产品来说更容易受到操纵。

股票代码	股票名称	10EPS	11EPS	12EPS	13EPS	10PE	11PE	12PE	13PE	投资评级
000538	云南白药	1.33	1.79	2.37	3.10	45.80	34.10	25.74	19.68	强烈推荐
000423	东阿阿胶	0.89	1.38	2.16	2.91	50.10	32.22	20.66	15.35	强烈推荐
600518	康美药业	0.33	0.56	0.70	0.92	45.51	26.41	21.13	16.09	强烈推荐
600594	益佰制药	0.55	0.75	1.03	1.31	33.84	25.16	18.23	14.29	强烈推荐
600557	康缘药业	0.43	0.61	0.81	1.05	38.31	26.84	20.25	15.56	强烈推荐
600535	天士力	0.87	1.32	1.59	1.95	50.37	33.31	27.69	22.52	强烈推荐
600436	片仔癀	1.39	1.72	2.06	2.58	52.37	42.22	35.18	28.14	推荐
002317	众生药业	0.73	0.95	1.23	1.54	36.76	28.27	21.84	17.44	推荐
300026	红日药业	0.68	0.99	1.39	1.81	44.82	30.69	21.78	16.69	推荐
300039	上海凯宝	0.47	0.77	1.17	1.60	56.99	34.90	22.89	16.70	推荐

目 录

一、中药材价格波动原因探析及今后走势判断.....	4
1.1 中药材品种近年呈现普涨格局.....	4
1.2 信息不对称导致供需失衡是药材波动的深层次原因.....	5
1.3 未来整体价格有望回落，长期仍趋升.....	7
二、中药企业受药材上涨影响分化，行业洗牌之势不可避免.....	10
2.1 主要药材品种涉及的重点中成药情况.....	10
2.2 中药个股影响不一，整体有所受损.....	11
2.2.1 康美、紫鑫等饮片龙头直接受益.....	11
2.2.2 江中、三九等成本压力未来可望逐渐缓解.....	13
2.2.3 阿胶、片仔癀、白药具备自主定价优势.....	15
2.3 监管趋严，行业优胜劣汰进程将加速.....	16
三、应对良策：药企、政府两方双管齐下.....	18
3.1 企业合理存货+自建药材基地+开发新品.....	18
3.2 国家收储等产业扶持政策有望出台.....	20
四、投资建议：布局竞争优势突出的行业龙头.....	21
4.1 康美药业：巨资布局产业链，收获拭目以待.....	21
4.2 东阿阿胶：打造高端品牌，引领行业发展.....	22
4.3 益佰制药：精耕现有业务，培育潜力品种.....	24
风险提示	25
附录：中药材简介	26

我们的核心观点：

中药材作为我国许多老百姓的常用“药篮子”，近年价格暴涨早已是众所周知的事了。

我们认为，中药材价格波动最深层次的原因是信息不对称导致供需失衡，多年来的“药贱伤农”使得药材生产体系比较脆弱。不过这种局面正在改观，近年银花期货和成都中药材价格指数的上市、电子商务平台的逐渐完善等预示着国内中药材信息体系建设已有所突破。

可喜的是，较好的种植收益激发了药农的积极性，随着种植面积的恢复或扩种，预计今后大部分家栽药材品种供需将得到缓解，“卖方市场”渐转为“买方市场”，但野生资源型品种会持续走高。长期来看，考虑到通胀因素，中药材价格指数上扬仍是必然的。

饮片、具备自主定价权、药品价格有限制的药企受本轮药材上涨行情的影响不一，整体有所受损。原料价格的大幅攀升、新版 GMP 和药典的实施将有助于企业优胜劣汰，中药行业长期以来“杂、小、散、乱”的状况将得到改善。

未来要降低药材价格波动对行业的冲击，我们认为需要企业和政府两方面着手。药企方面，安排合理存货，自建药材基地，凭借强大品牌优势和先天资源基础积极开发健康产品等均是缓解原料压力的有效措施。而类似于“中央+地方”生猪储备模式的药材储备（比如规定储货企业的硬件条件，要求按低于市场价一定幅度抛售，定期更换药材保证质量等）、质量溯源、中药材信息平台、种植补贴等今后有望出台的产业政策将从大方向上保障行业的健康有序发展。

综合来看，我国中药行业（包括中药材、中药饮片和中成药）正处于集中度提升的加速洗牌期，布局上下游产业链的康美、阿胶，健康产品发力的白药，精耕市场的益佰，坚持国际化道路的天士力等竞争优势凸显的龙头股将面临较好的黄金发展机遇，值得重点关注。

一、中药材价格波动原因探析及今后走势判断

1.1 中药材品种近年呈现普涨格局

众所周知，中药材是我国许多普通老百姓的常用“药篮子”，而其近年价格大幅上涨也早就不是什么新鲜事了。据统计，从 09 年以来，整个中药材价格指数已经上涨了约 2 倍，并且这个趋势短期还未见止步的迹象。

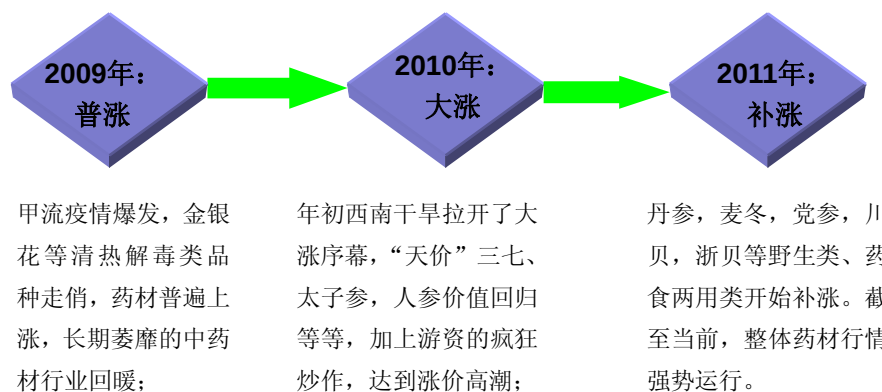
图 1：09 年初以来中药材价格指数（综合 200）表现



资料来源：中药材天地网 综合 200 指数对整个中药材市场有较强代表性 中投证券研究所

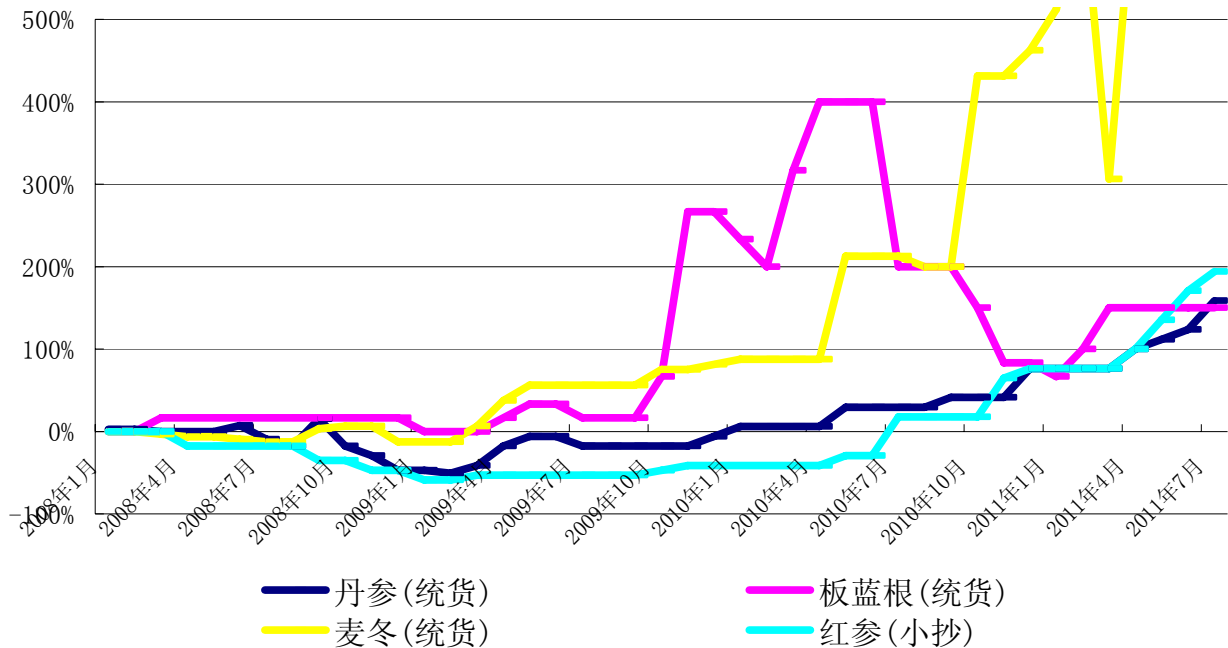
具体从品种来看，回顾本轮涨价历史，从 09 年起，甲流疫情的爆发使得金银花、板蓝根等清热解毒类药材十分紧俏，量价一路飙升。由此带动下其它品种普遍开始上涨，多年处于低迷的中药材行业终于见底回暖；

图 2：2009 年以来本轮中药材价格上涨情况



资料来源：根据相关资料整理得到 中投证券研究所

图 3：09 年以来红参、板蓝根等药材品种涨幅情况



资料来源：中药材价格信息网 中投证券研究所 注：截止到 11 年 7 月麦冬累计涨幅为 744% 红参小抄指统货

而 10 年则达到了本轮涨价周期的高潮。年初受西南五省干旱影响，三七、红花等品种领涨，接下来冰冻使得太子参暴涨，人参受益于产业政策的扶持不断攀升，加上游资的炒作，中药材迎来大涨行情，许多品种创下历史新高；

进入 11 年后，药市正在经历着重点品种价格的补涨如野生类、药食两用类，包括因药材种苗断缺、种植周期长从而产量增加有限的川贝、浙贝、丹参、麦冬、党参等。

截止到目前，中药材品种仍然是呈现“涨多跌少”的格局，整体市场“高烧不退”。

1.2 信息不对称导致供需失衡是药材波动的深层次原因

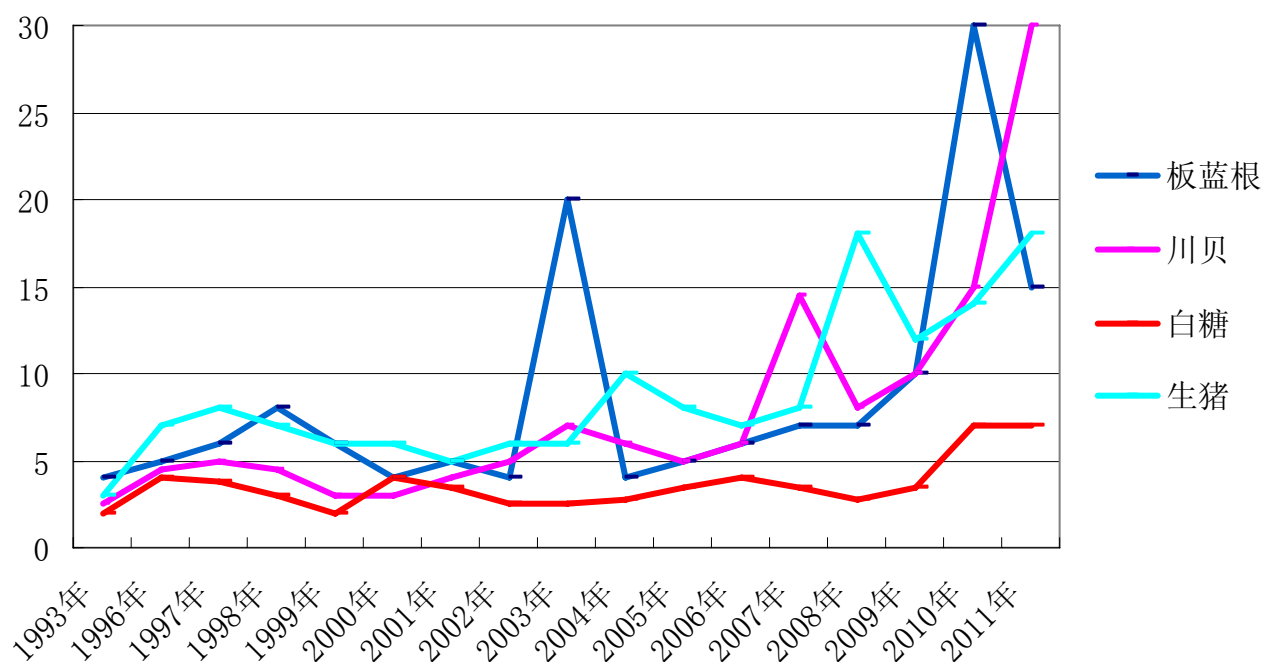
中药材作为一种特殊商品，既是药品，也是农副产品，产量自然容易受到气候、自然条件的制约，价格呈现“多了是草，少了是宝”的周期性波动。从板蓝根、川贝、白糖、生猪的历史价格可以看出，药材和农产品的走势重合度是比较高的。

表 1: 中药材与一般农产品的区别联系

方面	中药材	一般农产品
种类	包括植物药、动物药、矿物药等万个品种	水稻、玉米等粮食类，猪、牛等畜牧类，水产品等等
生长特性	一般 2-3 年以上收获；单品种产量不大。	基本上都是 1 年成熟；产量规模很大。
交易方式	初级市场：亳州、安国等 17 个中药材专业交易市场，城乡集贸市场； 期货市场：重庆农畜产品交易所的银花品种	城乡集贸市场； 期货市场：大商所的大豆，郑交所的小麦等多个品种
标准	各地标准差异较大	比较单一，方便统一
需求对象	药厂，医院，患者	普通老百姓
政策扶持	商务部正在研究建立重点品种储备制度；种（养）殖尚无补贴。	粮食、白糖等大部分品种都有政府储备库；种（养）殖有补贴。
生产规范	《中药材生产质量管理规范（GAP）》	《良好农业规范（GAP）》

资料来源：根据相关资料整理得到 中投证券研究所

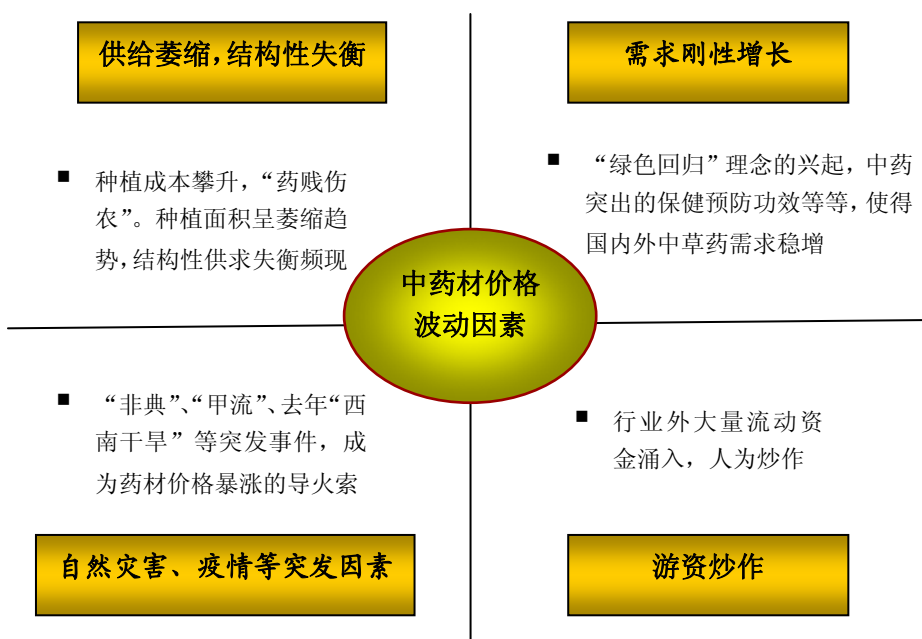
图 4: 90 年代初以来板蓝根、川贝等药材与白糖、生猪等农产品价格情况对比



数据来源：相关网站 中投证券研究所 注：川贝价格单位为 100 元/Kg，其它均为元/Kg

造成中药材价格波动的原因有很多，除了医改大背景下需求释放、长年“药贱伤农”使得供给缩减、自然灾害及疫情等突发事件频发外，游资炒作也是不可忽视的重要因素之一。

图 5：中药材价格波动原因探析



资料来源：根据相关资料整理得到 中投证券研究所

事实上，从更深层次角度来考虑，我们认为，造成药材价格波动的主因在于信息不充分，导致药农不合理种植，结果往往是价高时“手中无货”，低价时“药贱伤农”，从而许多品种出现供需失衡，价格大起大落。如 06 年的“蒿草”变“稻草”事件，根源就是药农受价高刺激，盲目扩种，最终使得市场供应严重过剩，价格暴跌。因此今后由政府出面建立畅通的全国中药材产销信息体系显得尤为必要。

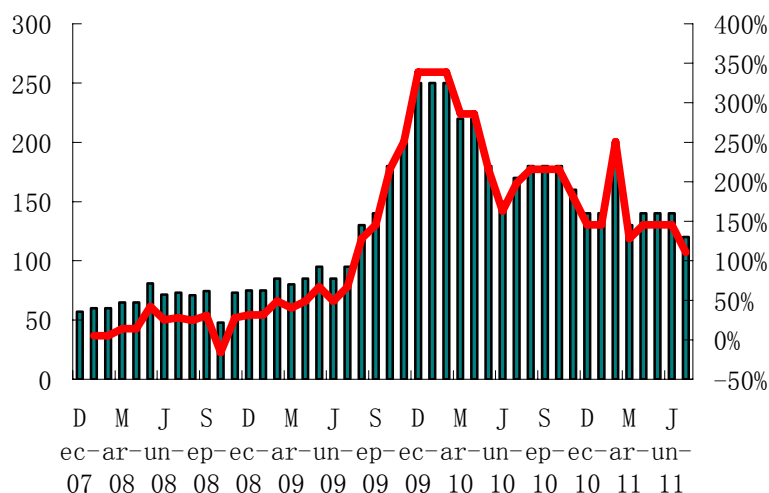
1.3 未来整体价格有望回落，长期仍趋升

探讨中药材未来价格走向，须从家栽和野生资源品种两类来考虑，前者可以金银花为例。09 年甲流疫情爆发期间，清热解毒功效突出的金银花受到市场追捧，一度出现脱销，价格翻了好几倍。现时隔两年，各地产量均有明显增加，价格从最高位已回落了约一半，但和涨价之初相比，仍处于较高水平。

究其原因，虽然近年种植面积有大幅度增加，然而土地、化肥、农药、人力、运输等成本都在上升，相关中成药、凉茶类产品等需求持续稳增，目前市场供需处于平衡状态，再跌落到原来的“烂市价”已不太可能。

价高刺激了药农的种植热情，随着栽培面积的恢复或扩种，我们预计今后大部分中药材品种都将呈现类似走势，“卖方市场”逐渐转变为“买方市场”。

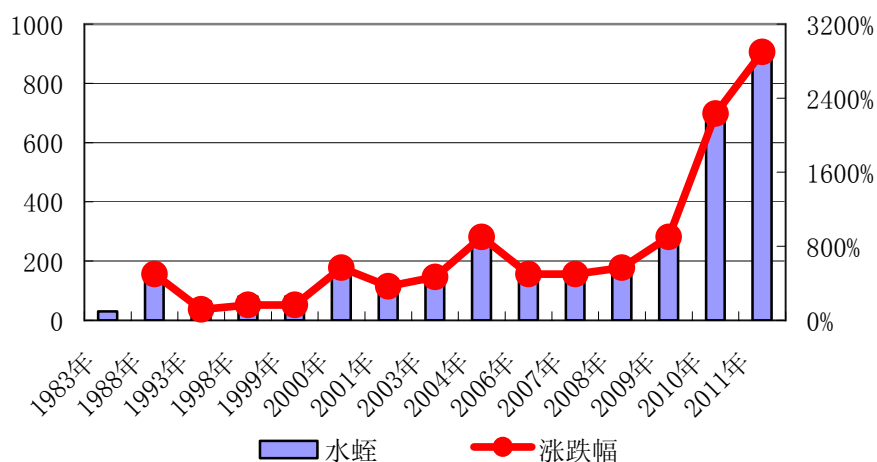
图 6: 07 年 12 月以来金银花价格走势



资料来源：中药材价格信息网 中投证券研究所 单位：元/Kg 截止到 2011 年 7 月

野生资源型品种方面，水蛭具有代表性。作为心脑血管类疾病中成药的主要原料，近几年水蛭得到了更广泛的开发和应用，市场需求激增。而由于江河湖泊污染，野生产量锐减，人工养殖量又很有限，导致价格攀升。从 80 年代以来，售价已经上涨了约 30 倍，远超过一般品种，且供不应求。

图 7: 水蛭历史价格走势

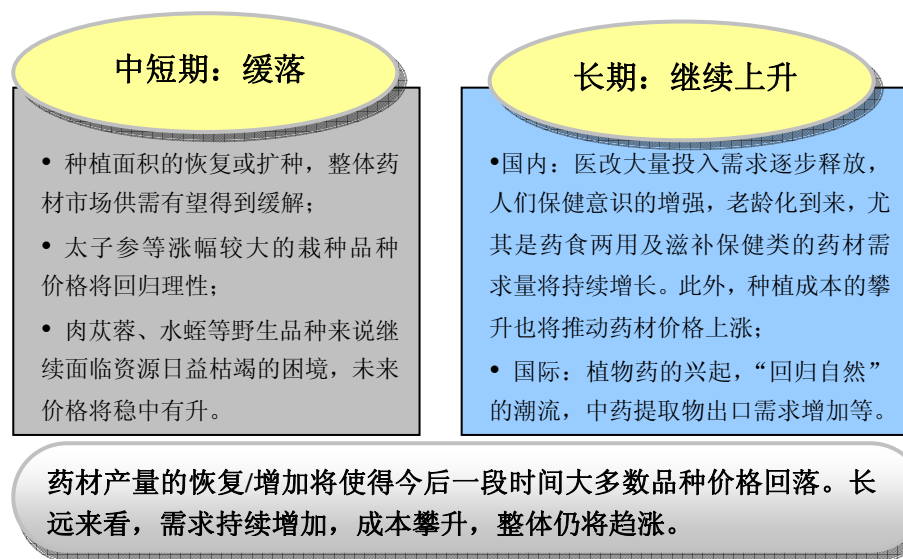


资料来源：中药材价格信息网 中投证券研究所 单位：元/Kg 截止到 2011 年 7 月

因此综合来看，种植成本的攀升，加上一般药材较长的收获周期，预计未来整体中药材价格会逐渐回落，但是出现大幅调整的可能性不大。从品种来看，随着产新的临近，像太子参等涨幅较大的栽种品种供需状况将得到缓解，价格会回归理性。而像水蛭、全蝎、肉苁蓉、川贝等野生品种来说，仍继续面临资

源日益枯竭的困境，未来价格将稳中有升。

图 8：中药材整体价格未来走势判断



资料来源：中投证券研究所

长期来说，由于国内、外需求增长等众多因素将造成供需矛盾进一步尖锐，
中药材整体上涨是必然趋势。

二、中药企业受药材上涨影响分化，行业洗牌之势不可避免

2.1 主要药材品种涉及的重点中成药情况

根据我们粗略统计，上市公司主要中成药品种涉及的中药材有三七、金银花、板蓝根、丹参、人参、当归、银杏等。个别品种以单个公司使用为主，如健胃消食片的原料太子参、痰热清的原料熊胆粉等等。

以三七为例，据不完全统计，国内用三七做原材料的中成药品种逾 300 个，生产厂家达 1000 余家，几乎覆盖了所有的中药企业。上市公司中，像白药、片仔癀、复方丹参滴丸、血栓通粉针等知名中药都以三七为主要原料。

去年西南大干旱使得 120 头规格三七每公斤价格从不到 60 元一度上涨到超过 500 元，而作为 3 年生品种，短期产量无法增加。截止到目前，三七统货价还是坚挺在 300 元/Kg 价位上，许多企业的成本压力可以想象。

表 2：主要中药材品种涉及的重点中成药品种（上市公司）

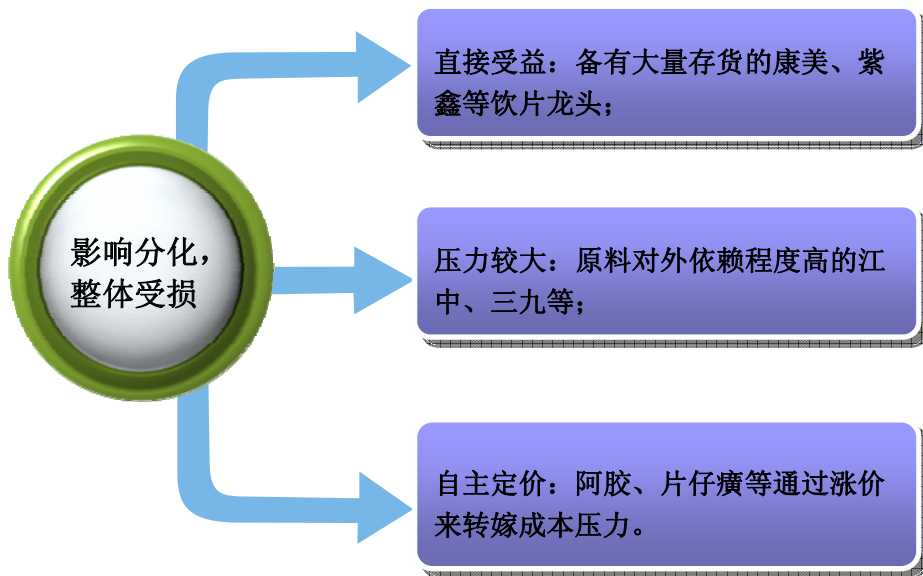
药材品种	涉及上市公司中成药产品	09 年以来药材涨幅
三七	白药产品（云南白药）、血栓通粉针（中恒集团）、注射用血塞通（昆明制药）、片仔癀（漳州片仔癀）、复方丹参滴丸（天士力）、复方丹参片（白云山）、复方血栓通胶囊（众生药业）、血塞通片（多家）等	495%
金银花	热毒宁（康缘药业）、脉络宁（金陵药业）、痰热清（上海凯宝）、口炎清颗粒（白云山）、王老吉凉茶（广州药业）、注射用双黄连（哈药股份）、维 C 银翘片（贵州百灵）	60%
丹参	复方丹参滴丸（天士力）、丹参总酚酸（天士力）、注射用丹参（哈药股份）、冠心宁注射液（亚宝药业）	389%
人参	复方阿胶浆（东阿阿胶）、古汉养生精（紫光古汉）	614%
阿胶	阿胶块、阿胶浆（东阿阿胶）、驴胶补血颗粒（九芝堂）	114%
当归	妇科千金片/胶囊（千金药业）、驴胶补血颗粒（九芝堂）	133%
板蓝根	抗病毒口服液（香雪制药）、板蓝根颗粒/冲剂（白云山）	150%
太子参	健胃消食片（江中药业）	823%
熊胆粉	痰热清（上海凯宝）	38%
红花	血必净（红日药业）	76%
冬虫夏草	复方鳖甲软肝片（福瑞股份）、参灵草口服液（江中药业）	40%

资料来源：各公司资料 估计有遗漏 中投证券研究所整理得到 截止到 2011 年 7 月

2.2 中药个股影响不一，整体有所受损

从中药材上下游产业链来看，此轮 10 年不遇的暴涨行情切实给药农、经销商及部分饮片企业等上游参与者带来了丰厚利润，个别不受药价管制的企业也可以通过提价来转嫁成本压力。

图 9：中药企业受药材价格上涨影响程度不均



资料来源：中投证券研究所

然而，对于绝大部分下游中成药企业来说，由于医保药品价格受限，在药材上涨的巨大压力前面只能选择内部承受，负面影响显现。

2.2.1 康美、紫鑫等饮片龙头直接受益

药材价格上涨给中药企业带来最直接的影响在于利润率方面，其中大部分中成药企业或多或少毛利开始下降，而饮片类企业相对受益。

受益个股中，以康美药业为代表，由于存货比较丰富，去年初以来三七、人参等药材价格上涨使得公司中药材贸易业务毛利率大幅提升，带动整体毛利率明显增加。

财报数据显示，2010 年公司药材贸易毛利率达到 44.17%，较 2009 年增加约 10 个百分点。从单季来看，呈现逐步攀升趋势，从 09 年 1 季度的 21% 上升至 10 年 4 季度的 45.98%，期间 09 年 4 季度还创下了 58.32% 的毛利新高。

我们认为，未来物流配送中心的落成，亳州、安国、陇西、普宁等 4 大药

材市场的整合，更加丰富畅通的药材信息资源，将有助于公司稳步提高药材贸易毛利水平。然而由于受市场价格波动的影响较大，药材贸易毛利率敏感性较强，未来确实可能存在一定的不确定性。

图 10：09 年以来康美药业各季度中药材贸易业务营收及毛利率情况

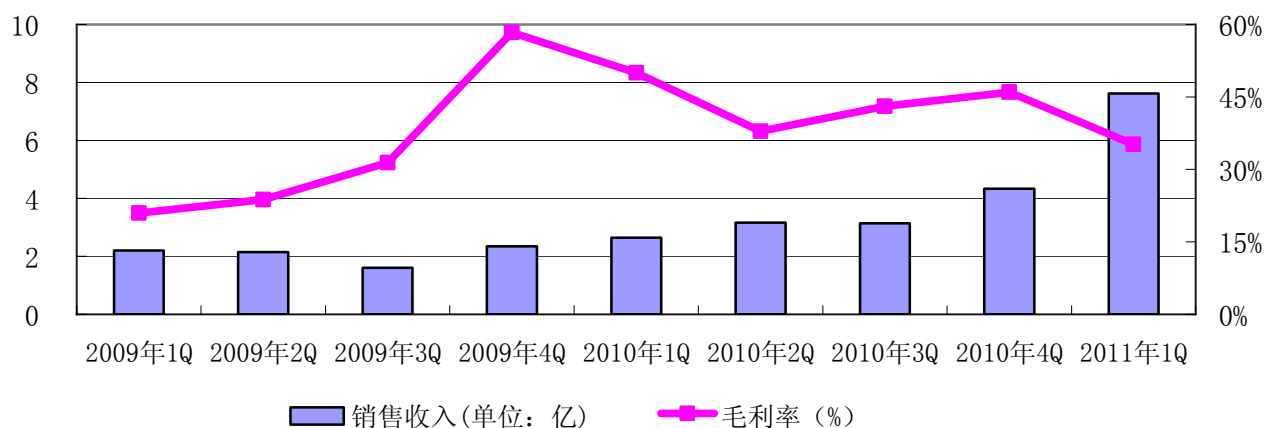
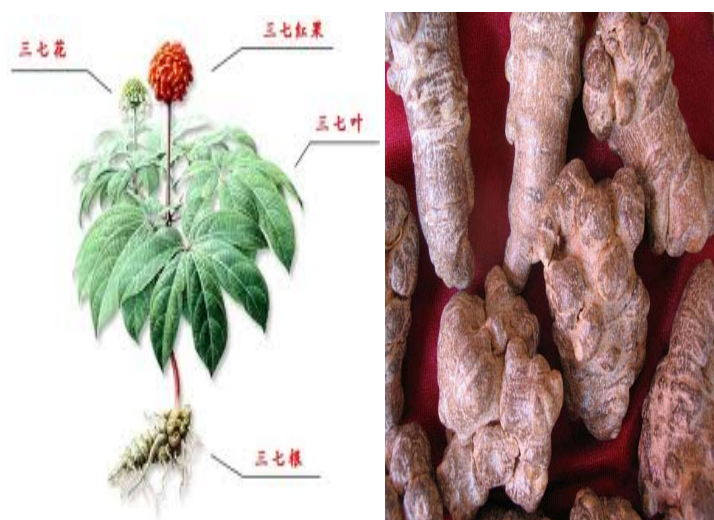
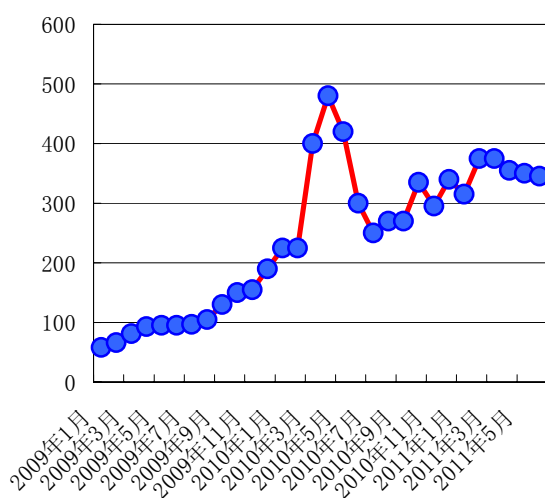


图 11：09 年以来三七（120 头）月度价格（单位：元/Kg）



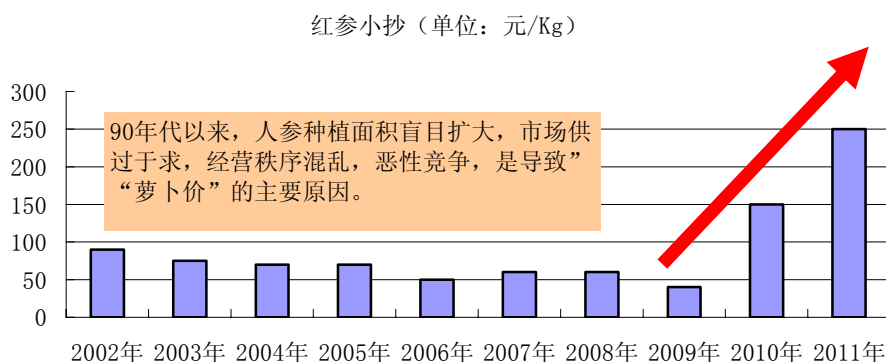
资料来源：康美药业历年财务报告 中药材价格信息网 中投证券研究所

总体来看，公司今后将强化中药饮片产业核心竞争力，加快资源整合，积极发展医药诊疗、现代医药物流、原药材供应、药材成分提取和药食同源产品等中药上下游，打造“种药基地+中药饮片/药材贸易+中成药+医院服务”产业链，攫取全链条利润，因此未来整体业务维持较好的毛利率水平是可以预见的。

从紫鑫药业来看，情况也比较类似，由于多年处于“白菜价”的人参终于在 2010 年迎来价值回归，大量的储货使其获益颇丰。公司人参系列产品销售

规模从 09 年几乎为零迅猛增长至 3.6 亿，毛利率达到 37.73%；

图 12: 人参“价值回归”中，产业发展空间巨大



具有诸多有利因素，人参价格长期上升趋势有望保持：

吉林省人参产业振兴规划：对林地开发面积进行控制，开展人参药食同源试点等。

品牌药企积极介入：修正的人参产业园，康美的新开河红参，益盛的平地栽参，紫鑫的人参加工品项目等。

资料来源：中药材价格信息网 中投证券研究所 红参小抄指统货

同时公司抓住机遇，完成 10 亿增发项目，投向延吉、通化等 4 个人参生产加工基地。此外，在吉林省振兴人参产业政策的大背景下，公司有酵素、糖果等 12 种人参食品获批，营销策划正在积极推动中。从韩国高丽参的成功历史来看，这方面的空间是很大的，有关进展我们将保持追踪。

2.2.2 江中、三九等成本压力未来可望逐渐缓解

实际上，中药材涨价之初，药企可通过库存来消化压力。

表 3: 统计的主要中药上市公司中毛利率受影响的中成药品种/类别

上市药企	品种/类别	涉及主要中药材	2008 年	2009 年	2010 年
红日药业	血必净	红花	81.94%	82.04%	79.16%
华润三九	OTC	野菊花，金银花，	—	69.30%	67.68%
	中药处方药	白糖等	—	79.85%	70.73%
众生药业	复方血栓通胶囊	三七	84.22%	86.47%	83.66%
江中药业	中药制剂	太子参	—	77.68%	63.87%
康缘药业	热毒宁注射液	金银花	74.83%	72.73%	72.79%
千金药业	中药生产	当归，党参，驴皮	73.09%	73.82%	71.45%
昆明制药	天然植物药	三七	58.79%	58.14%	56.25%
福瑞股份	药品	冬虫夏草	—	73.73%	71.58%
九芝堂	浓缩丸	茯苓，地黄等	66.54%	67.49%	60.84%
	驴胶补血颗粒	驴皮，当归	67.50%	68.99%	65.40%

资料来源：各公司财报资料 估计有遗漏 中投证券研究所整理得到

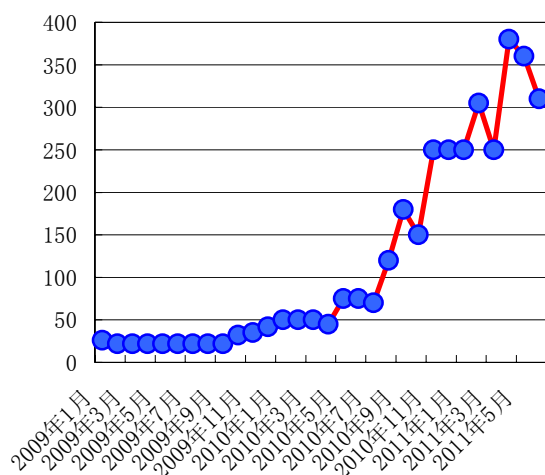
然从今年起，低价库存都基本消耗殆尽，涨势不止的药材已经给众多中药企业带来了“伤筋动骨之痛”，这可从中药上市公司的财务报表看出来。中成药品种毛利率下降成了中药行业中的一个普遍现象。

上市公司里面，江中药业、华润三九受的影响相对较大。

从江中药业的情况来看，其主导产品健胃消食片的原材料为太子参、陈皮、山药、山楂等。10年太子参采购量约2000吨，占国内总产量的60%左右，主要靠外购，对外依赖性较强。

去年以来冰冻灾害导致福建、贵州等太子参主产区减产较多，供需失衡严重使得价格“一飞冲天”，从最初的不到50元/kg攀升到最高的400元/kg，给公司带来了很大的成本压力，不得已采取了适当减产的措施。

图 13: 09 年以来太子参月度价格（单位：元/Kg）



资料来源：中药材价格信息网 中投证券研究所

从利润率来看，10年中药制剂业务毛利出现骤减，较09年同比下滑了约14个百分点。今年1季度毛利继续下降创下新低。

可庆的是，太子参为1年生药材，价高大大激发了药农的积极性。据了解，今年各主产区同比扩种了约30%，加上气候正常，随着产新期的临近，市场供需将得到较大改善。目前统货价已跌落到200元/Kg，公司采购压力开始缓解。

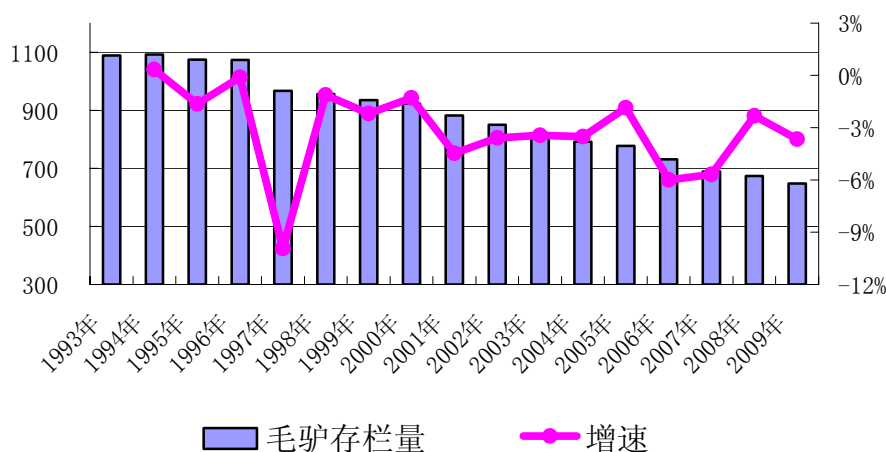
总体来说，我们认为，随着未来太子参行情“退烧”，加上近期健胃消食片提价了10%，下半年毛利率将得到可观程度提升，同时新品参灵草等放量增长，公司业绩弹性较大，值得关注。

2.2.3 阿胶、片仔癀、白药具备自主定价优势

与大部分个股不同，阿胶、片仔癀、白药等具备自主提价权的药企尽管也面临中药材上涨的压力，但能够通过涨价来消化，总体来说是获益的。

东阿阿胶方面，由于农业机械化、城市化快速发展，通膨预期下养殖成本大幅增加，国内毛驴存栏量逐年下降之势。统计数据显示，我国毛驴存栏数 1993 年为 1089 万头，2006 年锐减至 731 万头，2009 年再减至 648 万头。毛驴养殖滞后，直接影响驴皮原料的供应，缺口逐年增加，导致收购价不断抬高。

图 14: 我国毛驴存栏量逐年下降



资料来源：2010 年中国统计年鉴 中投证券研究所

为了化解驴皮涨价的压力，同时符合打造高端产品“价值回归”战略，公司采取了阿胶块大幅提价的措施。根据我们统计，从 04 年到现在，阿胶块上涨了约 5 倍，年均幅度约 25%。

表 4: 阿胶块 2004 年以来价格上涨情况（单位：元/Kg）

年度	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 4 月
出厂价	158	158	205	275	320	393	596	954
涨幅	20%	0	30%	34%	16%	23%	52%	60%

资料来源：公司历年财报 中投证券研究所

表 5: 有自主提价权的阿胶、片仔癀主导产品毛利率情况

上市药企	品种/类别	所涉主要中药材	2008 年	2009 年	2010 年
东阿阿胶	阿胶及系列	驴皮	64.63%	66.94%	67.77%
片仔癀	PZH 系列	天然麝香等	75.72%	74.09%	75.61%

资料来源：公司历年财报 中投证券研究所

通过不断上调出厂价，这几年阿胶及系列产品的毛利率得到了稳步提升，进一步巩固公司的行业垄断地位。

表 6: 片仔癀 2005 年以来内销价格上涨情况 (单位: 元/粒)

年度	2005 年 9 月	2007 年 3 月	2007 年 11 月	2010 年 1 月	2010 年 12 月 29 日
出厂	140	150	180	200	220
涨幅	—	7%	20%	11%	10%

数据来源: 公司公告 中投证券研究所 注: 截止到 2011 年 7 月

和阿胶一样，片仔癀不在医保范围之内，拥有较强的自主定价权。随着野生麝的日益濒危导致天然麝香的价格不断攀升，片仔癀涨价是大势所趋。虽然公司于 07 年 6 月投资 606 万开展人工养麝，但由于圈养的成本甚至高于天然价格，因此产品价格随着原料价格上升的长期趋势不会改变；

从业绩来看，片仔癀在涨价之后，毛利率通常并没有得到明显上升，主要是由于每次上调幅度不大，提价更多的仅是抵消原材料的上涨。当然也不排除公司今后将改变策略，加大调价频率和幅度。

对于云南白药来说，每年对三七、重楼等许多药材需求量很大，确实也明显受到成本压力的困扰。但由于白药胶囊等中央产品距最高零售价有较大的价差，98 年以来前后共 6 次上调了出厂价，使得药品毛利率保持了稳定。加上牙膏、洗发水等健康产品价格不受国家管制，主打高端消费市场，故此整体影响比较轻微。

2.3 监管趋严，行业优胜劣汰进程将加速

药材价格暴涨带来的直接不良后果就是中药企业造假，给行业发展蒙上了阴影。前期“普药大王”——蜀中制药“苹果皮”事件，表现确实让人大跌眼镜。事实上，中药行业正面临“成本倒挂”的问题，我们认为存在类似隐患的企业还有很多，这只是冰山一角。此外，中药材普遍的“熏硫磺”、“激素”现象折射了上游原料的乱象现状。

对此，监管部门已经开始意识到问题的严重性，发改委、工信部、药监局等纷纷出台了相关举措来控制上游原料的生产、流通、交易和使用等环节。这对于净化秩序，保持行业长期健康发展具有重要意义。

表 7: 11 年有关部门采取的监管和政策措施

时间	主要内容	政府部门
1 月	加强了中药饮片的监管力度。	药监局
4 月底	出台《11 年度中药材生产扶持项目申报指南》，明确指出要重点扶持大宗药材。	工信部
5 月初	组织了复方丹参片等 20 个基本药物品种的检查工作，重点包括“药用原辅料来源”和“生产过程的物料平衡”两个关键点。	药监局
—	国务院医改办负责人表示未来要完善中药招标采购方法和质量评价、监管体系等，预计后续将有相关规范文件出台。	国务院
7 月中旬	查处甘肃陇西囤积党参经营者，并责令限期限价限对象销售	发改委

数据来源：政府网站 中投证券研究所

我们认为，中药材市场经过价格暴涨的冲击，固然有受损的一面，但也使得社会对中药的关注度得到了提升，行业外资金涌入或许给产业发展带来了良好契机。药材成本上涨、新版 GMP 认证、药典的实施将有助于行业优胜劣汰，大部分中小企业由于生产成本、检测成本、技术等方面原因遭到淘汰，中药行业长期以来“杂、小、散、乱”的状况将得到改善。

三、应对良策：药企、政府两方双管齐下

3.1 企业合理存货+自建药材基地+开发新品

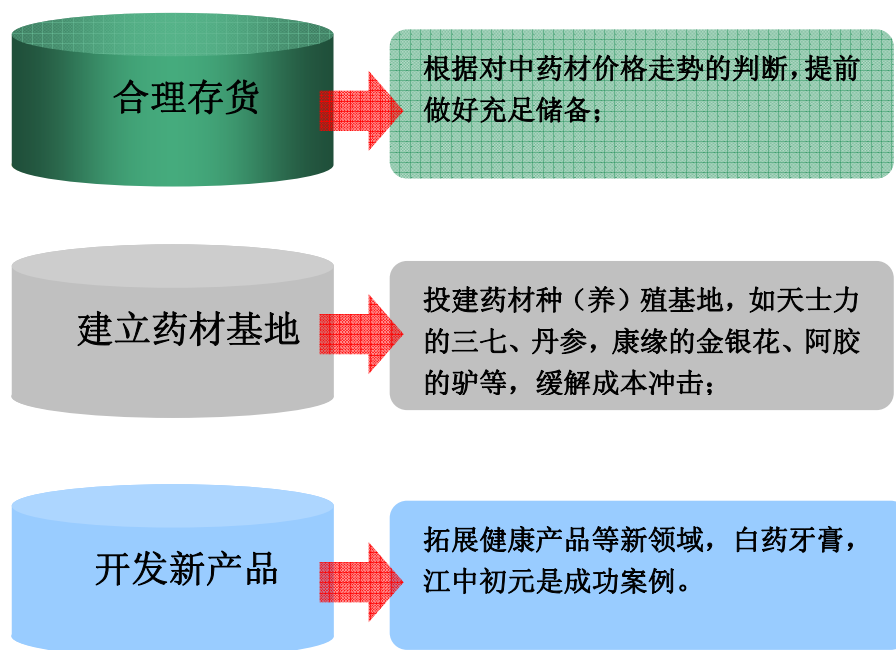
表 8：主要医药上市公司 GAP 基地情况统计

上市公司	实施年度	药材 GAP 基地情况	投资额	产量	预期年收益	经营模式
康缘药业	2010 年	6000 亩金银花基地，10 年陆续采摘	—	—	—	与农户签订协议
贵州百灵	2010 年 12 月	10000 亩太子参	5000 万	每年干品 80Kg/亩	—	委托三元太宝公司种植
	2011 年 1 月	10000 亩太子参	5000 万	每年 100Kg/亩		委托合作社种植
	2011 年 2 月	10000 亩山银花	3000 万	第 3 年丰产产量 130Kg/亩	年销售额 1762 万， 税后利润 669 万	与合作社合资，公司占 95%
	2011 年 4 月	虎耳草，栽培温室基地 281 亩	6064 万	712 吨 / 年(干品)		公司+科研+基地+农户
广州药业	—	现有 20 个 GAP 基地，12.7 万亩，“十二五”计划增加到 50 个基地	—	—	—	—
云南白药	—	三七等多个基地	—	—	—	—
华润三九	—	两面针、中华大金蟾、附子、麦冬和鱼腥草	—	—	—	—
天士力	1999 年	6000 亩丹参基地	—	1800 吨	—	企业+科研+基地
		2000 亩柴胡	—	200 吨	丹参和柴胡年销售额 2000 多万	—
	2010 年	三七良种育苗基地 1080 亩，种植基地 5400 亩	1.4 亿	—	与种植公司，农户合资入股和定单农业模式	
	2011 年	14000 亩丹参陕西商洛 GAP 基地	—	4200 吨	—	—
康美药业	2011 年	1000 亩人参基地	—	—	—	租给农户，按协议回收
昆明制药	2011 年	准备建三七种植基地	—	—	—	与农户合作
西藏药业	2000 年	461 亩藏茵陈、色吉拉多等国家级藏药材基地	—	—	—	公司+基地+农户
白云山 A	2004 年	穿心莲基地	—	—	—	—
	2010 年上半年	两个 5000 亩三七基地	投资 5 亿	—	—	—
		50000 亩板蓝根基地	—	—	—	科技+农户+企业
片仔癀	2007 年	四川阿坝州养麝基地	1000 多万	—	—	—
	2008 年	陕西养麝基地		—	—	公司自养+委托农户养殖
东阿阿胶	—	13 个养驴基地	2 亿多	—	—	公司+基地+农户
振东制药	2004 年起	现有 10000 亩苦参种植基地	—	—	—	公司+农户
	2011 年	3.2 万亩苦参基地，12 年投产	4844 万	年产饮片 2400 吨，年销售额 3600 万，利润总额 801 万		
同仁堂	2001 年	山茱萸，牡丹皮，茯苓等基地	—	—	—	—
益盛药业	2007 年	801 亩人参基地	—	—	—	引进韩国技术，非林地栽参
信邦制药	2004 年	太子参，何首乌 GAP 基地	—	—	—	—
金陵药业	2002 和 2003 年	石斛，金银花，玄参	4000 万	—	—	公司+基地+农户
九州通	2009 年底	茯苓、玄参、厚朴、半夏、苍术等	—	—	年销售额 1.45 亿	依托湖北省中药创新联盟
康恩贝	2011 年	2000 亩银杏叶种苗基地兼 GAP 基地，3 年建设期	8700 万	年销售额 8730 万，利润 898 万		直接租赁土地建设，租期 30 年
香雪制药	2006 年	06 年广藿香 GAP 基地通过认证，11 年 250 万用于产业化基地开发	—	—	—	—

资料来源：药监局 各公司资料 估计有部分遗漏 中投证券研究所

从医药上市公司角度来讲，由于大部分中成药品种进入了医保，价格受国家管控，导致药材价格“虚高”与中成药价格“虚低”的矛盾比较凸出，因此要缓解上游成本压力，我们认为药企除了内部挖潜、提高药材收率之外，主要须从以下 3 个方面着手：

图 15：中药企业应对药材价格上涨的措施



资料来源：中投证券研究所

首先，短期而言，药企需要制定合理的存货应急方案。加强对药材栽种面积、气候等市场信息的了解，及时根据变化作出储备方面的调整。同时，可采用深入产地直采等措施抑制价格波动，确保原料供应；

其次，自建原料基地是一个长期切实可行的出路。许多中药企业早就意识到这点，纷纷投入巨资建立药材基地，如天士力的三七、丹参，康缘药业的金银花、康恩贝的银杏叶、东阿阿胶的养驴项目等等，都在保证药材品质、采购量、降低上游价格冲击方面取得了一定成效；

最后，积极切入空间广阔的新产品领域，比如健康产品。我们认为，中药企业拓展保健食品、药妆等业务具有强大品牌优势和先天资源基础，优势比较明显，白药牙膏、阿胶保健食品、江中初元都已经树立了成功榜样，未来药企在健康领域市场应当有广阔的成长空间。

3.2 国家收储等产业扶持政策有望出台

从政府角度来说，中药材价格的疯狂上涨引起了国家有关部门的高度重视，据了解，目前商务部中药材收储方案、质量溯源制度等政策正在酝酿中。

由于药材的道地、品种量小繁多等特殊属性，我们预计未来大宗重点中药材储备将采用“企业+国家”的合作模式，比如规定储货企业的硬件条件，要求按低于市场价一定幅度抛售，定期更换药材保证质量等，具体方案可比照生猪储备，即要求储备企业需具备足够存栏量，同时建立监测系统，定期轮换储备猪肉等等。从今年情况来看，储备猪目前在调控方面已经初现效果，猪肉价开始从高位有所回落。

图 16：“中央+地方”生猪储备制度



储备猪的猪舍

资料来源：商务部 中投证券研究所

- **基本情况。**国家储备肉是应对突发事件、平抑肉价波动的重要手段，分中央储备和地方储备两部分，商务部负责中央储备肉的行政管理。有关省、市商务主管部门配合中央储备肉管理工作，择优推荐申报中央储备肉代储企业、储存库、活畜储备基地场和加工企业。
- **管理制度。**对承储企业实行资质审查认定和动态管理制度，还将建立储备生猪监测系统，对承储企业的基本情况、储备生猪动态管理信息进行管理监控。
- **检查制度。**储备的活猪和冻肉并不是一直养着或一直冻着，而是不停地流动更换，以保证肉质新鲜。国家储备肉以 4 个月为一储备周期，即 4 个月完成一次轮换，并对储备数量做出要求。
- **进入市场。**向市场投放的储备肉，生猪储备企业必须以每公斤低于当地平均价 1 元钱的价格供应储备猪，猪肉批发价也保持每公斤低于当地市场平均价的 1 元的价格水平。

此外，政府需要加大重点药材生产种植的扶持力度，可考虑参照现行粮食、白糖等给农户补贴政策，适当的给予药农一定贴补，以提高种植积极性。切实提高从提高产量、维护价格稳定方面发挥政策的调控作用。

最后，随着成都药材价格指数的正式发布，电子商务平台的逐步完善，建立全国性的中药材信息平台条件已基本成熟，这块重要性未来同样不容忽视。

四、投资建议：布局竞争优势突出的行业龙头

从以上分析来看，药材价格波动给中药个股造成影响是不可避免的。

未来整体中药材行情趋于下降，除个别品种受益于政策扶持将继续价值回归外，野生资源类品种将坚挺价升，而许多栽培品种供需有望缓解，价格冲高回落可期。

中药企业自建/合建药材基地、开发健康产品都是今后的重要发展趋势，国家中药材储备、质量溯源等政策的出台正酝酿中，中药行业处于集中度提高的加速淘汰期，具有竞争优势的龙头企业将面临难得的黄金发展机遇。

综上，我们认为，以下 4 类个股值得关注：

1. 受益于药材产业政策扶持的康美、紫鑫；
2. 有自主定价能力的阿胶、片仔癀、白药；
3. 影响程度较轻的益佰、天士力、红日、凯宝；
4. 药材价格回落受益，业绩弹性较大的江中、三九等。

4.1 康美药业：巨资布局产业链，收获拭目以待

作为中药饮片行业的领头羊和行业标准制定的参与者，公司积极发展原药材供应、现代医药物流、中药材市场、药食同源产品和医药诊疗等产业，初步形成了具有“康美特色”的中药产业链一体化经营模式。

从目前来看，作为公司的两大核心业务，中药饮片和中药材贸易贡献了主要业绩，未来发展前景和趋势仍然十分广阔。

中药饮片业务成长空间很大。公司特色的小包装中药饮片目前已赢得客户的普遍信赖，在广东占据了高达 30% 的市场份额。在 09 年新医改利好大环境下，伴随公司市场范围的拓展及与连锁药店的战略合作，特别是中药饮片纳入基药目录，未来需求量将持续上升。今后成都、北京中药饮片厂及中药饮片三期扩产工程等将陆续达产，以满足产能缺口，快速抢占市场份额；

中药材贸易进入快速放量期。公司充分利用普宁药材市场的地域优势，从

06 年起逐步开展贸易业务，10 年已突破 13 亿规模。在收购亳州、安国、陇西药材市场后，公司将利用自身的管理、资金、品牌和营销的强大优势进一步整合药市资源，做大做强药材贸易业务，预计 11 年这块销售收入有望翻番。

表 9：康美药业营收情况预测（单位：万）

	2009 年	2010 年	2011E	2012E	2013E
营业收入					
中药饮片	87030	100076	120091	144109	172931
外购产品：	120053	182889	304171	408905	523441
外购中药材	83019	132830	239094	327558	425826
其它产品	37034	50059	65077	81346	97615
新开河产品	3724	9367	18735	31849	47774
化学药	26910	26791	26523	26258	25995
药材交易市场		1560	5000	10000	25000
食品		9014	16225	24337	36505
合计	237716	329697	474519	621120	795141
毛利率					
中药饮片	38.79%	38.25%	38.00%	38.00%	38.00%
外购产品：	28.04%	36.20%	34.28%	33.45%	33.75%
外购中药材	34.28%	44.16%	39.51%	38.19%	38.19%
其它产品	14.06%	15.06%	15.06%	14.38%	14.38%
新开河产品	38.89%	42.71%	48.44%	48.44%	48.44%
化学药	39.05%	36.31%	35.67%	35.67%	35.67%
药材交易市场		58.87%	60.00%	60.00%	60.00%
食品		15.20%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	33.39%	36.55%	36.13%	35.79%	36.44%

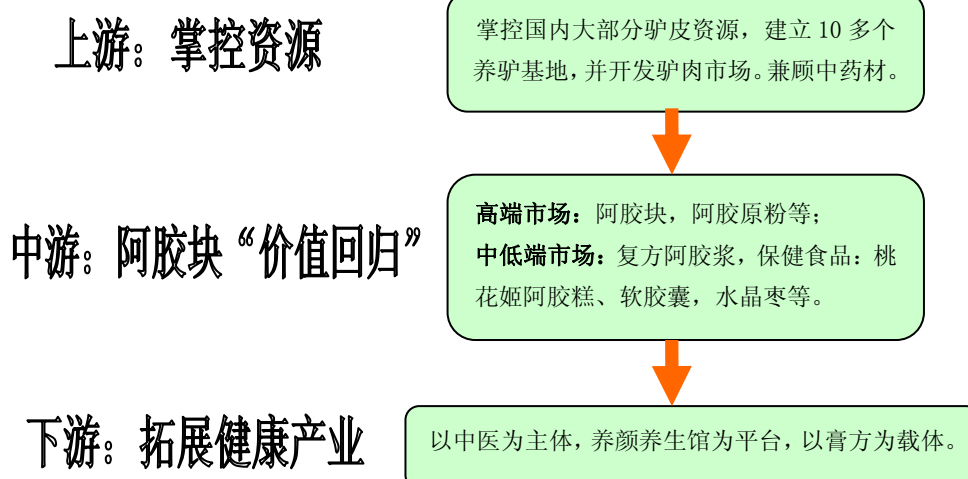
资料来源：中投证券研究所

综合来看，公司在全国市场拓展框架已大体搭建完毕，药市中药城、饮片产能扩建、中医院、药食同源产品等项目积极推进，未来我们将密切关注进展情况，预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.56、0.70 和 0.92 元，同比增长 73.1%、24.6%和 31.7%，是发展机遇凸出的低估值龙头品种，维持强烈推荐的投资评级。

4.2 东阿阿胶：打造高端品牌，引领行业发展

公司以现有产品资源为平台，向上延伸至养驴产业、中药材等，向下拓展至养颜养生馆、膏方，引领阿胶品类回归主流消费人群，力争形成“产品和服务”并重的成熟盈利模式，奠定业绩长期快增的坚实基础。

图 17: 东阿阿胶产品业务线



资料来源：公司资料 中投证券研究所

表 10: 阿胶营收情况预测（单位：万）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入					
阿胶及系列	126200	166584	229885	298851	368483
保健食品	10002	16000	28800	46080	69120
医药商业等其它	71017	62934	66081	69385	72854
其它业务收入	691	856	942	1036	1140
合计	207911	246374	325708	415352	511597
毛利率					
阿胶及系列	66.94%	68.00%	74.03%	77.62%	79.68%
保健食品	45.76%	45.07%	51.18%	54.23%	55.75%
医药商业等其它	17.19%	23.24%	23.24%	23.24%	23.24%
其它业务收入	59.95%	43.20%	43.20%	43.20%	43.20%
合计	48.91%	54.99%	61.62%	65.86%	68.33%

资料来源：中投证券研究所

阿胶块短期销量影响不改长期向好趋势。年初大幅提价使得阿胶块上半年销量有一定程度下降，但好于预期，预计以后随着秋冬旺季的到来销售状况会有明显改善。复方阿胶浆今年 1 季度同比增长约 30%，同比有所加快。

保健食品是潜在主要增长亮点。保健食品方面，主要向市场推广“阿胶元浆”、“桃花姬阿胶糕”、“九朝贡胶”等，10 年销售收入达到 2 亿，净利润实现扭亏。预计今后阿胶原粉新包装，即食阿胶糕等新品也将逐渐上量。未来 3 年有望实现至少 50% 以上的年均增速，利润贡献不断提升。

控制营销显成效，渠道日益改善。公司实行“由销转营”打造终端拉动，力控市场营销，提价前后控货、控价等措施都比较到位，取得了良好效果。未来将加快与华润系万家超市的“店中店”等合作盈利模式，持续完善销售渠道。

公司拥有垄断资源优势，未来将通过优化营销、加强研发、巩固上游原料、等举措持续提升竞争力，引领行业发展。我们预计公司 11-13 年 EPS 为 1.38、2.16 和 2.91 元，同比分别增长 55.3%、56.2%和 34.9%，维持强烈推荐评级。

4.3 益佰制药：精耕现有业务，培育潜力品种

公司聚焦主业，发展大健康产业，不断加强核心竞争力，逐步收缩与医药无关产业，并逐步向化药和生物药领域延伸，未来发展方向更加清晰，整体业务已经重回快速增长轨道。

产品梯队层次清晰，成长后劲逐渐夯实。目前公司营收来源主要是艾迪、斑蝥等第一产品梯队，预计 11 年增速有望达到 25%，杏丁销量恢复程度较好。

表 11：益佰营收情况预测（单位：万）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入					
OTC:	24239	19868	21611	23517	25600
KEKE 系列	18833	15002	16502	18153	19968
其他	5406	4866	5109	5364	5633
处方药:	93117	112972	141129	172632	204715
艾迪注射剂	52204	63689	76426	90183	103710
银杏达莫	20547	21575	24811	27292	30021
复方斑蝥胶囊	10250	13325	17323	20787	24944
代理产品:	3500	6445	13042	22938	33463
阿胶产品	3000	4195	6292	9438	13213
长安产品	500	2250	6750	13500	20250
其它处方药	6616	7939	9527	11432	12576
医疗服务	9397	11992	13790	15859	17445
卫生巾	1207	311	342	376	414
其他	2711	1600	1680	1764	1852
合计	130671	146742	178552	214148	250026
毛利率					
OTC	61.33%	72.24%	70.00%	70.00%	70.00%
处方药	81.00%	83.09%	83.00%	82.00%	82.00%
医疗服务	39.63%	39.80%	37.00%	37.00%	37.00%
卫生巾	9.33%	-3.29%	-3.00%	-3.00%	-3.00%
其他	12.71%	13.85%	14.00%	14.00%	14.00%
合计	72.30%	77.15%	77.06%	78.96%	80.18%

资料来源：中投证券研究所

二线产品方面，代理的洛铂品种上半年实现了大幅增长，今年利润贡献度会有明显增加，预计今后 3 年将成为另一大重磅品种。长期来看，复方荭草注

射剂和米槁心乐滴丸如果获批将进一步保障公司的持续发展；

收购业务销售规模将逐渐上量。民族药业和南诏药业具有多个潜力品种，通过有效整合产品销售收入将能实现快速增长，预计民族药业 11 年将达到 0.5 亿营收，南诏药业的科博肽目前在试生产中，下半年将开始销售。同时不排除公司继续在民族药等领域开展外延式扩张的可能。

公司加强医药业务拓展，同时今后股权激励的实施将有效提升管理层和销售骨干的积极性。暂不考虑新品上市，我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.75、1.03 和 1.31 元，同比增长 34.6%、38.1%和 27.4%，维持强烈推荐评级。

风险提示

中药材受信息不对称、自然灾害等因素影响，价格波动较大；产地一般比较集中，容易受到资金操纵。

附录：中药材简介

中药指凡是在中医药理论的指导下，中医用以防病、治病的药物的总称。包括中药材、中药饮片、中成药。

中药材是中药饮片的原料，一般指符合药品标准，药材原植、动、矿物除去非药用部位的商品药材。与中药饮片相比，既有区别又有联系，市场上对此认识比较混淆，对二者的界定只能视具体品种及不同情况而定。一般来说，药农采收的是药材，而饮片加工厂经过净选、切制等加工处理，即为中药饮片。医疗机调剂使用的，不管从何处采购，都应是中药饮片。

附表 1：中药材和中药饮片的区别和联系

相同/区别	方面	主要内容
相同点	来源	中药材和中药饮片的科名、植（动）物名、学名、药用部位及采收季节和产地加工等都相同。所以二者来源相同；
	部分中药材和中药饮片性状	性状包括药品的外观、质地、横断面、臭、味、溶解度及物理常数等，绝大多数细小种子、果实类药物的药材和生品饮片性状完全相同，其他如花类、树脂类等部位入药的一些药物也存在类似现象；
	鉴别反应	鉴别反应一般包括经验鉴别、显微鉴别和理化鉴别，中药材和中药饮片除部分品种因加工过程中淀粉粒糊化而使显微鉴别略有不同外，其他鉴别项则完全相同。
不同点	定义	中药饮片是指在中医药理论的指导下，可直接用于调配或制剂的中药材及其中药材的加工炮制品。中医临床用来治病的药物是中药饮片和中成药，而中成药的原料亦是中药饮片并非中药材；
	处方应付	同一药物的药材和饮片名称虽然相同，但临床处方应付不同，无特殊说明的，均付饮片；
	加工方法	中药材只需经过简单的产地加工，而中药饮片则是将原药材进行净选、切制和其他炮制等工艺而制成一定规格的炮制品；
	监管方法	根据《中华人民共和国药品管理法》及《药品流通监督管理方法》（暂行）的有关规定，生产中药饮片必须依法取得《药品生产许可证》，批发中药饮片必须是持有经营范围包括饮片的《药品经营许可证》的药品批发企业。因此，各有关药品生产、经营单位和医疗机构必须从具有合法资质的单位采购中药饮片，而在购进没有实施批准文号管理的中药材时，国家未进行资质规定。可见，中药饮片将被视同成药管理。

资料来源：根据相关资料整理得到 中投证券研究所

附表 2: 国内各省主产中药材品种

地区	主产药材品种
北京	黄芩、知母、苍术等
天津	酸枣、菘蓝、茵陈、牛膝、北沙参等
上海	番红花、延胡索、栝楼、菘蓝等
重庆	黄连、杜仲、厚朴、半夏、天冬、金荞麦、仙茅等
河北	知母、黄芩、防风、菘蓝、柴胡、远志、薏苡、菊、北苍术、白芷、桔梗、藁本、紫菀等
山西	黄芪、党参、远志、杏、小茴香、连翘、麻黄、秦艽、防风、猪苓、知母、苍术、甘遂等
辽宁	人参、细辛、五味子、藁本、黄檗、党参、升麻、柴胡、苍术、薏苡、远志、酸枣等
吉林	人参、五味子、桔梗、党参、黄芩、地榆、紫花地丁、知母、黄精、玉竹、白薇等
甘肃	当归、党参、黄（红）芪、柴胡、大黄、黄连、板蓝根、甘草、羌活等
陕西	杜仲、天麻、党参、附子、黄芪、甘草、连翘、远志等
内蒙古	甘草、黄芪、麻黄、远志、龙骨、黄芩等
新疆	红花、甘草、枸杞、肉苁蓉、阿魏等
西藏	冬虫夏草、羚羊角、雪莲、藏红花、红景天、藏参、蛇莲、灵芝、手掌参等
青海	冬虫夏草、红景天、黄连等
宁夏	枸杞、甘草、麻黄等
江苏	桔梗、薄荷、菊、太子参、芦苇、荆芥、紫苏、栝楼、百合、菘蓝、芡实、半夏、丹参等
浙江	浙贝母、延胡索、芍药、白术、玄参、麦冬、菊、白芷、厚朴、百合、山茱萸、夏枯草等
安徽	芍药、牡丹、菊、菘蓝、太子参、女贞、白前、独活、侧柏、木瓜、前胡、茯苓、苍术等
福建	穿心莲、泽泻、乌梅、太子参、酸橙、龙眼、栝楼、金毛狗脊、虎杖、贯众、金樱子等
江西	酸橙、栀子、荆芥、香薷、薄荷、钩藤、防己、蔓荆子、青葙、车前、泽泻、夏天无等
山东	忍冬、北沙参、栝楼、酸枣、远志、黄芩、山楂、茵陈、香附、牡丹、徐长卿、灵芝
河南	地黄、牛膝、菊、薯蓣、山茱萸、辛夷、忍冬、望春花、柴胡、白芷、白附子等
湖北	茯苓、黄连、独活、厚朴、续断、射干、杜仲、白术、苍术、半夏、贝母等
湖南	厚朴、木瓜、黄精、玉竹、牡丹、乌药、前胡、芍药、望春花、白及（白芨）、莲等
广东	阳春砂、益智、巴戟天、草豆蔻、肉桂、诃子、化州柚、仙茅、何首乌、佛手、橘等
广西	罗汉果、广金钱草、鸡骨草、石斛、吴茱萸、大戟、肉桂、千年健、莪术、天冬等
海南	槟榔、阳春砂、益智、肉豆蔻、丁香、巴戟天、广藿香、芦荟、高良姜、胡椒等
贵州	天麻、杜仲、太子参、黄柏、厚朴、何首乌、五倍子、银杏、天冬等
云南	三七、云木香、云当归、云黄连、天麻、云茯苓等
四川	川芎、乌头、川贝母、川木香、麦冬、白芷、川牛膝、泽泻、半夏、鱼腥草、川木通等

资料来源：根据相关资料整理得到 中投证券研究所

附表 3：2000 年以来中药材相关政策统计

日期	政策法规	颁发部门	主要内容
2000 年 8 月 1 日	《关于对中药材专业市场进行监督检查的通知》	药监局	监督检查中药材专业市场的重点内容：中药材的质量情况；超范围经营的问题；
2001 年 12 月 1 日	《中华人民共和国药品管理法（修订）》	卫生部	国家保护野生药材资源，鼓励培育中药材。药品经营企业销售中药材，必须标明产地。城乡集市贸易市场不得出售中药材以外的药品等。
2002 年 3 月 29 日	《关于开展药品药材集贸市场专项整治工作的通知》	药监局	查处中药材专业市场内制售假劣中药材的行为；取缔中药材专业市场内外的无证经营药品行为；严禁中药材专业市场销售中药饮片。
2002 年 6 月 1 日	《中药材生产质量管理规范（试行）》	药监局	作为中药材生产和质量管理的基本准则，适用于中药材生产企业生产中药材（含植物、动物药）的全过程。
2002 年 10 月 10 日	《中药现代化发展纲要（2002-2010 年）》	科技部， 中医药局等	鼓励中药材生产的规模化、规范化、集约化，促进中药材流通方式的改变；鼓励中药企业参与中药材基地建设，发展订单农业，保证质量稳定性。各地对发展中药种植（养殖）应给予各项农业优惠政策支持。
2003 年 10 月 1 日	《中华人民共和国中医药条例》	卫生部	国家保护野生中药材资源，扶持濒危动植物中药材人工代用品的研究和开发利用。县级以上地方人民政府应当加强中药材的合理开发和利用，鼓励建立中药材种植、培育基地，促进短缺中药材的开发、生产。
2003 年 11 月 1 日	《中药材生产质量管理规范认证管理办法（试行）》及《中药材 GAP 认证检查评定标准（试行）》	药监局	申报时填写《中药材 GAP 认证申请表》，并向药监局提交营业执照，申报品种情况，企业概况，种养殖流程图，生态环境检测报告等资料。
2006 年 2 月 1 日	《进口药材管理办法（试行）》	药监局	药材必须从国务院批准的允许药品进口的口岸或者允许药材进口的边境口岸进口。允许药材进口的边境口岸，只能进口该口岸周边国家或者地区所产药材。
2007 年 4 月 28 日	《中药材物流公司准入标准》（征求意见稿）	药监局	对药品经营及中药材物流企业提出了较高的准入条件，例如要求企业应具有与经营规模相适应的符合《药品经营质量管理规范》要求的常温库、阴凉库、易串味库、冷库，仓库总面积不得低于 3,000 平方米等。
2008-2011 年	2008 年、2009 年、2010 年、2011 年度《中药材生产扶持项目申报指南》	工信部	生产扶持资金重点支持的范围包括：中药材规范化、规模化和产业化生产基地；生产技术服务平台；生产信息服务平台；供应保障平台。
2009 年 4 月 21 日	《关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》	国务院	加强对中药资源的保护、研究开发和合理利用。开展中药资源普查，加强中药资源监测和信息网络建设。
2011 年 5 月 3 日	《关于进一步做好中药材质量监管工作的通知》	药监局	加强中药材流通环节、经营企业以及中药材专业交易市场硫熏药材的监督检查，加大市场抽样检验的力度，进一步规范中药材及中药饮片的经营销售行为。
2011 年 5 月 5 日	《全国药品流通行业发展规划纲要（2011—2015 年）》	商务部	建立中成药、中药材重点品种的市场运行信息监测、预警体系；建立中药材重点品种储备制度；整顿规范中药材市场，加强有害物质残留和质量检验；建立中药统一编码、中药材商品等级等相关标准体系。

资料来源：政府部门网站 中投证券研究所

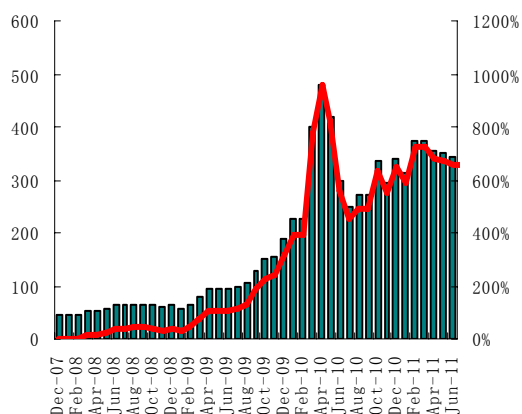
附表 4: 国家批准的 17 家中药材专业市场情况

序号	名称	国家批准的定点药市	药材市场简介
1	安徽省亳州	四大药都之一	国内规模最大的中药材专业交易市场，中药材日上市量高达 6000 吨，上市品种 2600 余种，日客流量约 5-6 万人，中药材年成交额约 100 亿。
2	河北省安国	四大药都之一	全国最大中药材集散地，市场年成交额逾 50 亿。
3	河南省禹州	四大药都之一	2001 年，禹州市投资两亿新建了现今的中华药城，年交易额达十亿元。
4	江西省樟树	四大药都之一	现有年成交量 10 万吨，交易额超 10 亿。
5	成都市荷花池	全国中药材主要产区之一	西部最大的中药材专业市场，享有很高的知名度。
6	山东鄞城舜王城	山东省内唯一的药材专业市场	“中国绿色药都”，年成交额 3 亿多。
7	兰州黄河	全国 17 家中药材专业市场之一	甘、宁、青、新地区唯一的国家级中药材专业市场。
8	甘肃陇西	全国 17 家中药材专业市场之一	有文峰、首阳和岷县“当归城”等 6 个大中型中药材专业市场，是仅次于安徽亳州的全国第二大中药材专业批发市场及北方大宗中药材价格形成中心。
9	西安万寿路	西北重要药材集散地	属经营机制健全、服务优良的新型药材市场，其销售辐射新疆、甘肃、兰州、青海、宁夏及周围市县。
10	重庆市解放路	全国首批八家中药材专业市场之一	市场占地面积 2500 平方米，为大型室内交易市场。
11	哈尔滨三棵树	北方中药材经营集散地	建立于 1991 年，是东三省和内蒙古唯一中药材市场。
12	湖北省蕲州	全国 17 家中药材专业市场之一	1991 年设立李时珍中药材市场，年销售额近 3 亿，成为长江中下游重要中药材集散地。
13	湖南岳阳花板桥	全国首批 8 家中药材专业市场之一	1992 年 8 月创办，年成交额近 3 亿元。
14	广西玉林	全国 17 家中药材专业市场之一	1988 年 12 月建成，市场年成交额近 10 亿。
15	广州市清平	全国首批 8 个中药材专业市场之一	1979 年开办，年成交金额高达 10 亿以上。
16	广东省普宁	首批 8 个国家中药材专业市场之一	年贸易成交额 8.5 亿以上，是南药走向全国、走向世界的最大窗口。
17	昆明菊花园	全国 17 家中药材专业市场之一	始建于 1991 年，年贸易额可达 10 亿。

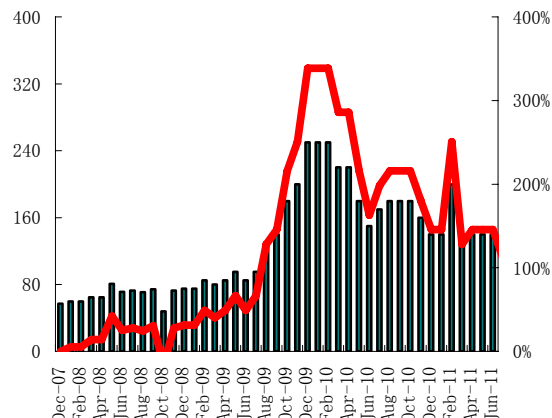
资料来源：根据相关资料整理得到 中投证券研究所

附图 1: 07 年 12 月以来主要中药材（统货）月度价格走势（单位：元/Kg）

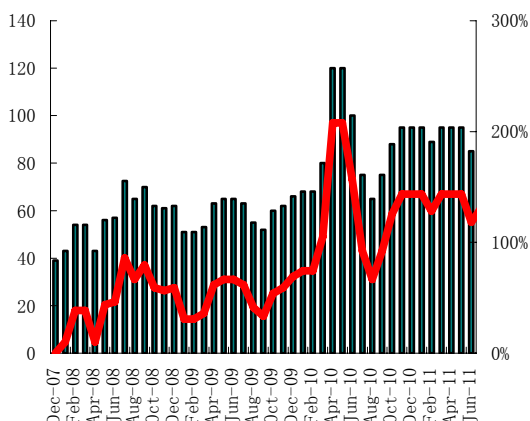
三七(120头)走势



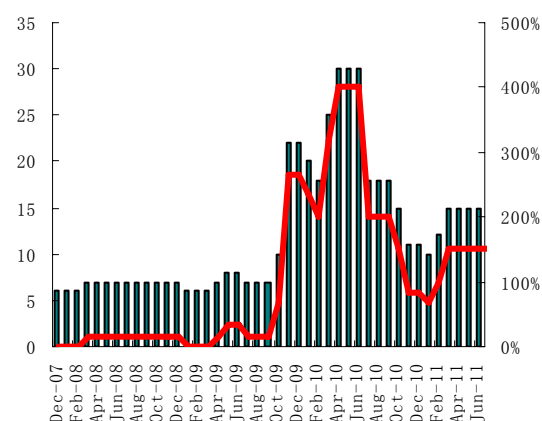
金银花走势



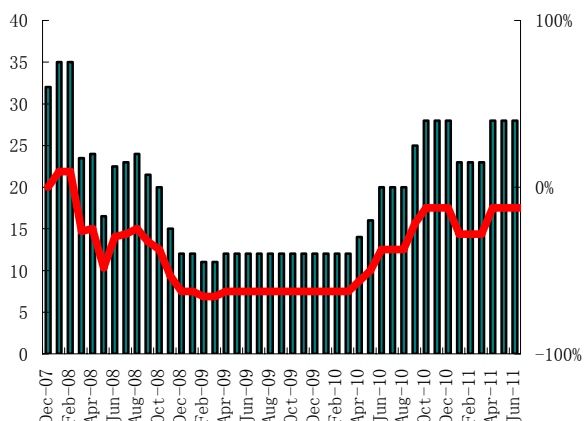
红花走势



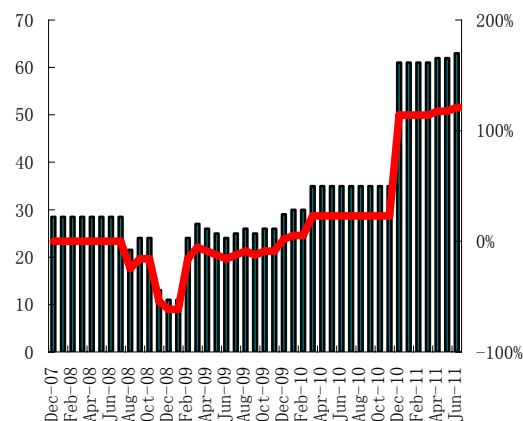
板蓝根走势



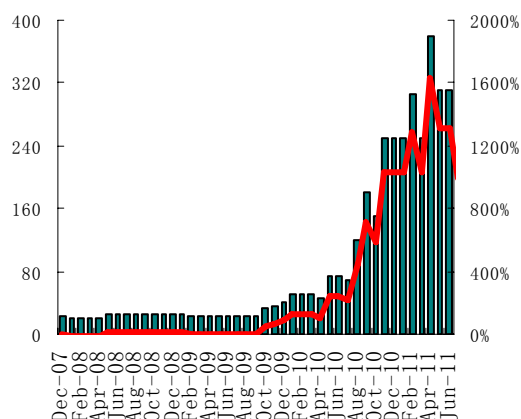
当归走势



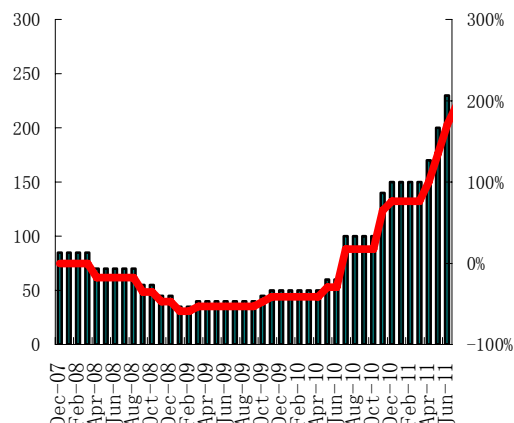
枸杞走势



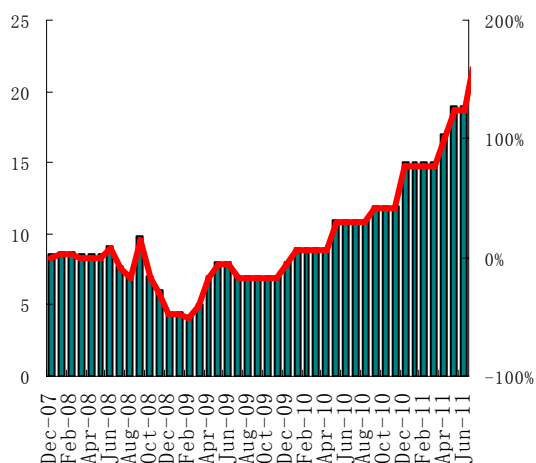
太子参走势



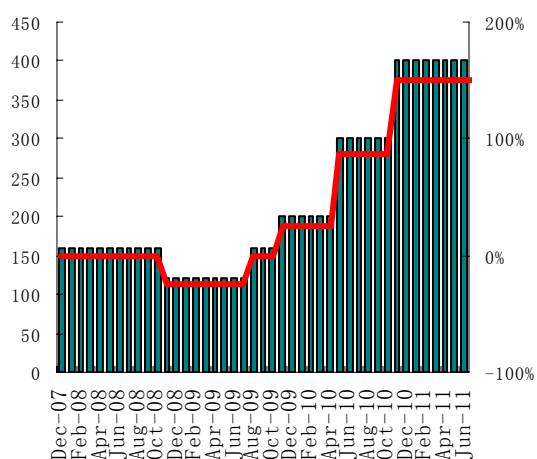
红参（小抄）走势



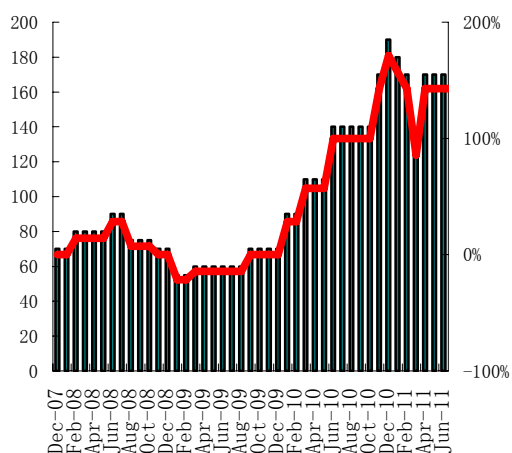
丹参走势



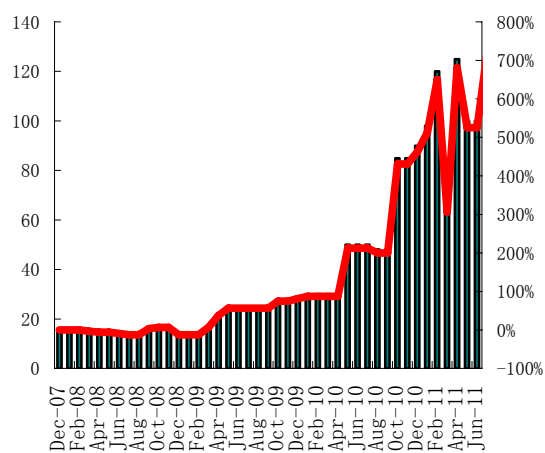
西洋参走势



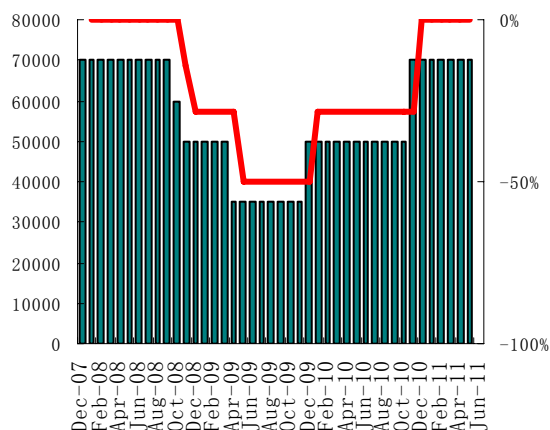
天麻走势



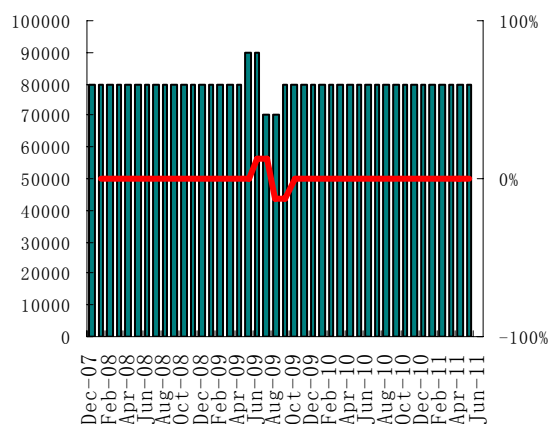
麦冬走势



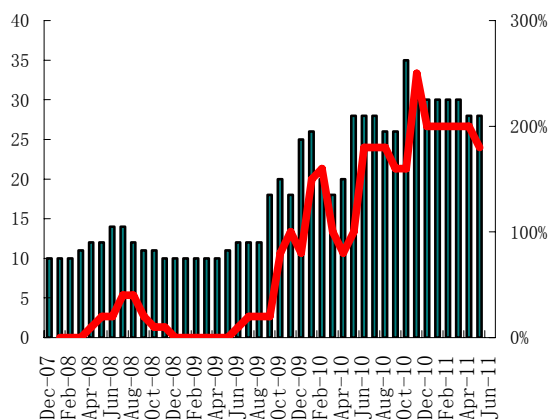
冬虫夏草走势



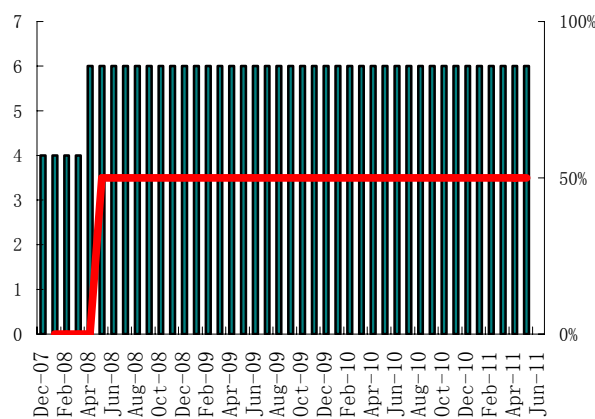
天然牛黄走势



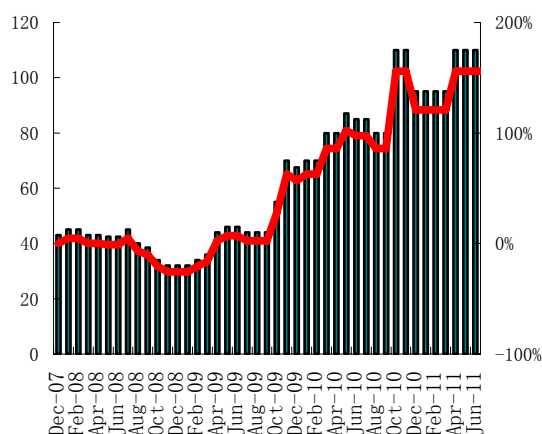
八角走势



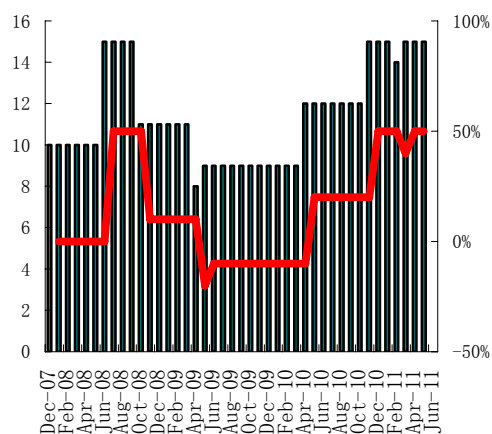
银杏叶走势



黄连走势



大黄走势



资料来源：中药材价格信息网 数据截止到 11 年 7 月 注：柱状代表价格对应左轴，红色折线代表涨跌幅对应右轴

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉: 2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第 2 名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名; 2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名; 2010 年财经风云榜最佳证券分析师 (医药行业唯一一个)。

中投医药团队成员:

周锐, 医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 整体负责中投医药团队研究工作;
余方升, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 2 年证券行业从业经验, 负责中药研究;
余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药、医疗服务及政策研究;
江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 金融学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药及医药流通研究;
王威, 医药行业研究助理, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及境外上市中资医药股研究。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司 (以下简称“中投证券”) 提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434