

证券研究报告—动态报告/行业快评

医药保健

行业重大事件快评

推荐

(维持评级)

2011 年 12 月 26 日

成都中药材市场调研纪要

证券分析师: 丁丹	0755-82139908	dingdan@guosen.com.cn	证券投资咨询职业资格证书编码: S0980510120006
证券分析师: 贺平鸽	0755-82133396	hepg@guosen.com.cn	证券投资咨询职业资格证书编码: S0980510120026
联系人: 刘勍	0755-82133400	liuqing2@guosen.com.cn	
联系人: 胡博新	0755-82133263	hubx@guosen.com.cn	

事项:

近期,我们实地调研了西部地区最大的中药材市场——成都荷花池中药材市场,并拜访了四川当地某中药饮片龙头企业。

我们的观点:随着中药饮片行业的发展,这一细分领域虽然开始出现大型企业,但从市场份额来看,最大的康美药业市场份额尚不足 2%。对于 700 多亿的饮片市场,龙头企业仍有巨大的发展空间。长远看,中药饮片的规范化是中长期趋势,产业集中度提升趋势明确,龙头企业业绩增长将高于行业。

康美药业作为行业内的龙头企业,是行业内唯一整合中药材资源、中药材贸易和中药饮片的大型企业,竞争优势突出。对比业务单一的中小型企业,公司拥有更广泛和稳定的医院客户资源,并是小包装饮片的标准制定者,其龙头地位将强者恒强。短期看,公司中药材贸易业务因药材价格下降可能有所波动,但 11 年下半年饮片业务的成都 8000 吨新产能和北京大兴 8000 吨新产能陆续投产,将逐步缓解产能瓶颈;12 年新开河人参业务和上海食品业务将较快增长——有望体现一体化产业链的综合优势。中长期看,公司基于中药材产业链一体化优势和龙头地位,将长期分享行业增长。我们预计公司 11~13 年收入 49.48 亿、64.31 亿、80.74 亿, EPS 0.49、0.63、0.80 元, 12PE19X。近期股价调整后估值已反映市场对药材贸易业绩波动的担忧,股东增持体现对公司长期发展的信心,我们维持对康美药业“谨慎推荐”的评级。

评论:

■ 中药材价格: 药材价格高位回落, 国家药材收储计划有望启动

- 目前大宗种植药材价格相比于过去高峰价格有不同程度的下跌,而野生药材跌幅则较小。部分业内人士认为炒作资金减少,药材价格已经形成底部,未来可能存在回升的空间,但回升幅度不会超过前期的高位。
- 药材的价格波动有一定规律性: 药材价格高时,药农就会增加种植面积,产新上市后,供求平衡或者供大于求,药材价格会自然下降。种植效益降低,药农就开始减少种植,导致未来供求紧缺。
- 人为投机是药材供求平衡的扰动因素,增加中药材价格的波动幅度。人为炒作中药材和股市相似,一种药材就类似一只小盘股: 进来一笔资金就会把价格炒作上去,没人接盘就会跌下来。具体炒作方式一般是游资是从药农和合作户直接购买药材,进行囤积,造成局部的价格上涨。其他药农发现价格上涨就会惜售,供应继续偏紧,价格就会进一步提高。
- 为稳定药材价格,政府在考虑建立一个依托于企业的基金: 即国家提供资金到企业,企业利用资金建立起若干中药材品种的库存,在需要平抑药材价格或者发生公共卫生事件时,政府可以调用库存的药材,平抑药材价格;而在平时管理上,企业可以通过生产消耗掉早期药材,补充新进药材。

■ 中药饮片行业发展趋势: 规划化推动行业走向集中, 市场需要大企业出现

- 中药饮片“小散乱”的格局正在国家政策推动下逐渐发生变化。10 版《药典》明确要求医疗机构要使用中药饮片,中成药企业投料使用饮片。2008 年和 2011 年加强中药饮片生产监管的通知中,要求中药饮片企业必须通过 GMP 认证,

必须有规范的炮制工艺，必须检验合格并附检验报告等。目前，规模大的中医医疗机构和企业都已经开始使用优质优价的中药饮片，但是由于我国饮片行业整体还非常不规范，国家若干引导和监管政策还需要一个逐步推进的过程。

➤ 从趋势上看，中药饮片必将逐步走向规范，符合相关规定要求的饮片企业有望在市场规范中逐步壮大，淘汰小的不规范的企业。10年中药饮片行业销售收入700亿，而龙头企业康美药业的份额也不足2%，随着大企业不断发展壮大，小企业淘汰，未来出现几家占据5%以上市场份额的饮片企业是必然趋势。专注于中药饮片业务本身的规范企业发展空间更大。

➤ 政策的推进力度需要规范大企业的出现，否则政策的严格执行将打断饮片市场的有效供应，随着若干规范中药饮片企业的壮大，未来政策的执行力度必将加大。我们调研的中药饮片公司认为目前行业内的大的中药饮片公司之间尚不存在直接竞争，中药饮片市场的发展反而需要他们一起做大。

■ 中药饮片行业的技术壁垒：行业规范化推动技术壁垒提高

➤ 中药饮片的炮制有一定技术保密性和工艺稳定性，拥有较高的进入壁垒。目前国家只是规定了炮制工艺上一个宽泛的范围，而具体的工艺各个企业都是有其自身的保密技术，这也是禁止外商参与中药饮片炮制生产的原因。中药饮片生产和质控也需要若干年的积淀。

➤ 中药饮片的政策和规范也在逐步完善，10版《药典》已经规定了800多种中药饮片的质量要求，《中药饮片炮制规范》也规定了多数饮片的炮制规范。现在政策要求不高，所有企业都能够加工饮片，而品质往往没有保证，当政策要求提高，能够基于传统炮制工艺，保证各个批次饮片品质稳定的企业就会非常少。

■ 药材种植趋势：集中化的GAP种植是长期趋势

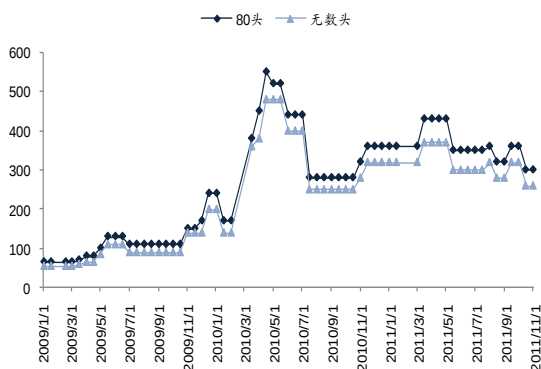
目前多数药材都是农户种植，种植上有逐步集中的趋势（地域集中+农户集中），基本是一县一品。饮片企业和中成药企业多选择对自身经营的关键品种和难度大，前景好品种进行GAP种植。如同仁堂、三九、天士力都建立起与自己中成药需求相关的中药材GAP种植基地。

■ 荷花池药材市场概况

由于荷花池药材市场已经搬迁到成都郊区，我们观察到的交易情况并不是非常热烈，同时最近药材价格下跌一定程度上降低了人们的参与度。业内人士认为：长期来看，随着信息化程度提高价格会更透明，以及药材种植集中化和需求规范化，未来药材交易市场这个流通环节可能会萎缩。由于政策执行问题，药材市场常有药材商在违规经营中药饮片销售，可见市场也有待进一步规范。

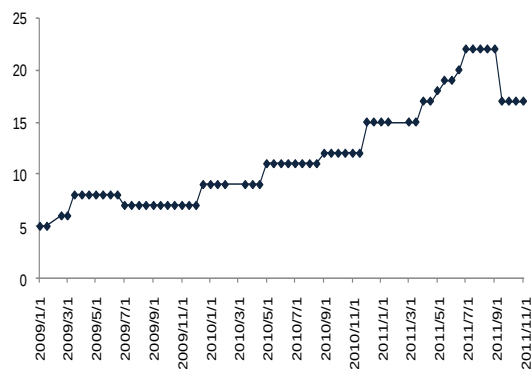
■ 附图：重要中药材品种价格走势

图 1：三七价格（单位：元）



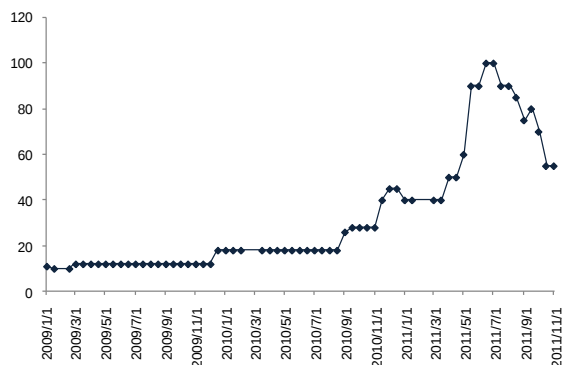
资料来源：中药材价格信息网，国信证券经济研究所整理

图 2：丹参价格（单位：元）



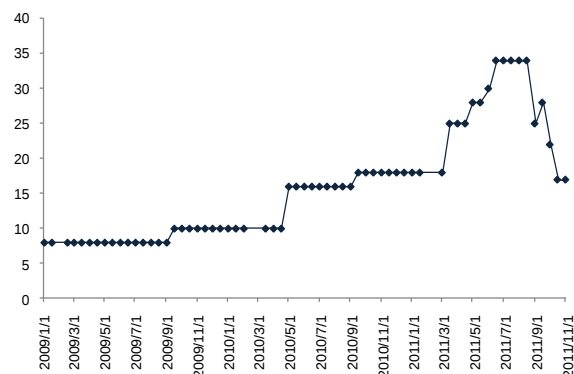
资料来源：中药材价格信息网，国信证券经济研究所整理

图 3: 党参价格 (单位: 元)



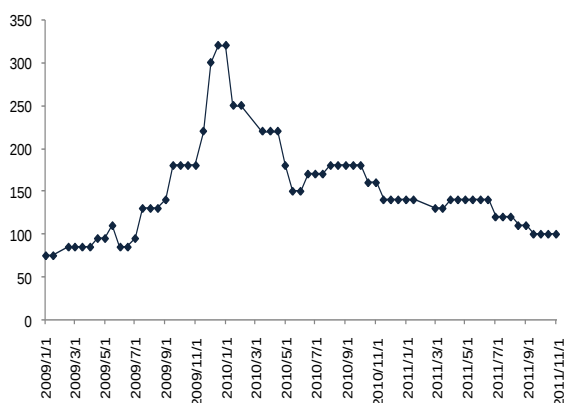
资料来源: 中药材价格信息网, 国信证券经济研究所整理

图 4: 黄芪价格 (单位: 元)



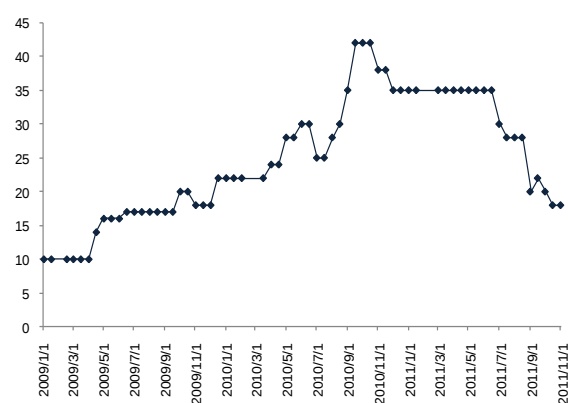
资料来源: 中药材价格信息网, 国信证券经济研究所整理

图 5: 金银花价格 (单位: 元)



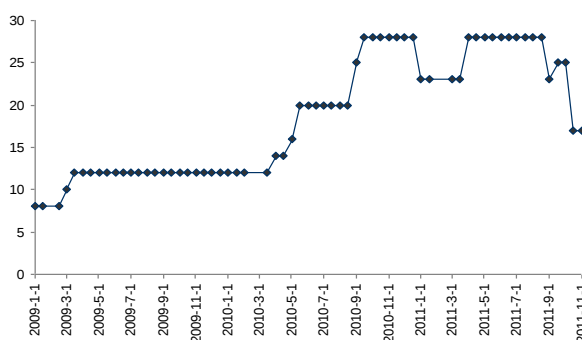
资料来源: 中药材价格信息网, 国信证券经济研究所整理

图 6: 川穹价格 (单位: 元)



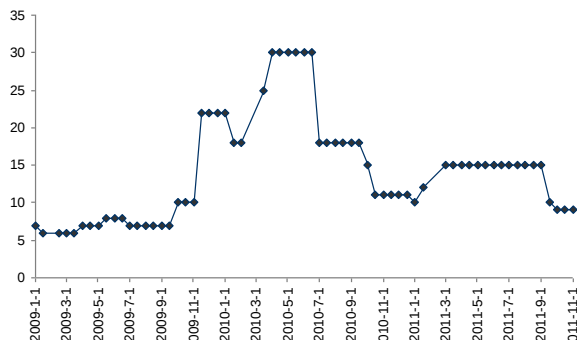
资料来源: 中药材价格信息网, 国信证券经济研究所整理

图 7: 当归价格 (单位: 元)



资料来源: 中药材价格信息网, 国信证券经济研究所整理

图 8: 板蓝根价格 (单位: 元)



资料来源: 中药材价格信息网, 国信证券经济研究所整理

相关研究报告:

《2011 年中国维生素产业发展高层论坛纪要》 ——2011-12-19
《医药行业 2012 年投资策略: 追寻“资源+创新”价值》 ——2011-12-15
《发改委公布新版药品差比价规则, 行业影响有限》 ——2011-12-04
《医药行业 2011 年 12 月投资策略: 以时间换空间》 ——2011-12-01
《“十二五” 生物技术发展规划利于创新型医药企业发展》 ——2011-11-29

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。