

医改造就行业伟大成长 普药孕育投资重大机会



医药行业专题报告

行业策略·行业研究

2007年8月13日

强于大市（维持）

投资要点

- ❖ **医改造就行业伟大成长。** 医改之于医药市场的作用，就如同股改撬动证券市场的增长一样。行业制度的根本性变革将促使行业内部组织结构发生了本质的变化，行业集中度提高。这种变化带来证券与制药龙头公司利润爆发式增长。我们测算，医改可能带来药品市场翻倍的增长。医改帷幕拉开，全民医保吹响第一声号角。医改之于医药行业的影响也将逐渐显现。我们在这个时点继续推荐医药行业和公司。
- ❖ **把脉中国医疗卫生体制。** 在上游医药市场，由于药品供应商众多，药品供大于求，形成医院买方垄断。在下游医疗市场，由于医院应用上的不合理，造成医疗资源局部供给不足，形成大型综合医院的寡头垄断地位和“看病难”、“看病贵”问题。人们的医疗保健需求被压抑。医院的双重垄断，形成垄断价格，获得垄断利润，同时损害上游药品供应商和下游患者的利益，造成药品零售价格上升和药品出厂价格下降以及药价虚高。
- ❖ **求解新的医疗卫生体制改革。** 在上游医药市场，社区和农村基层医疗服务供给增加以及监管加强致药品供应商减少，将改变药品供大于求状态，打破大型医院买方垄断，使药品出厂价格上升，减少药品流通环节中间费用，使虚高药品零售价格下降。在下游医疗市场，通过基层医疗服务供给增加及人们诊疗习惯改变，打破大型医院卖方垄断，使药品零售价格下降，解决“看病难”、“看病贵”问题。人们压抑的医疗保健需求得以释放。
- ❖ **普药孕育投资重大机会。** 事实证明，我们今年初对行业“强于大市”的判断非常正确。基于医改将对医药行业产生的影响，我们继续看好医药行业及上市公司。随着基层医疗服务供给与需求的增加，普药公司将成为医改最大赢家。基于对公司业绩、未来成长性及估值的考虑，我们主要推荐双鹤医药、华东医药、国药股份、上海医药、科华生物和万东医疗。

重点公司估值比较及投资评级

简称	股价	EPS (元) (中性, 乐观)			PE			PEG	评级	目标价
		06	07E	08E	06	07E	08E			
双鹤药业	23.00	0.37	0.63	0.84	62	37	27	1.23	买入	35
		0.37	0.63	1.02	62	37	23	0.94		
华东医药	18.50	0.19	0.38	0.47	97	49	39	1.70	增持	22
		0.19	0.38	0.6	97	49	31	1.25		
国药股份	50.00	0.64	1.01	1.25	78	50	40	1.97	买入	56
		0.64	1.01	1.42	78	50	35	1.60		
上海医药	15.29	0.15	0.43	0.5	102	36	31	1.23	买入	30
		0.15	0.43	0.58	102	36	26	1.05		
科华生物	29.05	0.35	0.5	0.71	83	58	41	1.96	买入	40
		0.35	0.5	0.88	83	58	33	1.42		
万东医疗	17.11	0.2	0.27	0.31	86	63	55	3.49	买入	25
		0.2	0.27	0.57	86	63	30	1.24		

资料来源：中信证券研究部预测 注：股价为2007年8月6日收盘价

分析师

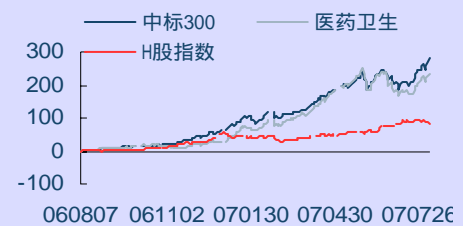
姚杰

邮件：yaoj@citics.com
电话：010-84588210

贺菊颖

邮件：hji@citics.com
电话：010-84588027

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

相关研究

- 1、《医药行业跟踪报告—当每个人都能吃得起药时，医药股将不可想象》，2007年1月19日
- 2、《医药行业跟踪报告—国家医改将催生医药市场繁荣，促进医药市场走向规范和有序》2007年1月26日
- 3、《医药行业跟踪报告—医改催生行业拐点，内外并举锁定成长》2007年3月12日
- 4、《医药行业跟踪报告—坚持内外并举的投资主线，关注含权与高管变动公司》2007年5月14日
- 5、《医药行业跟踪报告—行业景气继续回升，中报业绩值得关注》2007年7月3日

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目 录

投资要点	7
医改造就行业伟大成长	9
股改撬动证券市场.....	9
股改给证券市场带来前所未有的繁荣.....	9
证券公司“马太效应”增强.....	10
龙头公司胜出并分享行业增长.....	11
医改撬动医药市场.....	12
医改推动医药市场爆发式增长.....	12
政府投入增加带来新农合和社区医疗市场增长.....	13
医疗需求释放，就诊率提高带来的市场增长.....	13
医改将促进医药市场集中度进一步提升.....	14
医改帷幕拉开，全民医保吹响第一声号角.....	14
把脉中国医疗卫生体制	15
医疗卫生体制改革是不断修正与完善的过程.....	15
医药卫生行业是涉及多个市场的复杂行业.....	15
医药卫生行业是多部门共同监管的行业.....	16
世界各国医改的目的和思路基本相同.....	17
我国医改走过漫长而艰辛的道路.....	18
我国医疗卫生体制仍存在诸多问题.....	19
下游医疗市场：寻找“供给充足”与“看病难与贵”的症结.....	20
医药卫生资源供给相对充足.....	20
医院使用不合理、医疗服务局部供给短缺造成“看病难”.....	23
医疗服务价格上涨、医疗保障水平低造成“看病贵”.....	24
人们的医疗保健需求被严重压抑.....	26
上游医药市场：药品制造与流通业快速成长与过度竞争并存.....	27
我国医药制造业的快速成长与存在问题.....	27
对药品的刚性需求拉动市场持续增长.....	27
我国医药企业过多过小，行业集中度低.....	29
我国医药行业过度竞争造成整体盈利水平低.....	30
我国药品审批门槛低，造成药品过多、过滥.....	31
我国医药行业研发投入低、产出低.....	32
我国医药流通业的不断壮大与面临问题.....	34
行业规模不断扩大.....	34
市场集中度仍待进一步提高.....	34
盈利模式仍显单一.....	35
行业盈利空间不断压缩.....	36
医院的双重垄断同时损害患者和药品制造商利益.....	37
求解新的医疗卫生体制改革	38
新医改之我见.....	38
医疗服务市场的改革：增加供给，梳理需求.....	40
过去医疗机构改革的有益探索.....	40

私立和营利性医院是医疗服务市场的有益补充	41
医药分家仍在探索中	42
加强社区和农村医疗建设，增加医疗服务供给	43
建立首诊及双向转诊制度，调整医疗服务需求	44
扩大医疗保障范围，加大政府卫生投入	45
我国医疗保障制度不断完善和发展	45
世界各国均将医疗保障制度改革作为医改的重要方面	47
开展基本医疗保险，未来实现全民医保	47
加大政府投入，提高医疗保障水平	48
规范药品制造与流通，促进行业整合与集中度提高	48
提高行业准入门槛，加速行业淘汰与整合	48
提高行业准入门槛	49
加速行业淘汰与整合	51
医药行业集中度提高，利润向优势企业聚集	53
并购提速，医药企业“巨无霸”值得期待	54
全球范围看，医药企业兼并收购是大势所趋	55
中国医药企业并购渐成派系	57
打破医院双重垄断，保护患者与药品制造商的利益	58
普药孕育投资重大机会	59
医改渐行渐近，继续看好医药行业上市公司	59
淘金医改受益公司	61
普药生产企业将成为医改的最大赢家	62
处方药企业竞争格局率先发生变化，优势企业胜出	62
OTC 企业亦可分享医改增量	62
医药流通企业龙头公司将胜出	62
医疗器械、诊断试剂、疫苗等公司将受益	62
重点公司推荐	63
双鹤药业：聚焦三大普药，医改最为受益	63
华东医药：专科用药独占鳌头，医改助推业绩增长	64
国药股份：惊喜连连的优质医药商业企业	65
上海医药：期待未来业绩快速增长	66
科华生物：诊断试剂子行业的龙头企业	66
万东医疗：资产注入加医改受益的医疗仪器龙头	67

插图目录

图 1：股改撬动证券市场，医改撬动医药市场	9
图 2：股改给证券市场带来空前繁荣	10
图 3：证券公司“马太效应”增强	11
图 4：我国近年证券公司家数	11
图 5：证券公司的发展呈“马太效应”	11
图 6：中信证券业绩快速增长，估值水平不断下降	12
图 7：中信证券收购兼并步伐	12
图 8：医药卫生产业链构成	15
图 9：医药卫生行业涉及多个市场	15
图 10：医药卫生行业存在多重复杂关系	16
图 11：我国医药卫生行业监管框架	16
图 12：世界各国医疗卫生体制改革的目标	17
图 13：医疗卫生体制改革的主要内容	18
图 14：我国医疗卫生体制存在的诸多问题	20
图 15：建国以来我国卫生机构绝对数量增长	21
图 16：建国以来我国卫生机构相对构成比例	21
图 17：全国每千人口卫生技术人员数	21
图 18：我国卫生费用支出及其占 GDP 的比例	22
图 19：我国人均卫生费用支出及弹性系数	22
图 20：2005 年世界主要国家卫生费用支出/GDP	22
图 21：世界主要国家人均卫生费用支出与 GDP 关系	22
图 22：我国医药工业总产值增长情况	23
图 23：2002-2005 年我国医药企业总体设备利用率	23
图 24：2005 年上半年我国医药企业总体设备利用率	23
图 25：2006 年我国医院等级分布	23
图 26：我国医院等级划分	23
图 27：2006 年我国甲乙类医院数量及诊疗人次比例	24
图 28：我国居民医疗保健相关价格指数走势	25
图 29：2003-2006 年卫生部门综合医院收入构成	25
图 30：2003 年我国居民医疗保障制度构成	25
图 31：1998 年我国居民医疗保障制度构成	25
图 32：2003 年我国城市居民医疗保障制度构成	25
图 33：1998 年我国城市居民医疗保障制度构成	25
图 34：2003 年我国农村居民医疗保障制度构成	26
图 35：1998 年我国农村居民医疗保障制度构成	26
图 36：我国卫生费用支出构成	26
图 37：2005 年世界各国卫生费用支出构成	26
图 38：我国居民两周患病率、就诊率与未就诊率变化	26
图 39：世界和中国人口持续增长	27
图 40：中国人口城镇化比例提高	27
图 41：我国城镇和农村居民人均收入与消费性支出情况	27
图 42：我国城镇和农村居民家庭医疗保健支出不断增长	27
图 43：中国人口老龄化趋势	28
图 44：老年人的人均卫生总费用支出高	28
图 45：我国人均消费能力随经济的增长而增长	28
图 46：我国药品及医疗保健价格指数	28
图 47：我国医药制造业收入利润增长情况	28
图 48：我国医药制造业各子行业收入与利润占比	28
图 49：我国历年医药企业数量	29

图 50：我国历年医药企业规模比重变化	29
图 51：我国医药行业集中度	30
图 52：世界其它国家医药行业集中度	30
图 53：我国医药企业亏损率变化	31
图 54：我国医药企业税前利润率变化	31
图 55：我国近年仿制药审批数量	31
图 56：美国新药审批数量	31
图 57：美国制剂 ANDA 申请及获批数量	31
图 58：我国与其他国家医药制造业等 R&D 强度	32
图 59：我国医药制造业等 R&D 强度	32
图 60：我国医药行业大中型企业科技活动人员	33
图 61：我国医药行业大中型企业科技活动人员投入情况	33
图 62：我国医药行业 R&D 人员与发达国家比较	33
图 63：我国医药制造业 R&D 经费来源与使用结构分析	33
图 64：我国医药行业大中型企业新产品情况	33
图 65：我国医药行业新产品销售利润率	33
图 66：1995 - 2006 年我国医药流通规模不断扩大	34
图 67：1995 - 2006 年我国药品分销金额不断增长	34
图 68：我国 OTC 市场规模不断扩大	34
图 69：我国非处方药构成	34
图 70：2003 年各国最大的三家批发商市场份额	35
图 71：医药分销行业盈利模式示意图	35
图 72：美国医药流通企业提供多种增值服务	36
图 73：医药流通行业费用率和毛利率不断下降	36
图 74：主要医药流通上市企业毛利率变化	37
图 75：主要医药流通上市企业净利率变化	37
图 76：医院的双重垄断同时损害患者和药品制造商利益	37
图 77：医院寡头垄断造成“看病难、看病贵”	38
图 78：药价虚高形成机制	38
图 79：我国新的医疗体制改革涉及方面	39
图 80：我国以公立医院为主	41
图 81：我国非营利性与营利性医院的发展	41
图 82：2006 年我国营利和非营利医疗机构统计	41
图 83：2006 年我国营利和非营利医疗机构统计	41
图 84：世界其它国家公立与私立医院比例	42
图 85：世界其它国家营利与非营利医院比例	42
图 86：我国社区卫生服务中心发展	44
图 87：逐级诊疗和双向转诊制度将保障医疗资源的充分利用	44
图 88：中国城镇医疗保障制度演进图	45
图 89：中国农村医疗保障制度演进图	45
图 90：我国参加城镇社会基本医疗保险人数	46
图 91：我国新农合覆盖范围	46
图 92：我国多层次的医保体系	46
图 93：我国全民医保覆盖人口与比例	48
图 94：我国全民医保进程	48
图 95：我国对药品制造业监管加强	49
图 96：2004-2006 上半年我国新药批准数量	49
图 97：历次药品降价规模与平均幅度	53
图 98：我国医药工业百强企业中前十名市场占有率	53
图 99：国内 A 股医药上市公司利润集中度提高	53
图 100：全国医药流通行业市场集中度不断提升	54

图 101：我国连锁药店百强中前十位销售额占比	54
图 102：1970 - 2005 年美国医药流通企业数量变化	56
图 103：1995 - 2005 年美国医药分销市场集中度逐步提高	56
图 104：1996 - 2004 年美国医药流通行业毛利、费用率变化趋势	56
图 105：日本医药分销市场集中度逐年提高	57
图 106：日本医药分销企业个数逐渐减少	57
图 107：日本医药分销行业的营业利润率和净利率变化	57
图 108：上游医药市场供需变化打破医院买方垄断	58
图 109：下游医疗市场供需变化打破医院卖方垄断	58
图 110：打破医院的双重垄断同时保障患者和药品制造商利益	58
图 111：2005-2007 年医药行业月度累计销售收入	59
图 112：2005-2007 年医药行业月度累计利润总额	59
图 113：2007 年以来各个板块的股价涨幅表现	59
图 114：各个板块 2008 年的预测市盈率	59
图 115：2006-2008 年各行业预测业绩复合增长率	60
图 116：各行业平均总市值与流通市值比较	60
图 117：医改前后我国医药制造业市场规模预测	60
图 118：医药行业上市公司业绩增长与估值变化	60
图 119：我国新的医疗体制改革可能受益公司	61

表格目录

表 1：我国股改进程表	10
表 2：中信证券主要业务市场份额及排名	12
表 3：中信证券资产规模与经营业绩表现	12
表 4：新农合市场规模测算	13
表 5：社区医疗市场规模测算	13
表 6：患者就诊率上升将带来医疗市场大规模增长	14
表 7：影响我国医药卫生行业的政策因素	17
表 8：我国医改走过漫长而艰辛的道路	19
表 9：世界主要国家每千人口卫生技术人员数	21
表 10：我国三级医院的区别	24
表 11：2006 年我国医院工作量统计	24
表 12：我国药品市场的增长促其世界排位提升	29
表 13：我国 GDP 的增长促其世界排位提升	29
表 14：2005 年我国与世界医药公司销售收入与市场份额比较	30
表 15：我国部分国产药品在 SFDA 网站上检索到的批文	31
表 16：2006 年我国与世界十大药品销售额与市场份额比较	32
表 17：美中日三国医药流通行业集中度情况	35
表 18：美国三大医药流通企业主要业务收入及净利润分布	36
表 19：中国与欧美、日本药店多元化经营比较	36
表 20：目前主要医改方案的核心观点	39
表 21：卫生事业发展“十一五”规划纲要主要内容提要	40
表 22：世界其他国家医药分家的经验	42
表 23：农村卫生服务体系中央重点支持项目建设投资安排	44
表 24：城镇职工基本医疗保与农村合作医疗制度比较	45
表 25：我国现在的多层次医疗保障体系	47
表 26：世界各国的医疗保险制度改革	47
表 27：第一批城市社区、农村基本用药定点生产企业名单	51
表 28：我国连锁药店拥有药店数量前十名列表	54
表 29：2000-2005 年医药流通行业规模化、集约化进程加速	54
表 30：1988-2006 年全球医药企业前 10 强市场份额	55
表 31：历年大型制药公司的大宗并购	55
表 32：日本医药分销企业并购历史	56
表 33：我国主要医药并购派系	57
表 32：新医改中可能受益子行业分析	61
表 34：受益于医改的医药企业	63
表 35：公司业绩预测及投资评级	69
表 36：医药类上市公司国际估值比较	70

投资要点

医改造就行业伟大成长

我们为什么如此看好医药行业？

因为我们认为，医改之于医药市场的作用，就如同股改撬动证券市场的增长一样。行业制度的根本性变革将促使行业内部组织结构发生本质的变化，行业集中度提高。这种变化带来证券与制药龙头公司利润爆发性增长。

我们测算政府投入增加带来新农合和社区医疗市场增长规模约 900-3400 亿元，其中药品市场规模约 450-1700 亿元，政府投入的增加，解决了“看病难”和“看病贵”问题，促使人们原来被压抑的医疗保健需求释放，带来的药品市场增长规模约为 1000-4500 亿元。2006 年我国医药制造业实现销售收入 4700 亿元。医改可能带来药品市场翻倍的增长。

我们为什么在这个时点继续推荐医药行业和公司？

2007 年 6 月以来，国务院分别在江西南昌、江苏镇江和甘肃兰州召开东、中、西部三个座谈会，听取各省区市人民政府及其有关部门的意见。2007 年 7 月 10 日，国务院颁布《关于开展城镇居民基本医疗保险试点的指导意见》，明确我国全民医保进程。接着，国内 79 个城市启动基本医保试点。

从上述事件可以看出，人们翘首以盼的新医改帷幕徐徐拉开，全民基本医疗保险吹响了新医改嘹亮的第一声号角。那么医改之于医药行业的影响也将逐渐显现。这也是我们在这个时点继续推荐医药行业和公司的主要理由。

把脉中国医疗卫生体制

医疗卫生体制改革是一个非常复杂的问题。世界各国医改的根本目的是基本相同的，都是在医疗服务效率不断提高的基础上，让更多的人公平地享受到这种服务，获得健康。世界各国医改思路也是基本相同的，均涉及三个方面，即：卫生服务市场改革，即医疗机构改革；卫生服务要素市场改革，最主要的是药品供给方面的改革，即药品流通体制改革；卫生筹资市场改革，即医疗保障制度改革。

我国从 1979 年开始二十多年漫长而艰辛的医改探索，到 2005 年，过去的医改被认为是“基本不成功”的。过去的医改不仅没有因为提高医疗服务效率而提高医疗服务的可及性并解决“看病难”问题，还因为“看病贵”而导致医疗服务的公平性严重下降。

目前，我国医疗卫生体制存在的问题包括：在上游医药市场，医药企业过多过小、过度竞争，行业集中度低，盈利能力下降。在下游医疗市场，在我国医药卫生资源供给相对充足的情况下，由于医院使用不合理、造成医疗服务局部供给短缺和“看病难”，由于医疗服务价格上涨、医疗保障水平低造成“看病贵”。“看病难、看病贵”又使人们的医疗保健需求被严重压抑。

医院是药品供应商、医院和患者三者形成的完整产业链中的结点，既是卖方，又是买方。在上游医药市场，由于药品供应商众多，药品供大于求，形成医院买方垄断。在下游医疗市场，由于医院应用上的不合理，造成医疗资源局部供给不足，形成大型综合医院的寡头垄断地位和“看病难”、“看病贵”问题。人们的医疗保健需求被压抑。医院的双重垄断，形成垄断价格，获得垄断利润的同时损害上游药品供应商和下游患者的利益，造成药品零售价格上升和药品出厂价格下降以及药价虚高。

求解新的医疗卫生体制改革

目前新医改观点主要分为三大派系：卫生部门主张有限保障预防和小病治疗，投资给供方，政府对医疗机构增加投入，切断以药养医的改革模式；劳动和社会保障部门倡导政府为需方购买服务，即政府主导结合发挥市场机制实现全民多层次医疗保险的改革模式；而财政部门的医改思路是，政府主导设计公共卫生项目替全国人民购买服务。

我们认为，各种观点可以相互借鉴、求同存异。政府增加的投入既不能单纯补给供方，也不能单纯补给需方，而是双方都要补给，根据医疗服务的性质不同，补给的方式与重点不同。公共卫生事业和免疫接种以补给供方为主，基本医疗服务则供方和需方都要补给。

新医改将是针对卫生服务要素、卫生筹资、卫生服务三个市场存在问题的改革，在这三个市场均会采取相应的措施。在上游医药市场，社区和农村基层医疗服务供给的增加以及医药行业监管加强、药品供应商减少，将改变药品供大于求状态，打破医院买方垄断，促使药品出厂价格上升。医院买方垄断地位削弱，议价能力降低，将减少药品流通环节中间费用，促使虚高的药品零售价格下降。在下游医疗市场，通过基层医疗服务供给的增加提高医疗服务的可及性，再加上人们诊疗习惯的调整，不仅解决“看病难”问题，而且利于打破大型医院卖方垄断，降低其议价能力，使药品零售价格下降，解决“看病贵”问题。人们压抑的医疗保健需求释放。

新的医改方案将是针对医疗卫生体制诸多问题，涉及多个市场、多个层面、多项措施的一揽子方案。多项改革措施的出台有可能是陆续的，先易后难，谁先成熟谁先实施。

新医改方案有可能在今年出台。新医改的目标已经被明确地写进了卫生部近期发布的《卫生事业发展“十一五”规划纲要》：到2010年将建立基本卫生保健制度、新农合制度、社区卫生服务体系、基本药物制度、公立医院管理制度等。

由于我国地大物博，各地区会因地制宜，根据自身的特点及经济发展状况，有针对性和侧重点的选取不同的改革措施，并允许对改革进行有益的探索。

普药孕育投资重大机会

今年初，我们基于医改对医药行业的促进作用，将医药行业的投资评级上调为“强于大市”。实践证明，无论是医药行业的经营情况，还是医药行业上市公司二级市场的走势均印证了我们的判断是非常正确的。随着医改渐行渐近，医改对于医药行业的影响也将逐渐显现。

我们认为，基层医疗服务的供给与需求的增加，将直接带动质优价廉普药的消费，普药公司将在医改的最为受益。行业政策将促使处方药市场竞争格局将率先发生变化，优势公司将胜出。所以，以处方药为主的普药优势公司将成为医改的最大赢家，并以超越行业的增速增长。OTC普药会随着药品市场的增长而增长。基层医疗服务的供给增加将带动对医疗器械（仪器与诊断试剂）需求的增长。政府加大在传染病防治等公共卫生方面的投入，将受惠于疫苗企业。化学原料药、中药饮片将随着制剂的增长而间接受益。药品流通业将通过集中采购等措施促进药品流通秩序的规范和药品流通企业集中度的提高，行业龙头将胜出。

虽然多家医药企业都将受益于医改的春风，然而基于公司业绩、未来成长性 & 估值的考虑，我们主要推荐双鹤医药、华东医药、国药股份、上海医药、科华生物和万东医疗。

医改造就行业伟大成长

我们为什么如此看好医药行业？

相信谁都不会对股改以来证券市场发生的翻天覆地的变化熟视无睹。

股改，解决了上市公司股权分置问题；同股同权，真正刺激了上市公司业绩大幅增长。由此带来众多股票投资价值凸现，证券市场空前繁荣。

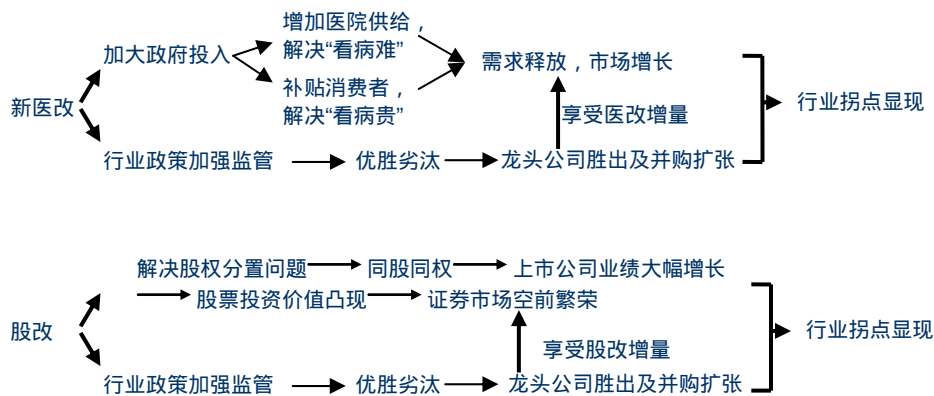
同时，证券行业监管加强，证券公司加速优胜劣汰，证券龙头公司最终胜出并充分享受爆发式增长的证券场所带来的业绩增长。证券公司业绩增长并不断壮大后，加快向外兼并扩张步伐。同时，新业务的机会层出不穷，原有业务中的价格话语权亦增强。公司竞争实力迅速提升。

我们认为，医改之于医药市场的作用，就如同股改撬动证券市场的增长一样。行业制度的根本性变革将促使行业内部组织结构发生了本质的变化，行业集中度提高。这种变化带来证券与制药龙头公司利润爆发性增长。类似的变化还包括房改促进了房地产市场的增长、车改促进了汽车行业的成长。

新医改，通过加大政府在医药卫生方面的投入，一方面补给“供方”，增加社区医院，调整患者就诊习惯，解决“看病难”问题。另一方面补给“需方”，通过新农合、全民基本医疗保障、重大传染病防治等措施补贴消费者，解决“看病贵”问题。现实问题的解决，促使人们原来被压抑的医疗保健需求得到充分释放，促进医药市场呈“乘数效应”增长。

同时，新医改通过招标、药品降价、反商业贿赂等行政手段，加速行业淘汰，促进药品供应商减少，加速行业整合与集中。优势企业最终胜出并充分享受医改所带来的医药市场的增长，加速向外兼并扩张。医药行业拐点显现。

图 1：股改撬动证券市场，医改撬动医药市场



资料来源：中信证券研究部

股改撬动证券市场

股改给证券市场带来前所未有的繁荣

我们相信，无论是在 1999 年 9 月股改开始启动的时点，还是在 2005 年 5 月股改进入实质阶段的时刻，抑或是到 2006 年底 A 股市场绝大部分股票最终解决了股权分置问题的时候，绝大多数人都无法预见股改给证券市场带来的翻天覆地的变化以及前所未有的繁荣。

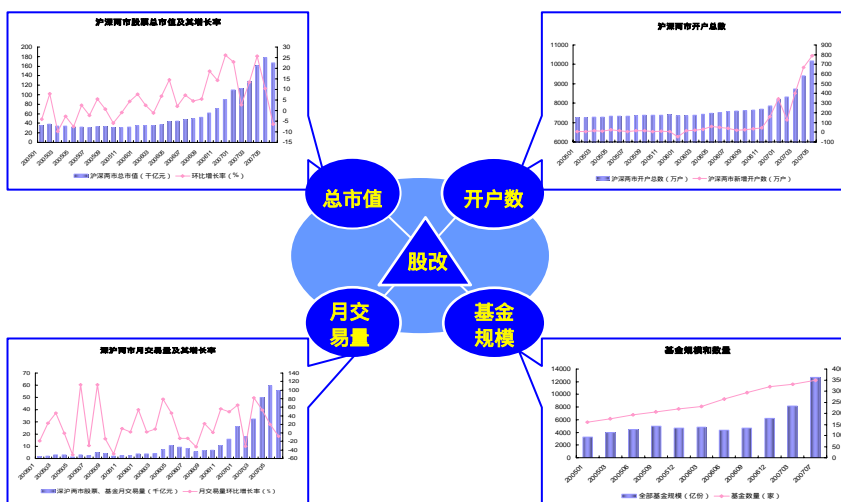
表 1：我国股改进程表

时间	股改历程
1992.5	《股份公司规范意见》及 13 份配套文件出台，明确我国证券市场国家股、法人股、公众股、外资股四种股权形式并存
1999.9	党的十五届四中全会提出，“在不影响国家控股的前提下，适当减持部分国有股”
2001.6	国务院正式发布《减持国有股筹集社会保障基金管理暂行办法》的有关规定
2001.10	中国证监会紧急暂停《减持国有股筹集社会保障基金管理暂行办法》的有关规定
2002.6	国务院发出通知，停止通过国内证券市场减持国有股
2004.2	《国务院关于推动资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》提出，“积极稳妥解决股权分置问题”
2005.4	中国证监会启动股权分置试点工作
2005.5	《上市公司股权分置改革管理办法》正式出台，三一重工等四家公司确定为改革试点
2005.9	股权分置改革经过为期 4 个月的试点后全面推开
2006.3	《国务院 2006 年工作要点》指出股改年内完成
2006.12	276 家未股改公司采取特别差异化安排，包括股票简称前加 S，设涨跌幅限制 5%、剔除出指数样本股等

资料来源：中信证券研究部

随着股改解决了上市公司股权分置问题后，同股同权真正刺激了上市公司业绩的大幅增长，由此带来众多股票的投资价值凸现，证券市场亦呈现出空前的繁荣。沪深两市股票总市值从 2005 年 5 月股改开始时的 3.13 万亿元增长到 2007 年 6 月的 16.62 万亿元，增长了 4.31 倍。沪深两市开户数股改开始时为 7300 万户，到 2007 年 5 月已突破 1 亿户，新增开户数呈指数增长态势。沪深两市股票和基金月交易量明显上升，由股改开始时的 1500 亿元增长到 2007 年 6 月的 5.54 万亿元。基金规模由 4400 多亿份增长到 12660 亿份，增长了 1.8 倍，基金数量由 193 家增长到 348 家，增长了 80%。

图 2：股改给证券市场带来空前繁荣

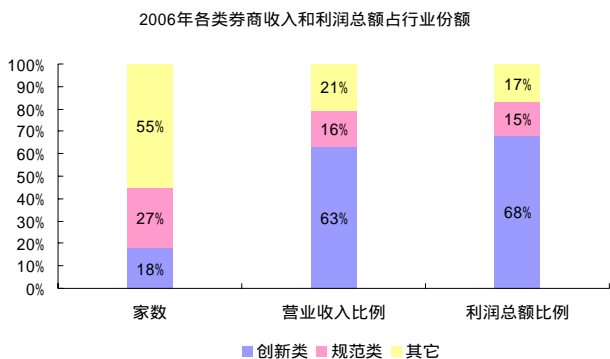


资料来源：中国证券登记结算有限责任公司

证券公司“马太效应”增强

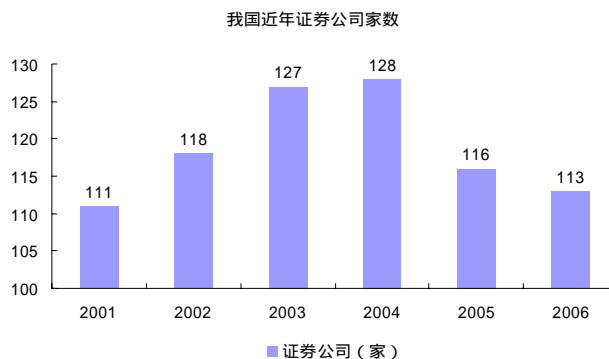
证券行业高速发展的同时，证券公司的“马太效应”越发明显。首先是证券公司的数量减少。随着证监会对证券公司监管的加强以及市场竞争的因素加速对证券公司的淘汰，证券公司的家数由高峰时的 128 家下降到 2006 年底的 115 家。其次是证券公司的业绩向优势企业集中。证监会从严规范证券公司的业务，创新类证券公司获得更多业务和发展机会，促进了证券公司市场集中度的提高。

图 3：证券公司“马太效应”增强



资料来源：中国证券业协会网站

图 4：我国近年证券公司家数



资料来源：中国证券业协会网站

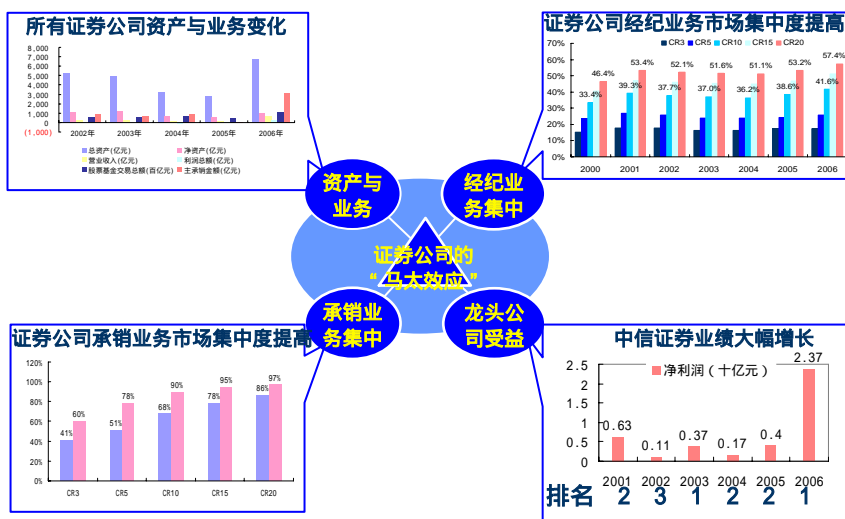
龙头公司胜出并分享行业增长

资本市场的增长带动了证券公司规模和业绩的大幅提升。全部证券公司的资产、净资产、收入、利润、股票基金交易金额和承销金额均较以前明显增长。

证券行业监管加强促进经纪业务、承销业务等市场集中度进一步提高。2006年前3家的市场占有率分别为17%和60%。

证券业监管的加强使龙头公司最终胜出，充分享受到股改所带来的证券市场的增量，业绩大幅增长，估值水平迅速下降，向外扩张和延伸的能力不断增强。通过收购兼并，小企业被加速淘汰出局，行业集中度进一步提高。

图 5：证券公司的发展呈“马太效应”



资料来源：中国证券业协会网站

表 2：中信证券主要业务市场份额及排名

		2002	2003	2004	2005	2006
股票承销	市场份额	6%	14%	12%	25.10%	23.98%
	排名	3	1	2	1	1
债券承销	市场份额	58%	25%	20%	32.87%	26.70%
	排名	1	1	2	1	1
国债承销	市场份额	4%	3%	3%	4.84%	2.50%
	排名	2	2	3	2	3
机构债承销	市场份额	2%	2%	3%	3%	3%
	排名	2	2	1	2	1

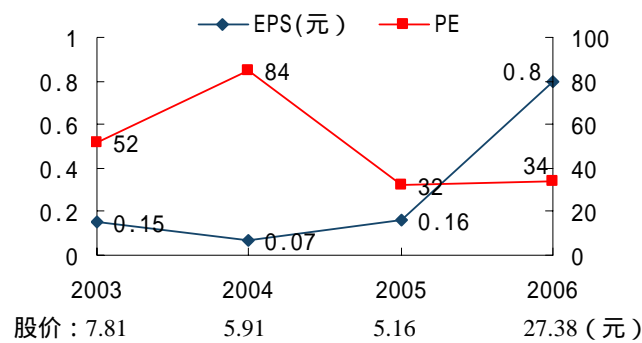
资料来源：中国证券业协会网站

表 3：中信证券资产规模与经营业绩表现

单位： 百万元	2002	2003	2004	2005	2006
总资产	18,640	11,810	13,213	20,316	63,633
排名	N/A	6	4	5	1
净资产	5,209	5,481	5,374	5,646	12,310
排名	2	2	1	1	1
净资本	4,154	4,848	4,349	4,089	10,578
排名	2	2	1	1	1
总收入	826	816	814	918	58,32
排名	N/A	5	6	3	1
净利润	110	365	166	400	23,71
排名	3	1	2	2	1

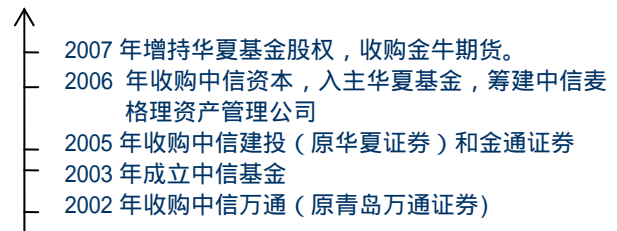
资料来源：中国证券业协会网站

图 6：中信证券业绩快速增长，估值水平不断下降



资料来源：wind，中信证券研究部

图 7：中信证券收购兼并步伐



资料来源：公司数据，中信证券研究部

医改撬动医药市场

医改推动医药市场爆发式增长

同样的，我们认为医改也会给医药市场带来巨大的发展机会。一方面，医改给医药市场带来较大增量；另一方面，医改通过提高行业准入门槛，促进了行业集中度的提升。

我们从政府投入增加带来新农合和社区医疗市场增长、医疗需求释放，就诊率提高带来的市场增长分别测算，前者可能带来医药市场规模约 900-3400 亿元，药品市场规模约 450-1700 亿元，后者带来药品市场规模约 1000-4500 亿元。前者市场规模小于后者，我们认为，这可以理解为由于政府的投入增加，解决了“看病难”和“看病贵”问题，从而促使人们原来被压抑的医疗保健需求得以释放，从而带来市场的巨大增长。统计局数据显示，2006 年我国医药制造业实现销售收入 4700 亿元。也就是说，医改有可能带来药品市场翻倍的增长。

政府投入增加带来新农合和社区医疗市场增长

国家在《卫生事业发展“十一五”规划纲要》中明确新型农村合作医疗制度建设的目标是：到 2010 年，实现新型农村合作医疗制度基本覆盖农村居民。按此目标测算，新农合的市场规模约 400 亿元。如果按药品收入占 50% 比例测算，则新农合的药品市场规模约 200 亿元。

表 4：新农合市场规模测算

农村人口：2006 年底为 73742 万人，按农民人均卫生费用支出 50 元计算，则市场规模为 368.71 亿元

新农合 基金支付比例	参合农民比例		
	60%	80%	100%
60%	132.74	176.98	221.23
80%	176.98	235.97	294.97
100%	221.23	294.97	368.71
120%	265.47	353.96	442.45

资料来源：中信证券研究部

国家在《卫生事业发展“十一五”规划纲要》中明确城市社区卫生服务建设的目标是：到 2010 年，在地级以上城市和有条件的县级市建立比较完善的社区卫生服务体系，为居民提供公共卫生和基本医疗服务。在大中城市，原则上按照 3 万-10 万居民或按照街道办事处范围规划设置 1 所社区卫生服务中心，并根据需要设置若干社区卫生服务站。调整现有卫生资源，将公立一级医院、部分二级医院和国有企事业单位所属医疗机构转型或改造成为社区卫生服务机构。

2006 年底我国城镇人口为 5.77 亿，如果按 10 万人计算，则需要社区卫生服务中心 5771 多个，按 3 万人计算，则需要社区卫生服务中心 1.9 万多个，按地辖市属医院药品年收入 1500 万元及县属医院药品年收入 900 万元计算，则对应的市场规模在 500-2900 亿元。如果按药品收入占 50% 比例测算，则社区医疗市场的药品规模约 250-1400 亿元。

表 5：社区医疗市场规模测算

城镇人口：2006 年底为 57706 万人

1 所社区卫生服务 中心配置人口 (人)	社区卫生服务 中心数量 (个)	医院药品年收入 (万元)	
		1490.2 (地辖市属)	876.7 (县属)
100000	5771	859.93	505.91
30000	19235	2866.45	1686.36

资料来源：中信证券研究部

新农合和社区医疗合计医药市场规模约 900-3400 亿元，合计药品市场规模约 450-1700 亿元。

医疗需求释放，就诊率提高带来的市场增长

医改的最终目的是解决“看病难、看病贵”问题，促使人们被压抑的医疗保健需求释放，由此带来医药市场的增长。

卫生部的统计数据显示，2003 年患者就诊率为 51.1%。统计局数据显示，2006 年我国医药制造业实现销售收入 4700 亿元。我们假设患者就诊率逐渐提高，并做敏感性分析。

市场的增量计算公式为： $4700 * [(61.5\% - 51.1\%) / 51.1\%] = 957$ 亿元

表 6：患者就诊率上升将带来医疗市场大规模增长

患者就诊率 (%)	51.1	61.5	70	80	90	100
医疗市场增量 (亿元)	0	957	1738	2658	3578	4498

资料来源：中信证券研究部

由此可见，患者就诊率上升可能带来的药品市场规模约 1000-4500 亿元。

我们看到，政府投入增加带来的城镇社区和农村市场规模约为 450-1700 亿元，而患者就诊率上升可能带来的药品市场规模约为 1000-4500 亿元。前者市场规模小于后者，我们认为，这可以理解为由政府的投入增加，解决了“看病难”和“看病贵”问题，从而促使人们原来被压抑的医疗保健需求得以释放，从而带来市场的巨大增长。

医改将促进医药市场集中度进一步提升

目前，SFDA 等制定了一系列的法规与政策，加强对药品生产与流通企业的监管，一方面提高药品生产与流通企业的核心竞争力，另一方面加速行业的淘汰与整合。我们预计这一系列的措施将促进利润不断向行业优势企业集中。优势企业在竞争中最终胜出并享受到医改所带来的医药市场增量，业绩爆发式增长。

医改帷幕拉开，全民医保吹响第一声号角

我们为什么在这个时点继续推荐医药行业和公司？

事件一：2007 年 6 月 20 日、28 日和 7 月 5 日，国务院分别在江西南昌、江苏镇江和甘肃兰州召开东、中、西部三个座谈会，听取各省区市人民政府及其有关部门的意见。

事件二：2007 年 7 月 10 日，国务院颁布《关于开展城镇居民基本医疗保险试点的指导意见》，明确我国全民医保进程。2007 年在有条件的省份选择 2 至 3 个城市启动试点，2008 年扩大试点，争取 2009 年试点城市达到 80% 以上，2010 年在全国全面推开，逐步覆盖全体城镇非从业居民。

事件三：成都、西安、太原、沈阳、长春、哈尔滨、杭州、合肥、郑州、武汉、长沙、南宁、贵阳、昆明、西宁、乌鲁木齐等大部分省会城市以及无锡、上饶等部分中等城市共 79 个城市启动基本医保试点。

从上述事件可以看出，人们翘首以盼的新医改帷幕徐徐拉开，全民基本医疗保险吹响了新医改嘹亮的第一声号角。那么医改之于医药行业的影响也将逐渐显现。这也是我们在这个时点继续推荐医药行业和公司的主要理由。

把脉中国医疗卫生体制

我们为什么说全民基本医疗保险吹响了新医改嘹亮的第一声号角？

要回答这个问题，我们需要先了解医疗卫生体制改革的真正含义，然后了解我国医疗卫生体制面临的问题，即我国医疗卫生体制改革需要解决的问题，最后分析新的医疗卫生体制改革将要涉及的方面与可能的进程。

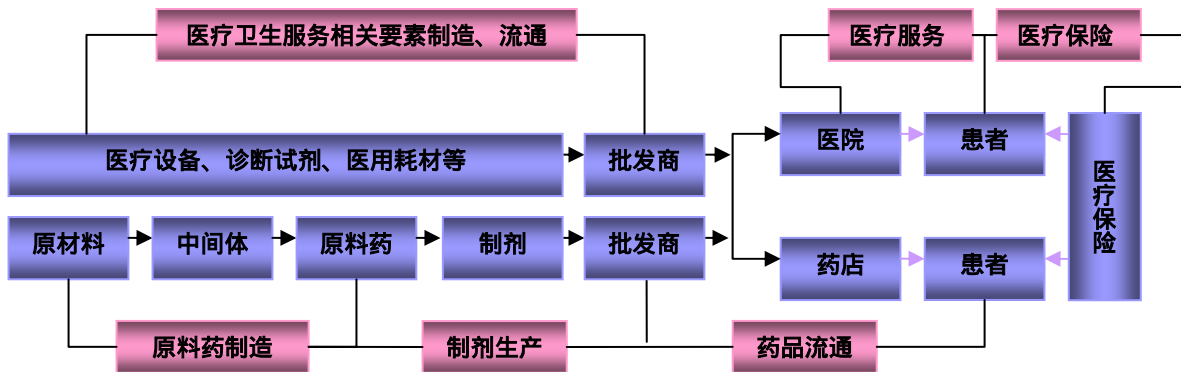
医疗卫生体制改革是不断修正与完善的过程

医疗卫生体制改革是一个非常复杂的问题，它涉及宏观、中观、微观各个层面，涉及医药卫生产业链的各个环节。历史经验证明，没有一个改革方法能够解决医疗卫生体制中存在的所有问题。医疗卫生体制改革不仅是对医疗卫生体制的不断修正与完善的过程，其本身也是不断自我修正与逐步完善的过程。

医药卫生行业是涉及多个市场的复杂行业

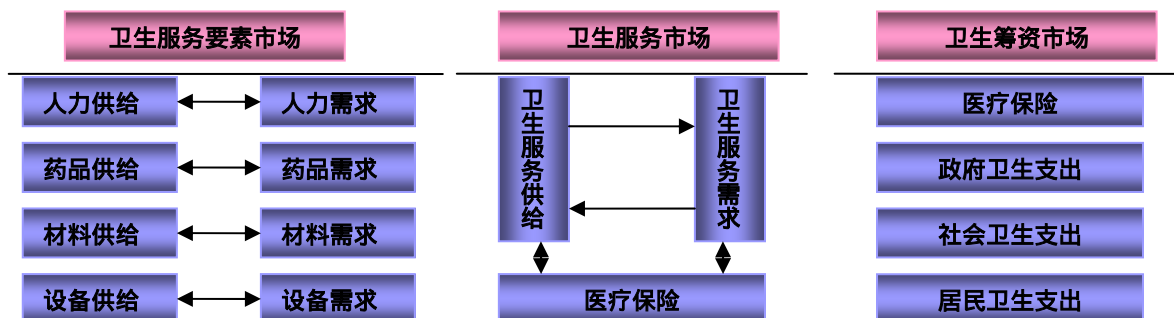
医改的复杂性首先源于医药卫生行业的复杂性，因为医药卫生行业是涉及多个市场的复杂行业。从行业角度看，既包括上游的药品及相关要素的制造与流通业，又包括下游的医疗卫生服务业和医疗保险业。从市场角度看，则分为卫生服务要素市场、卫生服务市场、卫生筹资市场。从企业角度看，涉及原料药企业、制剂企业、药品流通企业、医疗服务的提供者（医院）和医疗服务的购买者（医疗保险组织或公司）。

图 8：医药卫生产业链构成



资料来源：中信证券研究部

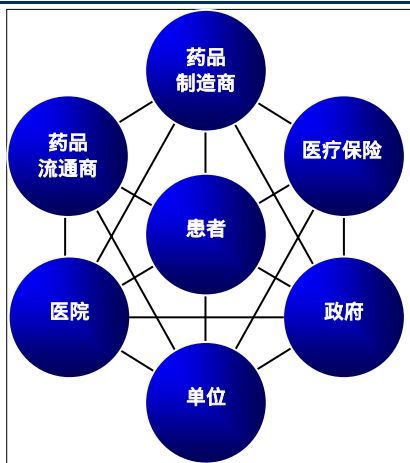
图 9：医药卫生行业涉及多个市场



资料来源：《卫生经济及政策分析》

除了行业组成的复杂性外，医药卫生产业链中的各个环节之间还存在着纵横交错的复杂关系：药品生产企业与药品流通企业之间、药品生产流通企业与医院之间的药品供应关系，药品生产流通企业与患者之间的药品提供与使用关系，医院与患者之间的医疗服务提供与接受关系，医院、患者和医疗保险之间的医疗费用支付关系，政府、单位、个人与医疗保险之间的医疗费用筹措关系，等等。

图 10：医药卫生行业存在多重复杂关系



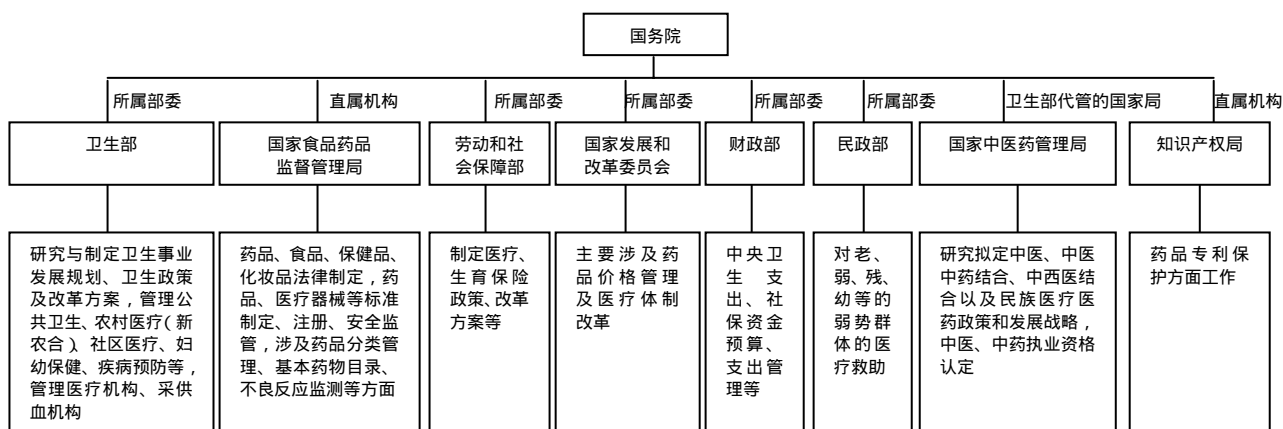
资料来源：中信证券研究部

医药卫生行业是多部门共同监管的行业

医药卫生行业的复杂性决定了它是多部门共同监管的行业。以我国为例，既包括以管理卫生事业和医疗机构为主的卫生部，又包括以管理药品、食品为主的国家食品药品监督管理局，还包括以规划、支付医疗保险为主的劳动和社会保障部、财政部、民政部，以制定、管理药品价格为主的国家发展和改革委员会等等。

多部门共同监管需要各方协同、相互制衡，但是在遇到问题、解决问题时也会遇到各方利益的博弈。这与增加了医改的复杂性与难度。

图 11：我国医药卫生行业监管框架



资料来源：政府网站，中信证券研究部（还包括科技部中国生物技术发展中心，主要负责实施生物医药产业 863、973、攻关计划等）

监管的各个部门都制定了严格的政策法规来规范医疗卫生行业的发展。

表 7：影响我国医药卫生行业的政策因素

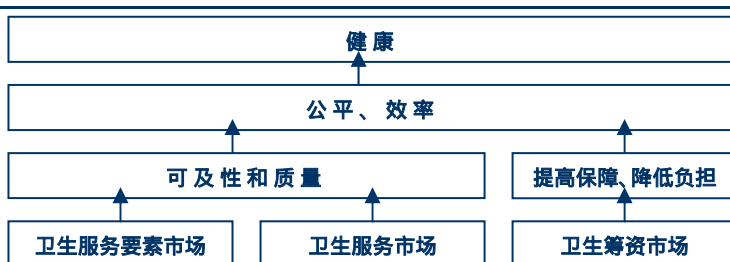
医药卫生产业链	相关政策	主要负责部委
药品生产、流通、广告、价格管理、药品专利保护	《中华人民共和国药品管理法》自 2001 年 12 月 1 日起施行。	SFDA
	《中华人民共和国药品管理法实施条例》，自 2002 年 9 月 15 日起施行。	SFDA
	《药品注册管理办法》自 2005 年 5 月 1 日起施行。新的《药品注册管理办法》将于 2007 年 10 月 1 日起施行。	SFDA
	《药品生产监督管理办法》自 2004 年 8 月 5 日起施行。	SFDA
	《药品流通监督管理办法》自 2007 年 5 月 1 日起施行。	SFDA
	《生物制品批签发管理办法》于 2004 年 7 月 13 日起施行。	SFDA
	《保健食品注册管理办法（试行）》自 2005 年 7 月 1 日起施行。	SFDA
	《药品广告审查办法》自 2007 年 5 月 1 日起施行。	SFDA
	药品最高零售价格的通知，从 1997 年至今共降价 24 次。	发改委
	《中华人民共和国专利法》，1985 年起实施，开始对药品领域方法发明给予专利保护。1993 年修订，给予化学药品专利保护，发明专利从 15 年延长到 20 年。	国家知识产权局
	《药品行政保护条例》，1993 年颁布。	SFDA
	《与贸易有关的知识产权协议》，2005 年 3 月，对申请市场许可而提交的含有新化学成分的药品的未披露数据提供有效保护，保护期限为药品管理部门批准上市后的 6 年。新药专利失效前不准仿制药品上市。	商务部
	《中药品种保护条例》，1993 年 1 月 1 日起实施。	SFDA
《药品注册管理办法》，2002 年 12 月 20 日颁布，增设知识产权保护条款。	SFDA	
医疗器械监管	《医疗器械监督管理条例》自 2000 年 4 月 1 日起施行。	SFDA
	《医疗器械生产监督管理办法》自 2004 年 7 月 20 日起施行。	SFDA
	《医疗器械注册管理办法》自 2004 年 8 月 9 日起施行。	SFDA
体外诊断试剂	《体外诊断试剂注册管理办法》（试行）自 2007 年 4 月 19 日起施行。	SFDA
医院体制	《关于城镇医药卫生体制改革指导意见》，2000 年 2 月 16 日	卫生部等
社会保险	《国家基本医疗保险药品目录》，2000 年、2004 年各一版。	劳动和社会保障部
	《关于建立城镇职工基本医疗保险制度的决定》	劳动和社会保障部
	《城镇职工基本医疗保险用药范围管理暂行办法》	劳动和社会保障部
社区和农村卫生服务建设	实施农村医疗救助的意见，2003-11-18	民政部、财政部
	建立新型农村合作医疗制度意见的通知，2003-08-25	财政部
	社区、农村卫生服务体系建设和发展规划，2006 年 8 月 29 日	卫生部、发改委、财政部

资料来源：政府网站，中信证券研究部现在规范的方面

世界各国医改的目的和思路基本相同

尽管医改是个复杂的问题，但是我们发现，世界各国医改的本质是相同的。首先，世界各国医改的根本目的基本相同，都是通过不断地改进和完善本国的医疗卫生体制，即在保障医疗卫生服务的可及性和质量的前提下，提高医疗服务供给的效率，同时通过扩大医疗保障范围、降低个人负担，让更多的人公平地享受到医疗保健服务，最终达到改善国民健康水平的目标。

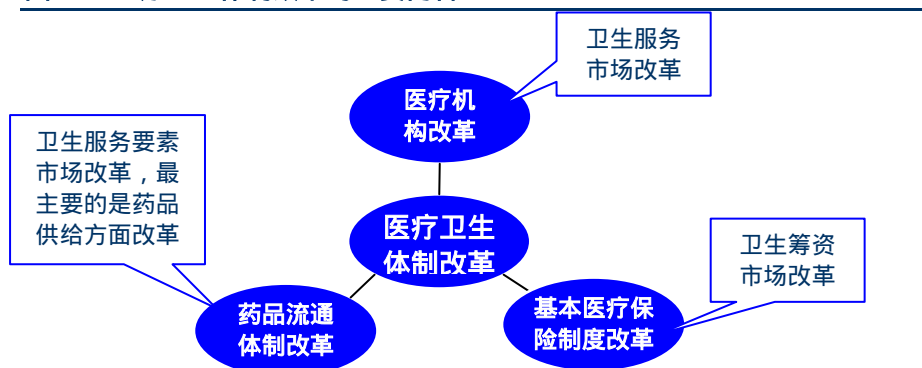
图 12：世界各国医疗卫生体制改革的共同目标



资料来源：中信证券研究部

其次，从医改的思路看，均涉及产业链三个环节与方面，即：卫生服务市场改革，即医疗机构改革；卫生服务要素市场改革，最主要的是药品供给方面的改革，即药品流通体制改革；卫生筹资市场改革，即基本医疗保障制度改革。

图 13：医疗卫生体制改革的主要内容



资料来源：中信证券研究部

我国医改走过漫长而艰辛的道路

尽管近年来由于“看病难、看病贵”问题以及医患矛盾日益突出，人们对医疗卫生体制改革的关注度才越来越多起来，但其实我国早从 1979 年起就已经开始了对医疗卫生体制改革的探索。虽然我国医改走过 20 多年漫长而艰辛的道路，但是到 2005 年，过去的医疗卫生体制改革仍被人们认定为是“基本不成功”的。过去的医改不仅没有因为提高医疗服务效率而提高医疗服务的可及性并解决“看病难”问题，还因为“看病贵”而导致医疗服务的公平性严重下降。

建国初期，由于政府重视在公共医疗卫生事业方面的投入和基层卫生组织的建设，所以当时医疗状况的主要特点是公平大于效率，大多数人享受到最基本的医疗保健服务，同时也改变了我国解放初期缺医少药的局面，提高了人民群众的健康水平。当时医疗方面存在的主要问题包括：医疗保障水平低、城乡等方面不平等、医院低效运转造成“看病难”问题突出等。

针对上述问题，我国从 1979 年开始对医疗卫生体制进行改革，主要强调运用经济手段管理卫生事业。具体措施包括：对医院产权制度的改革，鼓励私立医院的发展，医药分业等。二十多年来，医改也取得一定成果：在政府投入供方相对充足、投入需方相对不足的情况下，医疗卫生事业得到了高速的发展。但是，医改同样带来了许多问题：在提高医疗服务效率的同时，医疗服务的可及性和公平性严重下降，大多数人失去了医疗卫生保障，结果不仅“看病难”的问题没有解决，还带来了“看病贵”的问题，医患矛盾日益突出。

表 8：我国医改走过漫长而艰辛的道路

时间	医改进程
1949 年	<p>大力发展公共医疗卫生事业，建立广泛基层卫生组织。</p> <p>成果：保证大多数人享有最基本的医疗保健服务，改变新中国成立前缺医少药，传染病、地方病肆虐的状况，大大提高人民群众的健康水平。被 WHO 和世界银行誉为“以最少投入获得了最大健康收益”的“中国模式”。</p> <p>问题：低水平：很低水平的医疗保障。差别：城乡、工农和干部群众之间的巨大差别和不平等。短缺：“看病难、住院难、手术难”问题突出，各医院“病满为患”。低效率：医院经营管理混乱，人浮于事，“医院办社会”，负担沉重，医护人员的服务态度差。</p>
1979 年	<p>卫生部长钱信忠提出“运用经济手段管理卫生事业”，卫生部等三部委联合发出《关于加强医院经济管理试点工作的通知》。此后，卫生部开展对医院的“五定一奖”（即定任务、定床位、定编制、定业务技术指标、定经济补助、完成任务奖励）工作。开始尝试对医院实行“定额补助、经济核算、考核奖惩”。把黑龙江、吉林、山东、河北、浙江等地的五所医院立为“典型”。</p>
1980 年	<p>国务院批转卫生部《关于允许个体医生开业行医问题的请示报告》，打破国营公立医院在医疗卫生领域一统天下的局面。</p>
1985 年	<p>国务院批转卫生部 1984 年 8 月起草的《关于卫生工作改革若干政策问题的报告》，提出“必须进行改革，放宽政策，简政放权，多方集资，开闢发展卫生事业的路子，把卫生工作搞好。”中国的全面医改正式启动。基本做法是“只给政策不给钱”。</p> <p>成果：医院效率、卫生总量、医疗机构数量、先进医疗设备保有量等指标大幅增长。医院装备质量明显改善。到 80 年代末，城乡居民看病难、住院难、手术难问题已基本解决。</p> <p>问题：由于实行“放权让利”的财政包干制，导致政府对公共卫生的投入严重不足。基层、农村医疗卫生防疫网加速破败，农村合作医疗迅速崩溃，严重影响广大农民的健康保障。医疗卫生部门行业作风开始变坏。由于过分强调自主经营、自负盈亏，医疗卫生机构内部则实行“多劳多得的按劳分配原则”，随着政府补贴越来越少，卫生事业的公益性渐渐淡化。遵循“效率”原则，医疗机构开始以利润最大化为目标。结果，名医生走穴、药方里开出电饭煲等一系列医疗乱象开始出现。</p>
1998 年	<p>国务院颁布《关于建立城镇职工基本医疗保险制度的决定》，开始建立城镇职工基本医疗保险制度。</p>
1989 年	<p>国务院批转卫生部《关于扩大医疗卫生服务有关问题的意见》，医改在争议中继续前行。</p>
1992 年 9 月	<p>国务院发布《关于深化卫生改革的几点意见》。医院“建设靠国家，吃饭靠自己”，“以工助医、以副补主”，点名手术、特殊护理、特殊病房等等出现。卫生部对医院实行分级管理，把医院分成不同等级，享受不同待遇。</p> <p>成果：医疗卫生事业在政府投入不足情况下仍高速发展。为付得起费的患者提供更多、更好治疗。</p> <p>问题：医德医风被金钱腐蚀，医生开大处方，多用高新仪器检查，医院乱收费，医院和药商间的药品回扣，医务人员和患者间的“红包”，虚假广告，胡乱诊断，医疗责任事故频发，医患关系紧张等等不良现象出现。医疗费用飞涨，群众看病负担日益沉重。按城乡、所有制、就业状态组织实施的中国医疗卫生体系和医疗保障的覆盖面过小，难以体现公正原则。</p>
2000 年 2 月	<p>国务院发布《关于城镇医疗卫生体制改革的指导意见》。确定实行医药分业等几项原则，“鼓励各类医疗机构合作、合并，共建医疗服务集团。营利性医疗机构医疗服务价格放开，依法自主经营，照章纳税”等。</p>
2003 年	<p>国务院颁布《关于建立新型农村合作医疗制度的通知》，启动新型农村合作医疗制度。</p>
2005 年	<p>卫生部领导人讲话明确“市场化非医改方向”。2005 年 7 月 28 日《中国青年报》刊登国务院发展研究中心《中国医疗卫生体制改革》研究报告，基本结论“我国医改基本不成功”。</p>

资料来源：中信证券研究部

我国医疗卫生体制仍存在诸多问题

由于医药卫生行业本身就是一个复杂的行业，相应地，医疗卫生体制改革也是一个复杂的问题。我国 20 多年的医改在提高医疗效率的同时，也不可避免地带来了诸多问题。这些问题不仅涉及卫生服务要素市场的药品研发、审批、生产、销售、质量、安全等各个环节，也导致卫生服务市场的“看病难”、“看病贵”、医患关系紧张等情况日益严重，而且还包括卫生筹资市场的医疗保险覆盖范围小、医疗保障程度低、个人负担重、“有病不医”、“因病致穷”等方面。

图 14：我国医疗卫生体制存在的诸多问题



资料来源：中信证券研究部

透过诸多问题的表象，我们似乎可以抓住问题的本质，那就是：在上游医药市场中，药品生产与流通企业过多过小、过度竞争，造成行业集中度低、盈利能力下降。在下游医疗市场中，虽然我国医药卫生资源的供给相对充足，但是医院使用不合理、医疗服务局部供给短缺导致“看病难”，而医疗服务价格上涨、医疗保障水平低则造成“看病贵”。

下游医疗市场：寻找“供给充足”与“看病难与贵”的症结

我们之所以首当其冲地先分析下游医疗市场，是因为人们能够亲身感受到的目前我国医疗卫生体制中存在的问题都集中在这个市场。只有了解了这些问题的症结所在，找到解决这些症结的“良方”，才能推导出我们更为关心的上游医药市场中药品制造与流通业的产业组织结构、竞争格局的变化以及相关的受益公司。

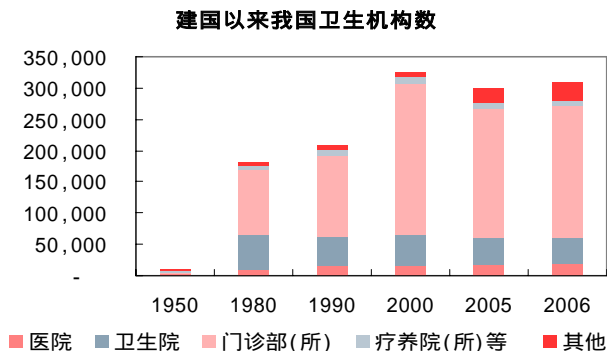
在下游医疗市场中，虽然我国医药卫生资源无论在卫生机构数量上、还是在人力、物力、财力以及药品的供给上都是相对充足的，但是由于医院使用不合理、医疗服务局部供给短缺导致“看病难”，由于医疗服务价格上涨、医疗保障水平低造成“看病贵”。

医药卫生资源供给相对充足

建国以来，我国在医药卫生方面的投入促进了卫生事业的发展。医药卫生资源供给不断增长，并与我国经济实力相当。也就是说，我国医药卫生资源的供给是相对充足的。

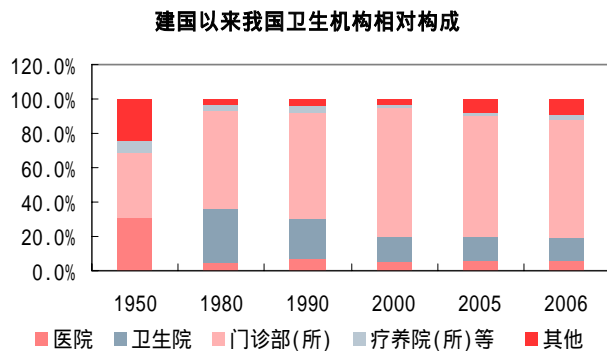
首先，卫生机构绝对数量明显增长。不要说与建国初期相比，即使是与八十年代初即我国医改初期相比，卫生机构的绝对数量也取得了明显的增长，从1980年的18万家增加到2006年的31万家，增长70%。医院从1980年的不到1万家，增加到2006年的近2万家，增长近1倍。门诊部从1980年的10万家增加到2006年的21万家，增长1.1倍。而同期人口的增长仅有1.11%。

图 15：建国以来我国卫生机构绝对数量增长



资料来源：卫生部

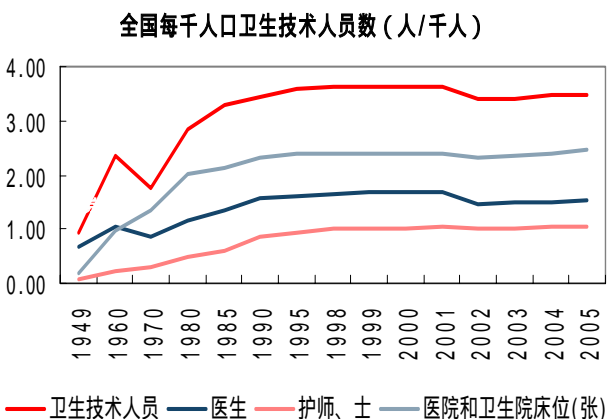
图 16：建国以来我国卫生机构相对构成比例



资料来源：卫生部

其次，卫生资源的人力、物力供给呈上升态势。全国每千人卫生技术人员数、医师数、护士与护师数均由解放初的不到 1 人分别上升到 3.5 人、1.5 人和 1 人。全国每千人拥有的医院数和卫生院床位数也由解放初的不到 1 张增加到 2.5 张。与世界其他主要国家相比，我国每千人口卫生技术人员数、医院和卫生院床位数虽然明显低于发达国家水平，但是与经济实力相当的发展中国家如巴西、印度等相比旗鼓相当。

图 17：全国每千人口卫生技术人员数



资料来源：卫生部

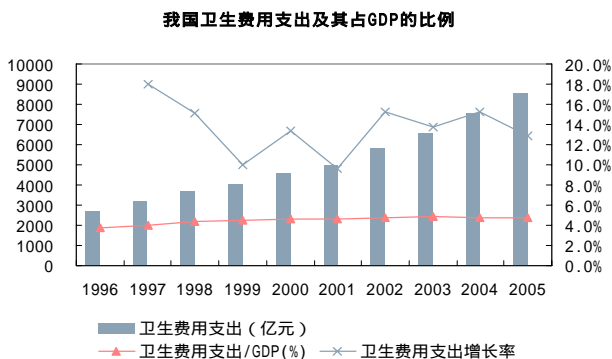
表 9：世界主要国家每千人口卫生技术人员数

国家	年份	医师	护士	口腔医师	医院和卫生院床位(张)
古巴	2000	5.91	7.44	0.87	4.9
俄罗斯	2003	4.25	8.05	0.32	9.7
瑞士	2001	3.61	10.75	0.50	5.7
德国	2002	3.37	9.72	0.78	8.4
法国	2004	3.37	7.24	0.68	7.5
瑞典	2003	3.28	10.24	0.82	5.2
美国	2005	2.56	9.37	1.63	3.3
英国	2003	2.30	12.12	1.01	3.9
加拿大	2002	2.14	9.95	0.59	3.6
日本	2003	1.98	7.79	0.71	12.9
韩国	2003	1.57	1.75	0.34	6.6
巴西	2002	1.15	3.84	1.11	2.6
中国	2002	1.06	1.05	0.11	2.2
印度	2000	0.60	0.80	0.06	0.7
泰国	1997	0.37	2.82	0.17	2.2
印尼	2000	0.13	0.62	0.03	0.6

资料来源：卫生部

再次，卫生资源的财力供给也呈增长态势。我国医疗卫生费用年增长率大多高于 10%。到 2005 年，卫生费用总支出达到 8500 多亿元人民币，人均卫生费用支出为 80 美元。卫生总费用对 GDP 的弹性系数均大于 1，说明我国卫生费用支出的增速快于 GDP 的增长。

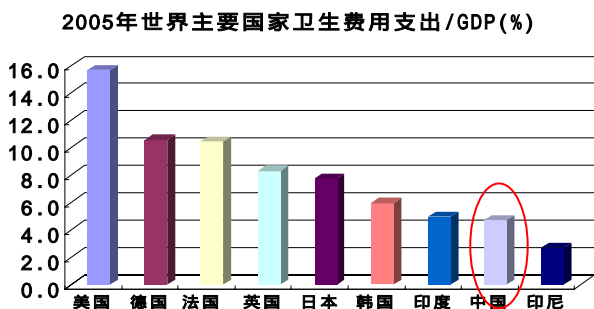
图 18：我国卫生费用支出及其占 GDP 的比例



资料来源：卫生部

众所周知，一个国家卫生费用的总支出与其经济发展程度密切相关的。从人均卫生费用支出和人均 GDP 的关系曲线可以看出，经济越发达的国家其人均卫生费用支出水平越高，反之亦然。目前我国卫生费用支出占 GDP 的比例已从 10 年前的 3.8% 升至 2005 年的 4.7%，虽然远低于美国 15.7% 的水平，也低于其它发达国家 10% 左右的水平，但与经济发展处于同一水平的其他发展中国家相比，我国卫生费用总支出和人均卫生费用支出的水平还是与我国 GDP 水平相适应的。

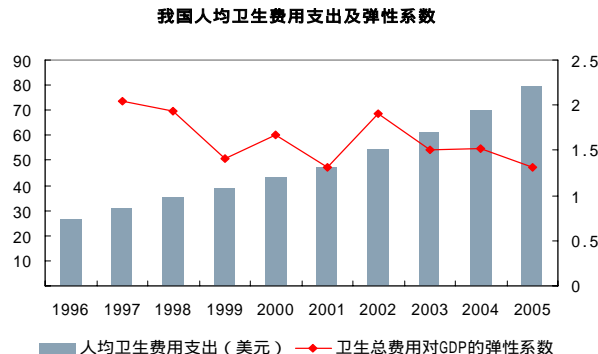
图 20：2005 年世界主要国家卫生费用支出/GDP



资料来源：WHO，中信证券研究部

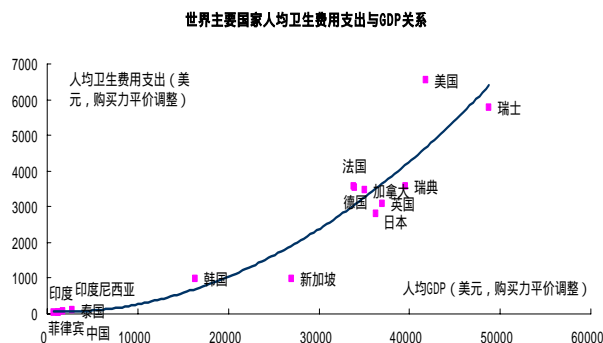
最后，除了医疗服务的供给不断增长并相对充裕外，我国制药业的发展也充分保障了药品的供给。我国医药工业总产值到 2006 年已经达到 5300 多亿元，历史 16 年的 CAGR 为 18%。从我国医药工业的产能利用率可以看出，我国药品供应处于供大于求的状态，药品的供给是相当充足的。

图 19：我国人均卫生费用支出及弹性系数



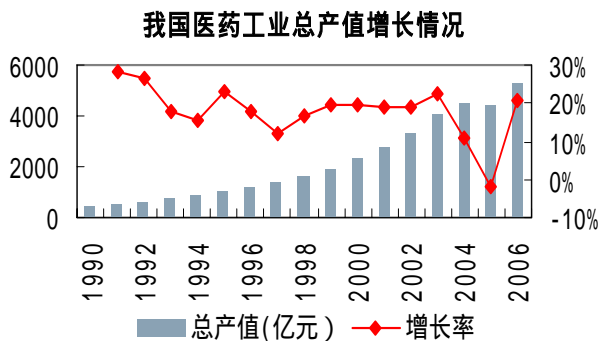
资料来源：卫生部

图 21：世界主要国家人均卫生费用支出与 GDP 关系



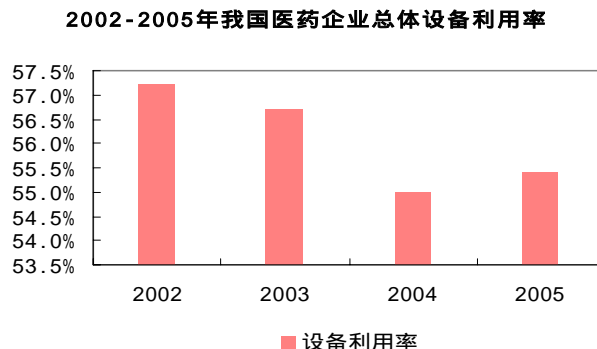
资料来源：WHO，中信证券研究部

图 22：我国医药工业总产值增长情况



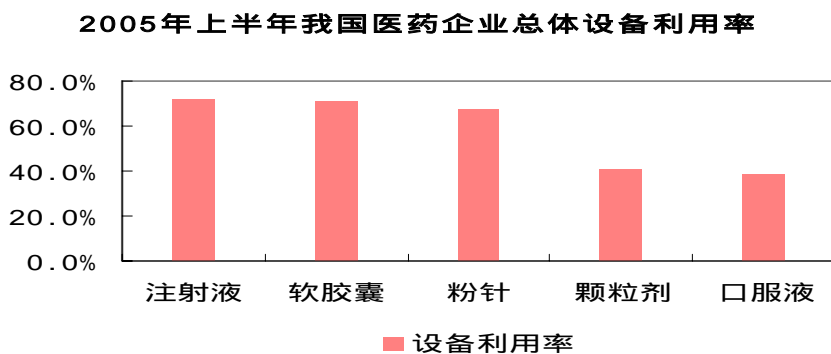
资料来源：中信证券研究部

图 23：2002-2005 年我国医药企业总体设备利用率



资料来源：《中国医药统计年鉴》

图 24：2005 年上半年我国医药企业总体设备利用率



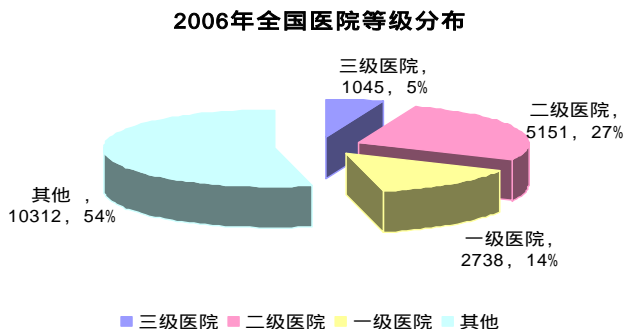
资料来源：中国医药企业管理协会

医院使用不合理、医疗服务局部供给短缺造成“看病难”

从上面的分析，我们看出，我国医药卫生资源无论在卫生机构数量上、还是在人力、物力、财力以及药品的供给上都是相对充足的，那为何现实生活中，人们“看病难、看病贵”的问题却日益突出呢？我们认为，这与我国医院使用不合理造成医疗服务局部供给短缺有关。

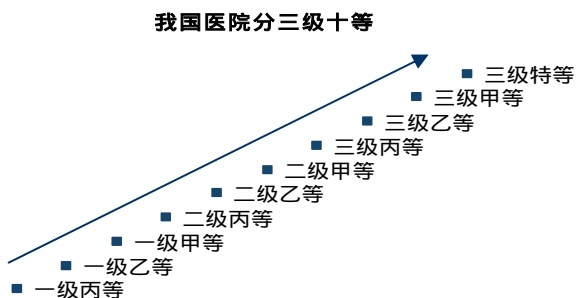
我国医院按等级分为三级十等，在数量上三级医院约占 5%，二级医院约为 27%，一级医院约为 14%，其他未评定等级医院约占 54%。

图 25：2006 年我国医院等级分布



资料来源：卫生部

图 26：我国医院等级划分



资料来源：中信证券研究部

表 10：我国三级医院的区别

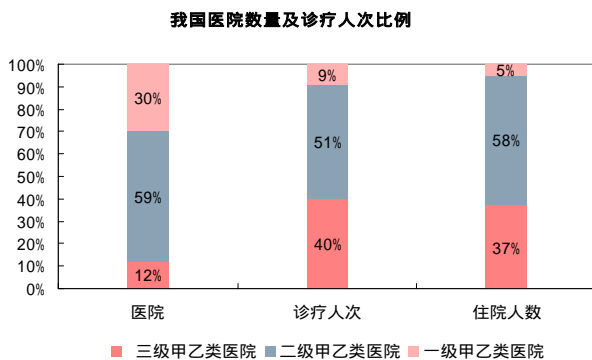
级别	功能	类型
一级医院	直接为社区提供医疗、预防、康复、保健综合服务的基层医院，是初级卫生保健机构。	主要指农村乡、镇卫生院和城市街道医院
二级医院	跨几个社区提供医疗卫生服务的地区性医院，是地区性医疗预防的技术中心。	主要指一般市、县医院及省辖市的区级医院，以及相当规模的工矿、企事业单位的职工医院
三级医院	跨地区、省、市以及向全国范围提供医疗卫生服务的医院，是具有全面医疗、教学、科研能力的医疗预防技术中心。	主要指全国、省、市直属的市级大医院及医学院校的附属医院

资料来源：中信证券研究部

虽然三级医院的数量占比小，10%左右，但是却提供了接近半壁江山的医疗服务。如在我国甲乙类医院中，三级甲乙类医院的数量虽然仅占 12%，但是在诊疗人次和住院人数上却在 40%左右，而且在病床使用率、医生人均每天负担诊疗人次及住院床日上，三级甲乙类医院均高于甲乙类医院的平均水平。

我国只按功能、规模、技术水平等标准划分医院的等级，而在医疗服务价格和报销比例上没有任何差别，因此，在时间成本相对较低、医疗服务价格和报销比例相同的情况下，人们都自愿和主动去大型综合医院就诊，尤其对三级医院趋之若鹜，造成我国各级医院使用的不合理，大医院门庭若市，小医院门可罗雀，大型综合医院的诊疗负担过重，高端医疗服务供给局部短缺，即使在我国医药卫生资源的供给相对充足的情况下，仍然形成人们怨声载道的“看病难”问题。

图 27：2006 年我国甲乙类医院数量及诊疗人次比例



资料来源：卫生部

表 11：2006 年我国医院工作量统计

	病床使用率 (%)	医生人均每天负担诊疗人次	医生人均每天负担住院床日
医院总计	72.4	5.3	1.6
其中：三级医院	91.2	6.5	2.2
甲等	93.0	6.9	2.3
乙等	87.2	5.4	2.1
二级医院	70.3	4.9	1.5
甲等	74.2	5.0	1.5
乙等	59.7	4.5	1.3
一级医院	50.9	6.0	0.9
甲等	52.7	6.2	1.0
乙等	42.5	5.6	0.8

资料来源：卫生部

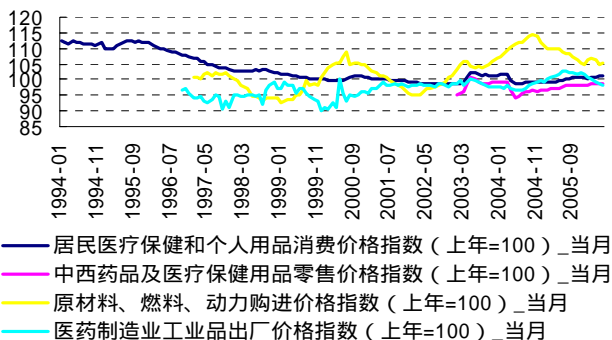
医疗服务价格上涨、医疗保障水平低造成“看病贵”

“看病贵”一方面是由于药品医疗服务价格上涨所致，另一方面则是由于我国医疗保障水平低，医疗费用中个人支付比例过高，政府支付比例过低，从而使得医疗服务价格显得更加昂贵。

医疗服务价格和中药价格上涨导致医疗消费综合价格不断上涨。从我国居民医疗保健相关价格指数走势看，西药及医疗器械的价格呈下降趋势，这不仅与国家自 1997 年以来的 24 次药品降价有关（主要降价品种为西药），还与药品集中采购招标和医疗器械行业自由竞争所导致的产品价格下降有关。而中药（包括中成药和中药饮片）及医疗服务的价格一直在上涨，并最终造成我国居民医疗保健消费综合价格的上涨。从医院收入的结构也可以看出，医疗服务收入在整个医院收入中的占比在不断增大，而药品收入占比则在下降。

这里面特别强调的是，由于我国以药养医局面的存在，造成医生从自身利益出发，倾向于开大处方和高价药，若不是国家这些年持续实行药品强制降价，那么西药消费价格指数的走势极有可能呈上升趋势。

图 28：我国居民医疗保健相关价格指数走势

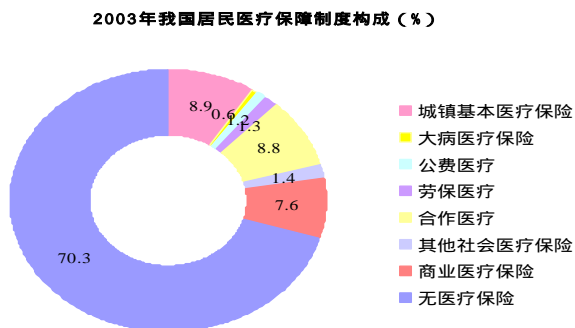


资料来源：卫生部

人们普遍感到“看病贵”的另一个重要原因就是医疗保障的不足。从 1998 年和 2003 年我国居民医疗保障制度构成可以看出，虽然没有医疗保障的绝对人口及比例在下降，但是目前我国仍有 70% 以上的居民，即 8.77 亿人没有医疗保障。其中，有接近 2 亿的城市居民和约 6.6 亿的农村居民没有医疗保障。

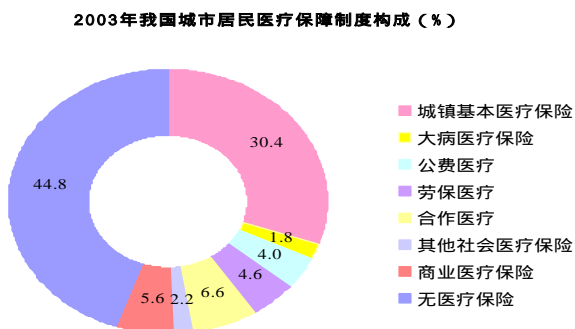
而据国际社会保障协会统计和世界卫生组织分析的，截至 1999 年，在全球 191 个成员国中，有 80 个国家基本上实现了覆盖全民的医疗保障。

图 30：2003 年我国居民医疗保障制度构成



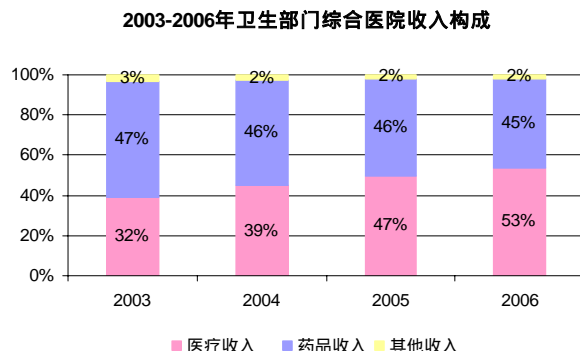
资料来源：卫生部

图 32：2003 年我国城市居民医疗保障制度构成



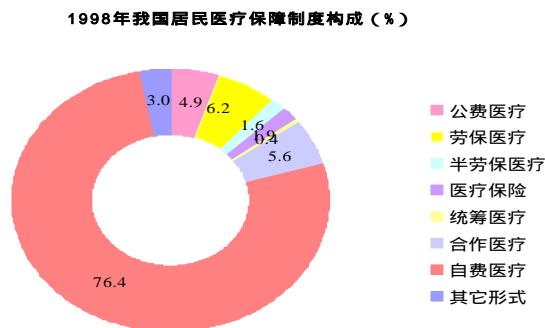
资料来源：中信证券研究部

图 29：2003-2006 年卫生部门综合医院收入构成



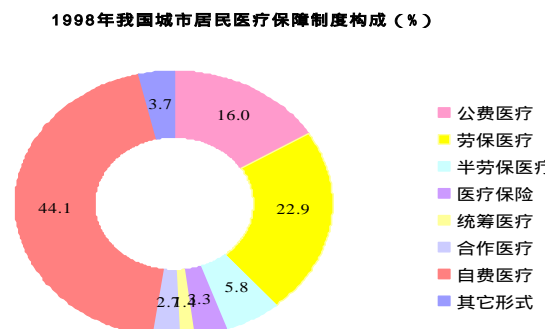
资料来源：中信证券研究部

图 31：1998 年我国居民医疗保障制度构成



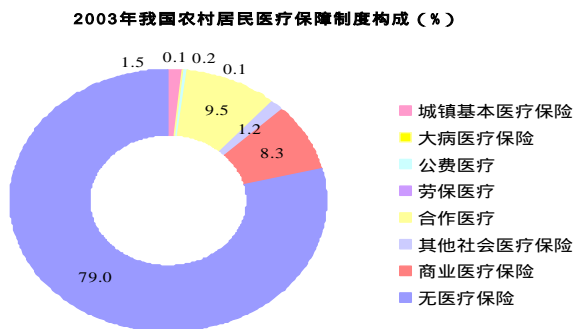
资料来源：中信证券研究部

图 33：1998 年我国城市居民医疗保障制度构成



资料来源：中信证券研究部

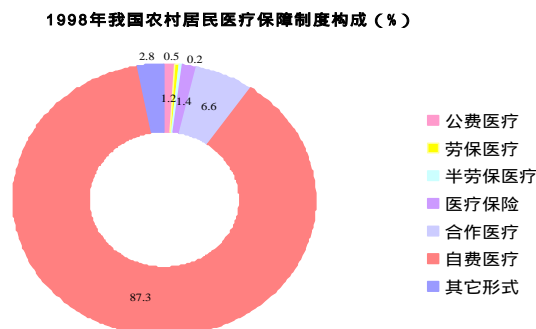
图 34：2003 年我国农村居民医疗保障制度构成



资料来源：卫生部

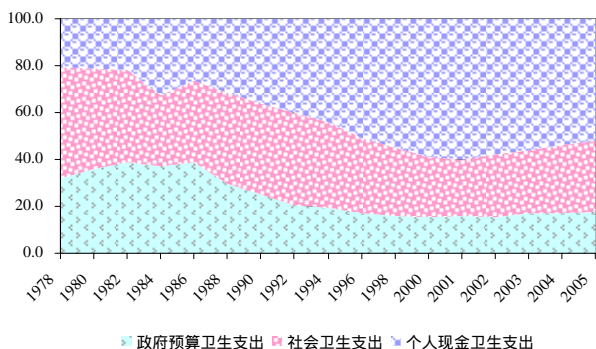
我国不仅医疗保险的覆盖范围低，而且卫生费用支出中个人支出比例过高，也使医疗价格变得相对“昂贵”，人们深感“看病贵”的切肤之痛。我国卫生费用支出中，个人支出比例由 1978 年的 20% 上升到 2005 年的 52%，而同期政府卫生费用支出比例则由 32% 下降到 18%。通过与其它国家卫生费用支出构成的比较可以看出，我国卫生费用支出中个人所占的比例相对较高，亦远高于世界 19% 的平均比例。

图 35：1998 年我国农村居民医疗保障制度构成



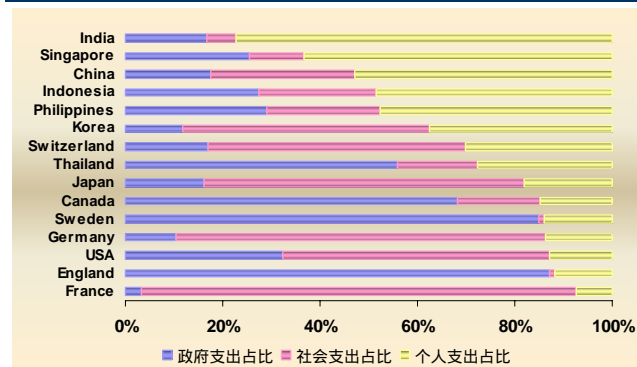
资料来源：中信证券研究部

图 36：我国卫生费用支出构成



资料来源：卫生部

图 37：2005 年世界各国卫生费用支出构成



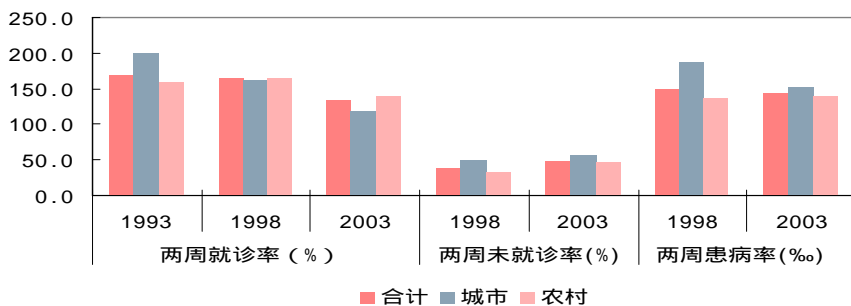
资料来源：WHO, 中信证券研究部

人们的医疗保健需求被严重压抑

由于“看病难、看病贵”，人们的医疗保健需求被严重压抑。虽然我国居民的两周患病率基本持平，但是未就诊率却呈明显上升趋势，就诊率则呈明显下降趋势。“有病看不了，也看不起”让广大群众怨声四起。

图 38：我国居民两周患病率、就诊率与未就诊率变化

我国居民两周患病率、就诊率与未就诊率变化



资料来源：卫生部

上游医药市场：药品制造与流通业快速成长与过度竞争并存

分析完下游医疗市场中我国医疗卫生体制存在的问题后，我们再向上追溯到上游医药市场，发现在这个市场中，药品制造与流通业“同病相怜”，都存在着行业的快速成长与过度竞争并存的问题。

我国医药制造业的快速成长与存在问题

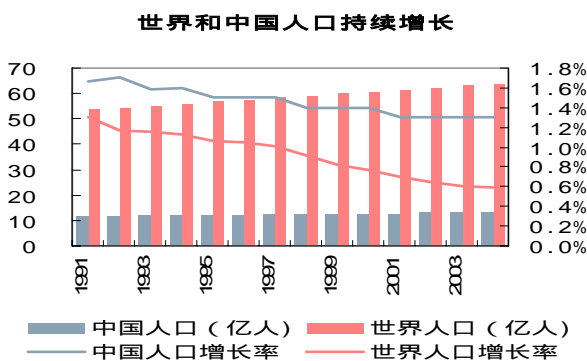
对药品的刚性需求拉动市场持续增长

尽管由于“看病难”和“看病贵”，人们的医疗保健需求被严重压抑。但是药品消费本身所具有的刚性特点，仍拉动我国医药制造业呈现快速增长的态势。

决定药品消费刚性的因素主要有二个：一是人口因素，包括人口数量的绝对增长、人口城镇化、人口老龄化，与使用卫生资源的愿望和需要有关；二是经济因素，与消费者的支付能力有关。

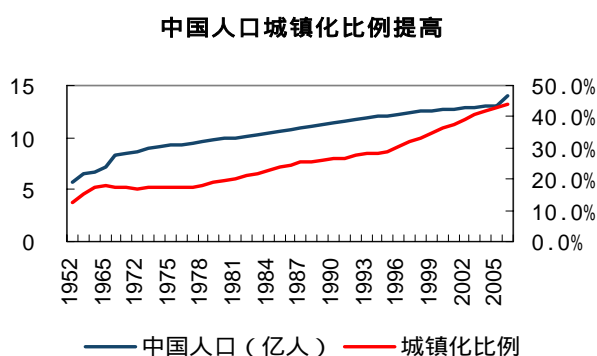
从医疗保健价格指数的走势看，这两年价格指数呈下降趋势，说明虽然人们的就诊率下降，医疗保健需求被压抑，但是由于药品消费的刚性，人们对医疗保健的需求在绝对数量上仍是增长的。

图 39：世界和中国人口持续增长



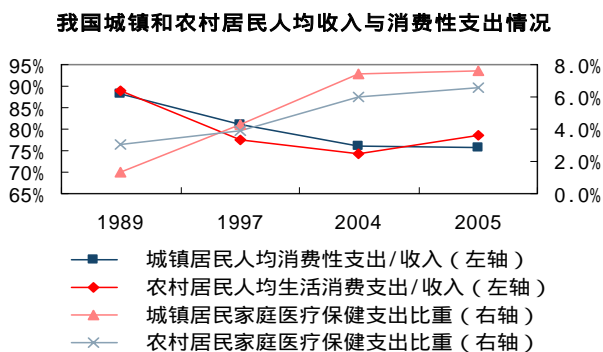
资料来源：统计局等

图 40：中国人口城镇化比例提高



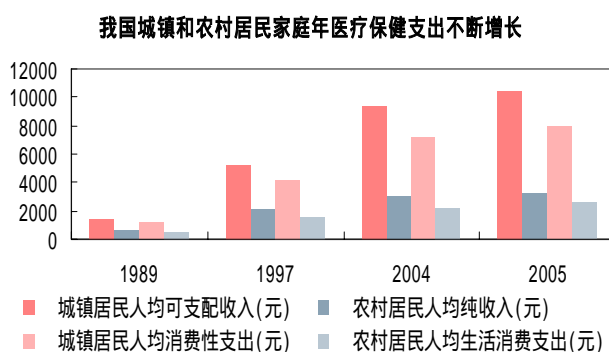
资料来源：统计局

图 41：我国城镇和农村居民人均收入与消费性支出情况



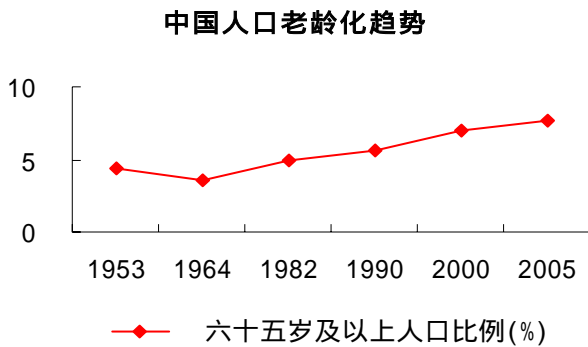
资料来源：统计局

图 42：我国城镇和农村居民家庭医疗保健支出不断增长



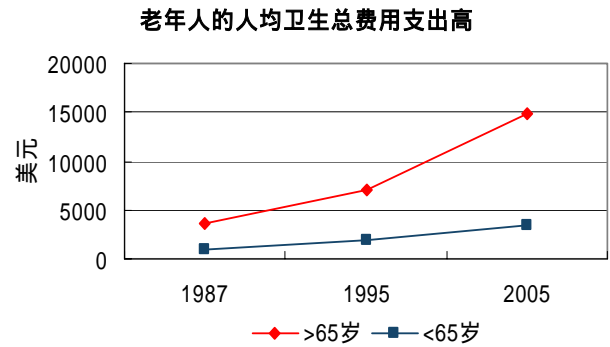
资料来源：统计局

图 43：中国人口老龄化趋势



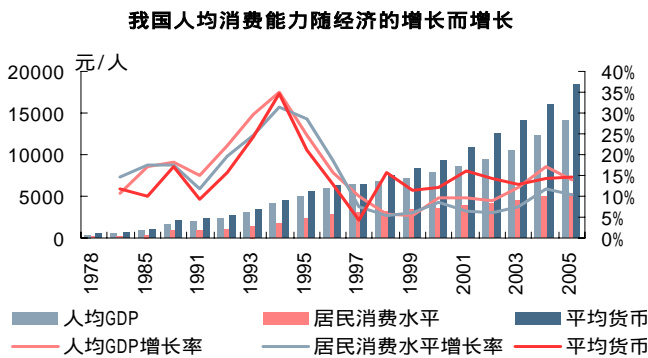
资料来源：中信证券研究部

图 44：老年人的人均卫生总费用支出高



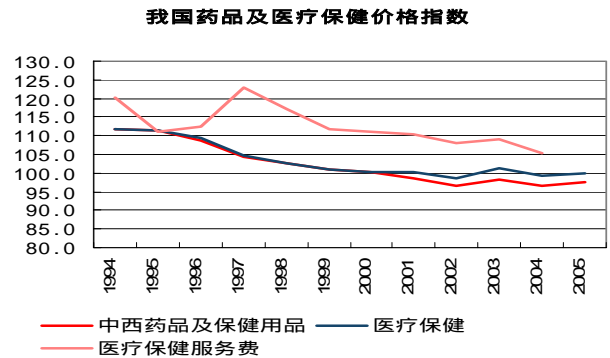
资料来源：中信证券研究部

图 45：我国人均消费能力随经济的增长而增长



资料来源：统计局

图 46：我国药品及医疗保健价格指数

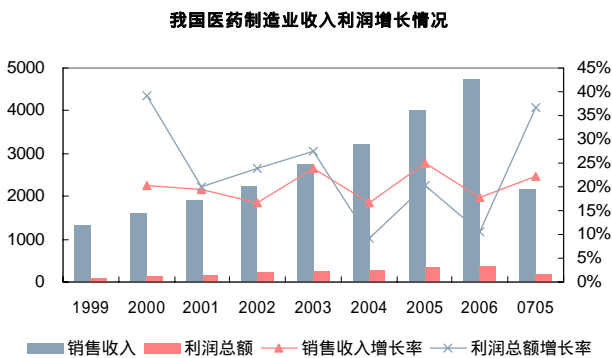


资料来源：卫生部

药品消费的刚性拉动我国医药制造业一直保持较快的增长，1999-2006 年销售收入和利润总额的 CAGR 分别为 20%和 21%。从收入与利润的结构看，化学原料药、化学制剂、中成药是我国医药制造业的主体，三者合计的收入和利润分别占到医药制造业收入和利润各八成以上。

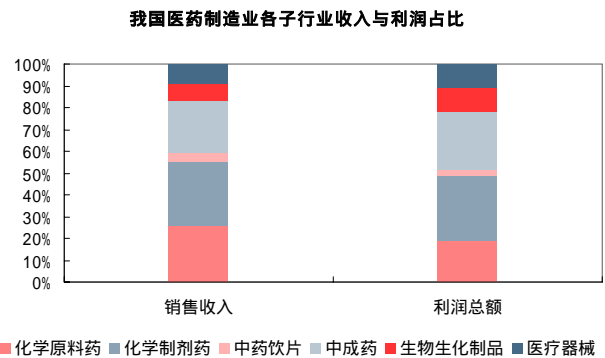
随着我国药品市场的不断增长，其在全球药品市场中的排名也在不断上升。这与我国随着经济的增长，GDP 的排名不断上升非常相似。其实，一国药品市场的增长在某种程度上也反映了该国经济的增长，是该国经济增长的必然结果。

图 47：我国医药制造业收入利润增长情况



资料来源：中经网

图 48：我国医药制造业各子行业收入与利润占比



资料来源：中经网

表 12：我国药品市场的增长促其世界排位提升

	2001 年	2005 年	2006 年	2010 年	2020 年
1	美国	美国	美国	美国	美国
2	日本	日本	日本	日本	中国
3	德国	德国	法国	德国	日本
4	法国	法国	德国	法国	德国
5	意大利	意大利	英国	意大利	法国
6	英国	英国	意大利	英国	意大利
7	西班牙	西班牙	西班牙	中国	英国
8	加拿大	加拿大	加拿大	西班牙	西班牙
9	墨西哥	中国	中国	加拿大	加拿大
10	中国	墨西哥	韩国	墨西哥	韩国

资料来源：IMS

表 13：我国 GDP 的增长促其世界排位提升

	2001 年	2005 年	2006 年	2010 年	2020 年
1	美国	美国	美国	美国	美国
2	日本	日本	日本	日本	中国
3	德国	德国	德国	中国	日本
4	英国	中国	中国		
5	法国				
6	中国				

资料来源：IMF

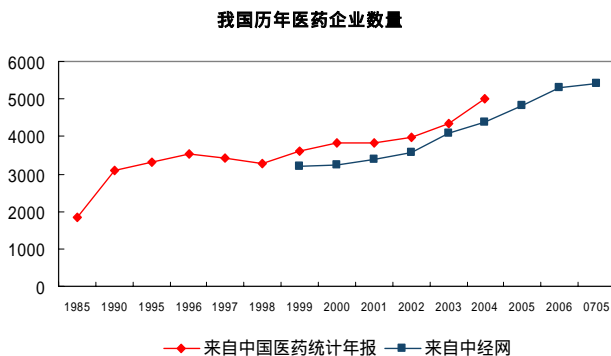
我国医药企业过多过小，行业集中度低

我国医药制造业飞速发展的同时，也面临着医药企业过多过小，过度竞争的问题。

我国的制药企业在 20 世纪 80 年代初期只有 800 余家。20 世纪 90 年代，某些地方政府部门为了发展地方经济，盲目创办投资小、利润高的制药企业，使得制药企业的数量迅速增长至 4000-5000 多家。相比之下，作为世界最大药品市场的美国拥有的制药企业还不到 2000 家，而将医药产业作为国民经济支柱的德国制药企业也仅有 1100 家，英国则更少，只有 330 家。

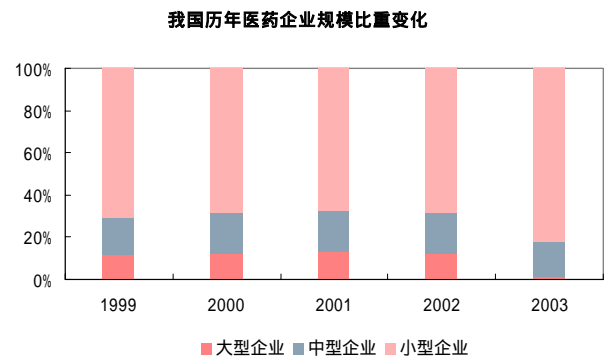
我国除了制药企业数量过多外，企业的规模也相对较小。按照 2003 年以前我国大、中、小型企业的划分标准（生产用固定资产原值 1 亿元以上的为大型企业），我国大型医药企业的占比一直在 15% 以下，按照 2003 年颁布的新标准（从业人员 2000 人以上、销售额 3 亿元以上、资产总额 4 亿元以上的为大型企业），我国大型医药企业的占比只有 1.03%。我国制药企业的销售规模与世界级制药企业的销售规模相去甚远。

图 49：我国历年医药企业数量



资料来源：中国医药统计年报，中经网

图 50：我国历年医药企业规模比重变化



资料来源：中国医药统计年报

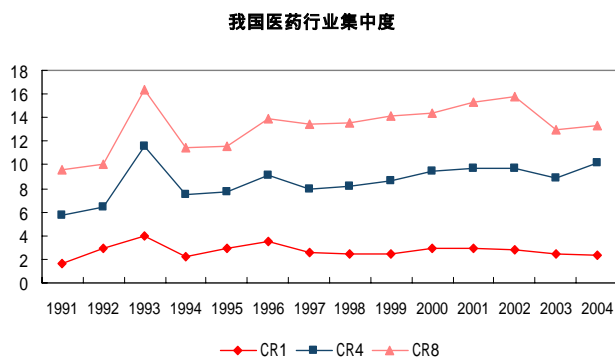
表 14：2005 年我国与世界医药公司销售收入与市场份额比较

世界医药公司	销售收入（亿美元）	市场份额	中国医药公司	销售收入（亿元）	市场份额
辉瑞	476	8.4%	扬子江药业集团	101	2.5%
葛兰素史克	347	6.1%	哈尔滨药集团	90	2.2%
赛诺菲-安迈特	300	5.3%	石家庄药集团	61	1.5%
诺华	285	5.0%	华北制药集团	45	1.1%
强生	253	4.5%	天津金耀药业集团	43	1.1%
阿斯利康	241	4.3%	东北药集团	39	1.0%
默克	235	4.2%	新华药业集团	38	0.9%
罗氏	198	3.5%	天津中新药业集团	33	0.8%
雅培	157	2.8%	修正药业集团	31	0.8%
惠氏	147	2.6%	西安杨森药业集团	30	0.7%
十大公司合计	2639	46.6%	十大公司合计	511	12.7%
全球市场	5659	100	我国市场	4020	100%

资料来源：IMS,SFDA 南方医药经济研究所

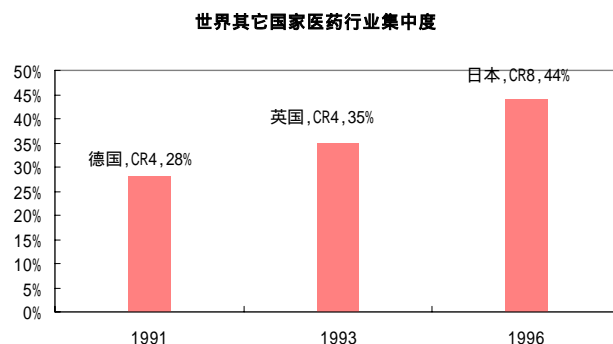
企业过多过小，势必造成我国医药行业的集中度相对较低。2005 年，我国前十大制药集团销售收入的市场份额合计不到 13%，远低于世界前十大制药公司销售收入合计的市场份额。从 1991 年~2001 年的历史看，排名首位的企业市场份额一直不足 5%，前 4 位企业的市场集中度（CR4）不足 10%（除 1993 年外），前 8 位企业的市场集中度（CR8）不足 15%（除 1993 年、2001 年外），我国医药行业的集中度与世界其他国家医药行业的集中度相比也非常低。

图 51：我国医药行业集中度



资料来源：我国医药产业市场集中度浅析

图 52：世界其它国家医药行业集中度



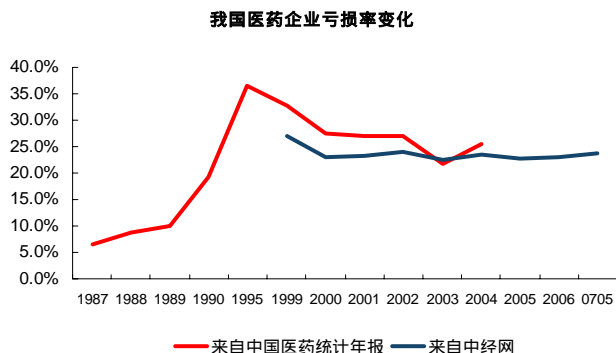
资料来源：我国医药产业市场集中度浅析

我国医药行业过度竞争造成整体盈利水平低

我国制药企业过多过小、过度竞争的结果就造成我国医药行业的亏损面扩大。20 世纪 90 年代以前，由于制药企业数量并不算多，行业的亏损率一直在 10% 以下。进入 90 年代，随着制药企业的数量猛增，到 1993 年，行业的亏损率猛升到 24.04%，1997 年更是扩大到历史最高水平 39.84%，亏损企业达到历史最高数量 2000 余家。1998 年以后，随着制药企业之间的并购，亏损企业被效益好的企业兼并重组，才使整个行业的亏损率逐渐下降。近几年，行业的亏损率一直在 22-25% 之间，即全行业约有四分之一的企业是亏损的。

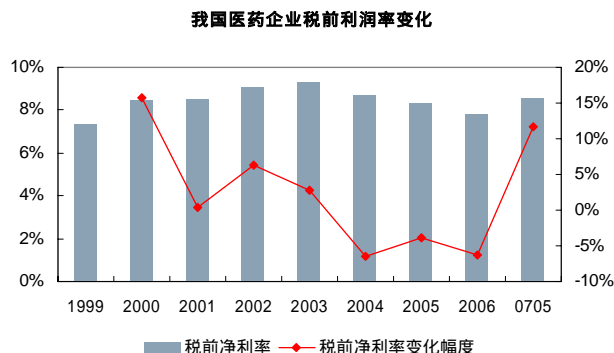
我国医药行业的过度竞争还导致制药企业的利润率持续下降。税前利润率从 2003 年的 9.3% 下降至 2006 年的 8% 以下，到今年前 5 个月才又恢复至 8% 以上。

图 53：我国医药企业亏损率变化



资料来源：中国医药统计年报，中经网

图 54：我国医药企业税前利润率变化

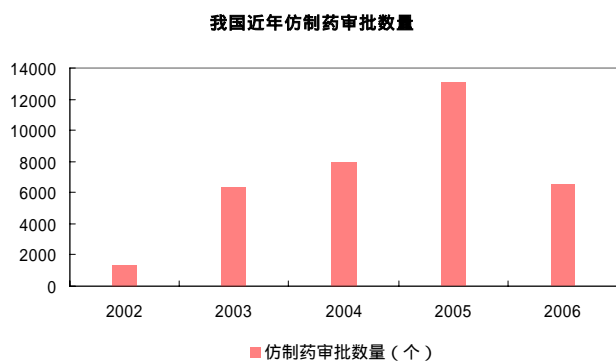


资料来源：中经网

我国药品审批门槛低，造成药品过多、过滥

制药企业的过度竞争的本质是我国药品审批门槛过低，药品过多、过滥，药品重复生产、过度竞争。由于药品审批门槛过低，企业把药品换换剂型、改改包装就被批准为新药。我国每年批准上市的新药成千上万个，但实际上真正有技术含量的新药寥寥无几。2006 年我国新注册的 6500 多种新药中，真正属于我国自主创新的只有 19 种，16 种中药，3 种生物制药，而注册的西药中无一种是自主创新的。

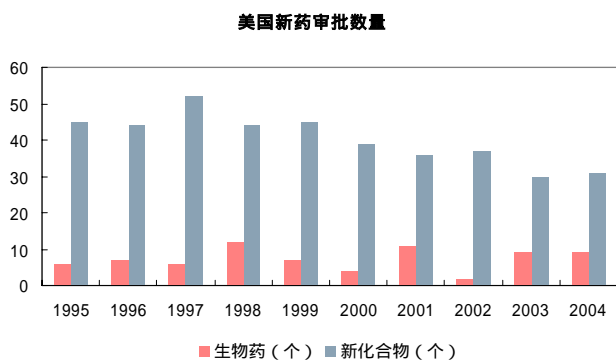
图 55：我国近年仿制药审批数量



资料来源：SFDA 南方医药经济研究所

与我国药品批准数量形成鲜明对比的是美国一年批准上市的新药不到 100 个，即使是仿制药 ANDA 申请和批准上市的数量也不到 1000 个。

图 56：美国新药审批数量



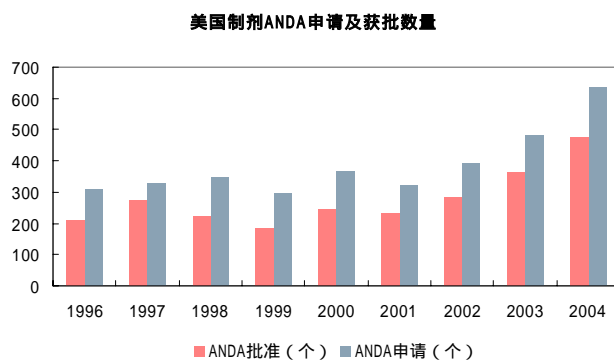
资料来源：IMS

表 15：我国部分国产药品在 SFDA 网站上检索到的批文

国产药品检索到的批文 (个)	批文数量
六味地黄丸	705
乌鸡白凤丸	231
阿莫西林	865
头孢他啶	358
干扰素	109

资料来源：SFDA

图 57：美国制剂 ANDA 申请及获批数量



资料来源：FDA

药品市场的过度竞争造成单个药品的销售额非常小。目前我国尚无单独销售过百亿元的药品，前十大药品所占的市场份额均低于世界前十大药品的市场份额，它们合计的市场份额还不到整个市场的 10%。

表 16：2006 年我国与世界十大药品销售额与市场份额比较

世界十大药品	适应症	销售额(亿美元)	市场份额	中国十大药品	适应症	销售额(亿元)	市场份额
阿托伐他汀钙	调节血脂	136	2.4%	舒巴坦钠/头孢哌酮钠	抗微生物	45	1.1%
埃索美拉唑	胃溃疡	67	1.2%	头孢呋辛钠	抗微生物	34	0.8%
氟替卡松+沙美特罗的复方制剂	哮喘	63	1.1%	左旋氧氟沙星	抗微生物	34	0.8%
氯吡格雷	抗血栓	58	1.0%	头孢他啶	抗微生物	26	0.6%
氨氯地平	降血压	50	0.9%	人白蛋白	免疫调节	24	0.6%
阿法达贝泊汀	贫血症	50	0.9%	胸腺肽	免疫调节	24	0.6%
奥氮平	精神分裂	47	0.8%	奥美拉唑	胃溃疡	21	0.5%
利培酮	精神分裂	46	0.8%	氯化钠	电解质	19	0.5%
依那西普	银屑病关节炎	45	0.8%	头孢曲松	抗微生物	16	0.4%
文拉法辛	抑郁症	40	0.7%	葡萄糖	电解质	16	0.4%
十大药品合计		602	10.6%	十大药品合计		259	6.4%
全球市场		5659	100	我国市场		4020	100%

资料来源：IMS,SFDA 南方医药经济研究所

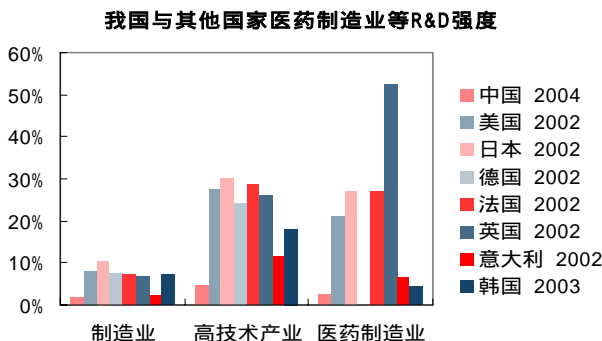
我国医药行业研发投入低、产出低

我国药品市场过多过滥、过度竞争的状态与我国医药行业研发投入低、产出低是分不开的。

一方面，我国医药制造业的研发投入的明显低于发达国家。这与国家的发展程度有关。我国制造业及高技术产业的研发投入与发达国家相比处于较低的水平。

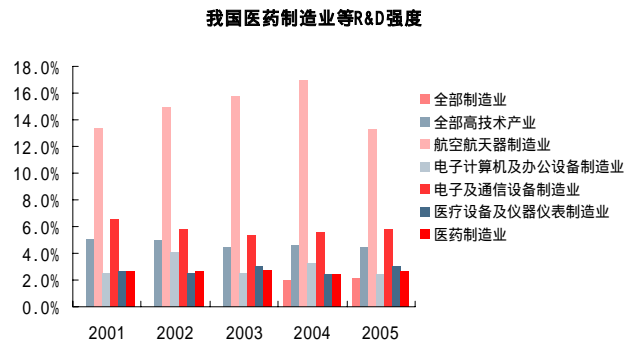
另一方面，我国医药制造业的研发投入的明显低于其他高技术产业。发达国家医药制造业的研发强度接近或超过高技术产业研发强度的均值，而我国则明显低于此均值。既使与我国其它高技术产业如船天、电子等的研发投入强度相比，医药制造业的水平也明显偏低。

图 58：我国与其他国家医药制造业等 R&D 强度



资料来源：科技部

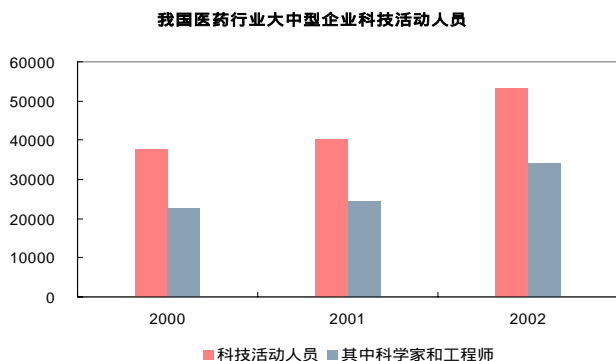
图 59：我国医药制造业等 R&D 强度



资料来源：科技部

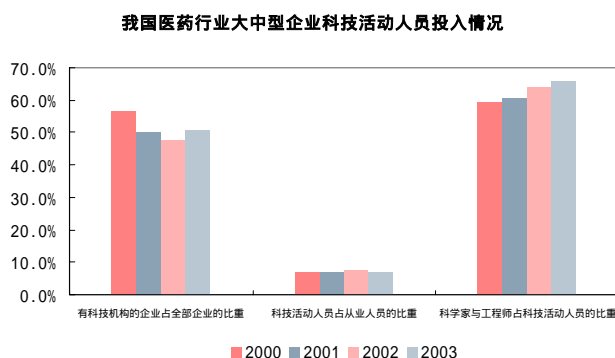
除了经费方面的投入低外，研发投入低还包括研发人员的投入低。数据显示，虽然我国医药行业的研发人员总量在不断增长，但是与发达国家相比，研发人员的比例非常低。

图 60：我国医药行业大中型企业科技活动人员



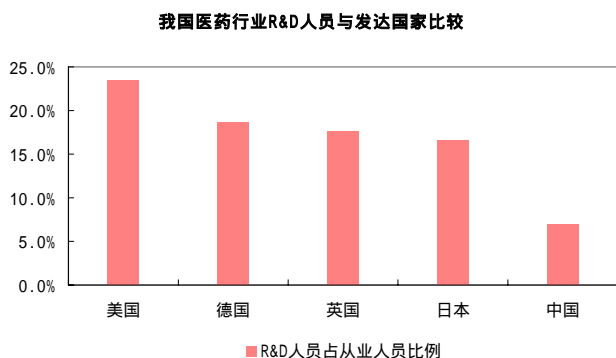
资料来源：科技部

图 61：我国医药行业大中型企业科技活动人员投入情况



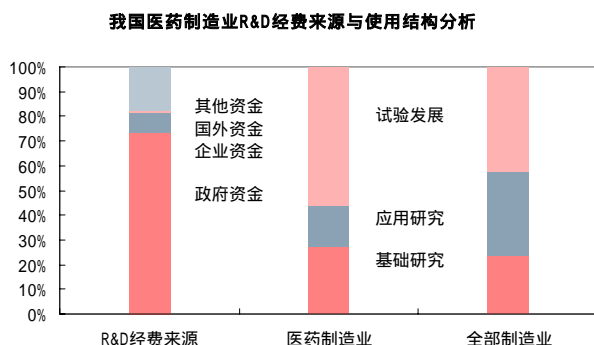
资料来源：科技部

图 62：我国医药行业 R&D 人员与发达国家比较



资料来源：科技部

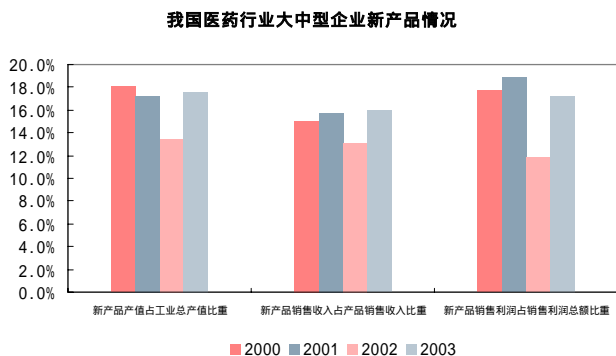
图 63：我国医药制造业 R&D 经费来源与使用结构分析



资料来源：科技部

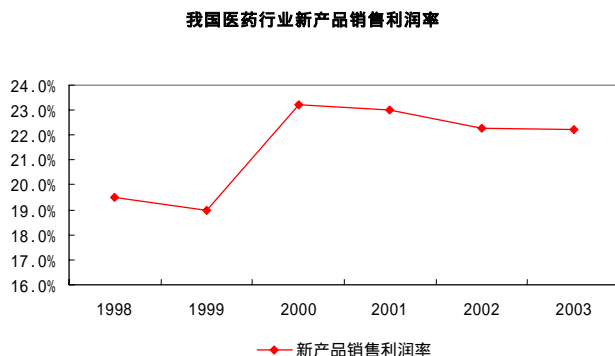
我国医药行业不但研发投入水平低，产出效率也处于较低水平。由于我国医药行业的研发投入以政府资金为主，企业及其他形式的资金占比较小，故在研发经费的使用方面，试验方面（指技术改进，非创新类试验）的占比较大。而基础研究（指创新类研究）和应用研究（指新技术的产业转化研究）的比例较小，尤其是应用研究方面。由此造成我国在药物研发创新方面的力度明显薄弱，几年来，我国新药在工业产值、销售收入及利润方面的占比一直逡巡不前，新产品的销售利润率也没有明显上升。

图 64：我国医药行业大中型企业新产品情况



资料来源：科技部

图 65：我国医药行业新产品销售利润率



资料来源：科技部

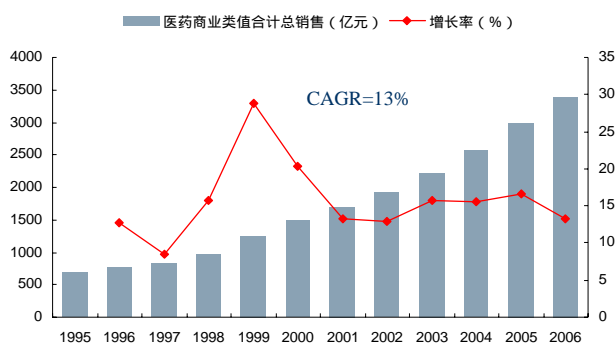
我国医药流通业的不断壮大与面临问题

行业规模不断扩大

随着药品消费的增加，我国医药流通业（包括批发和零售）的销售规模也在不断扩大。

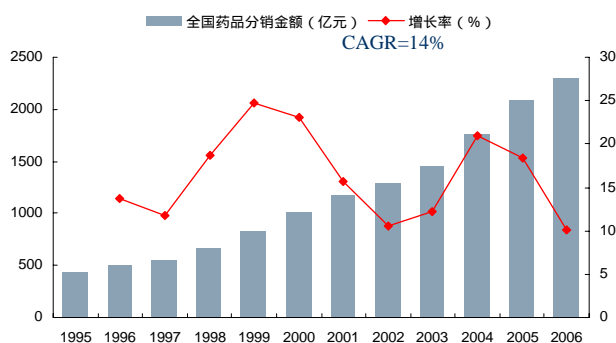
1995年~2006年，全国医药商业类值（包括医疗器械等的分销）合计销售规模不断扩大，年均复合增长率达到13%，其中绝大部分是药品分销。

图 66：1995 - 2006 年我国医药流通规模不断扩大



资料来源：中国医药商业协会，中信证券研究部

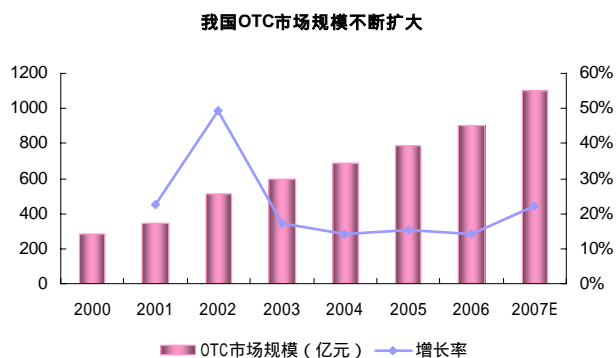
图 67：1995 - 2006 年我国药品分销金额不断增长



资料来源：中国医药商业协会，中信证券研究部

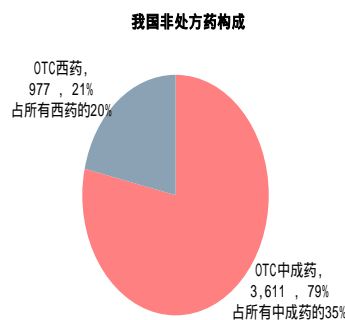
我国药品零售市场的规模也在不断扩大。2000-2006年市场复合年均增长率达到21.5%，市场规模从2000年的200多亿元，目前已增长到近千亿元，并预测2007年将有可能突破1000亿元。目前在零售终端销售的非处方药(OTC)品种有4488个，已基本能够满足患者自我药疗的需要，其中中成药占75%，化学药占25%。

图 68：我国 OTC 市场规模不断扩大



资料来源：SFDA 南方医药经济研究所

图 69：我国非处方药构成

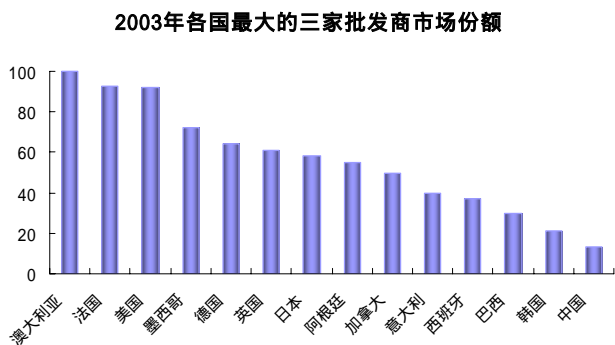


资料来源：SFDA 南方医药经济研究所

市场集中度仍待进一步提高

我国的医药流通行业市场集中度和国外相比，仍然较低。美国只有70家左右分销企业，日本有130家，而中国有13000多家分销企业。在药品零售市场，我国连锁药店的市场占比是20-25%，而美国为60%，相比之下，我们的零售药店分散，集中度低。总之，我国药品流通市场的集中度有待进一步提高。

图 70：2003 年各国最大的三家批发商市场份额

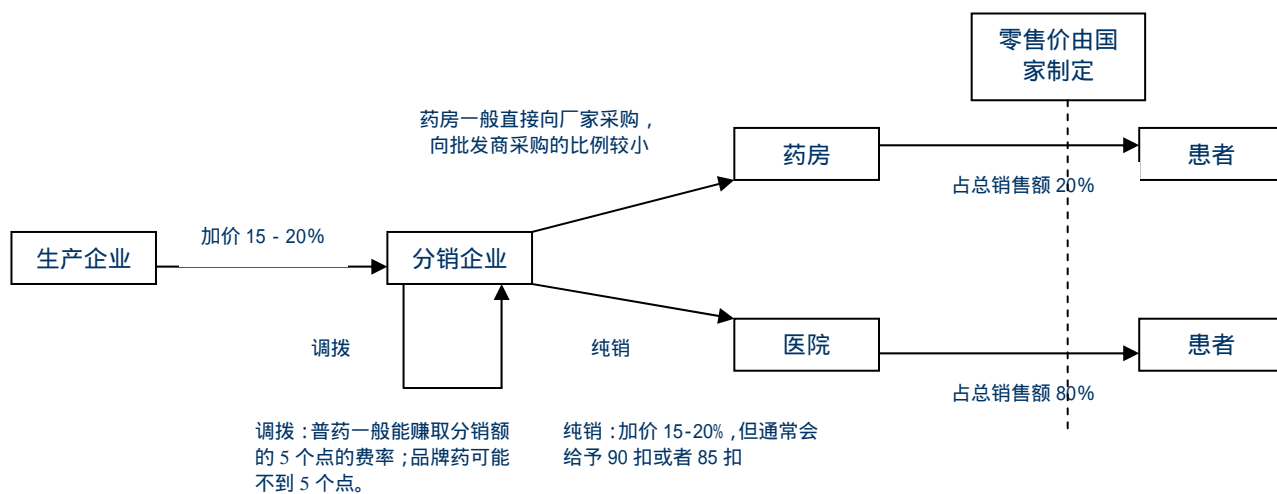


资料来源：中国医药商业协会

盈利模式仍显单一

目前，我国医药流通行业的盈利模式仍比较单一，利润主要来源于药品的进销差价。这种过于单一的盈利模式使流通企业除了扩大规模、压缩费用外，很难有其它途径来增加盈利。在国家对药品零售价数次的降价中，医药流通企业的盈利能力同时受到影响。

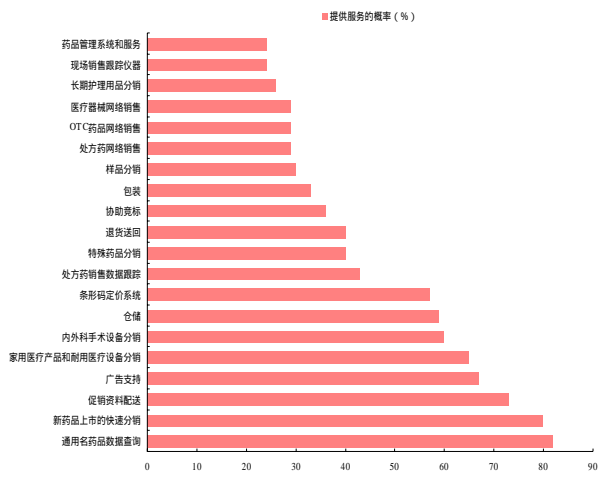
图 71：医药分销行业盈利模式示意图



资料来源：中信证券研究部

相比之下，美国、欧洲、日本等国家的医药流通企业的业务模式却相当丰富。药品分销企业除了通过简单的药品配送赚取进销差价外，还提供多项增值服务提高盈利水平。虽然药品分销仍是美国三大药品分销企业收入的主要来源，但是其他的业务亦贡献不少利润。CAH 公司的多元化程度最高，有 50% 以上的利润来源于非药品分销业务。MCK 公司的药品分销信息系统服务业务提供了 9% 的利润。ABC 公司并购的长期护理产品分销业务给公司贡献了 15% 的利润。

图 72：美国医药流通企业提供多种增值服务



资料来源：美国医药分销管理协会，中信证券研究部

表 18：美国三大医药流通企业主要业务收入及净利润分布

	Amerisource Bergen (ABC)	Cardinal Health(CAH)	McKesson (MCK)
各业务占收入的比例			
药品分销	97%	80%	95%
内外科手术设备分销	-	13%	4%
药品分销信息系统服务	-	4%	2%
自动化服务	-	3%	-
长期护理业务	3%	-	-
各业务占净利润的比例			
药品分销	85%	45%	83%
内外科手术设备分销	-	29%	8%
药品分销信息系统服务	-	15%	9%
自动化服务	-	12%	-
长期护理业务	15%	-	-

资料来源：Citigroup，中信证券研究部

在零售药店方面，国外药店多元化经营的比重非常高，相应地，盈利能力也明显高于国内。

表 19：中国与欧美、日本药店多元化经营比较

中国药店	日本药店	美国与欧洲药店
尝试多元化经营 比外国晚 20-30 年 毛利率约为 23%-25%	药品占 31.2% 多元化比重 68.8% 其中：日用杂品占 24.6% 化妆品占 22.7% 其他类占 21.5% 毛利率在 30%左右	药品占 45% 健康相关产品占 5% 多元化比重 50% 毛利率从 28.3%提升到 32%

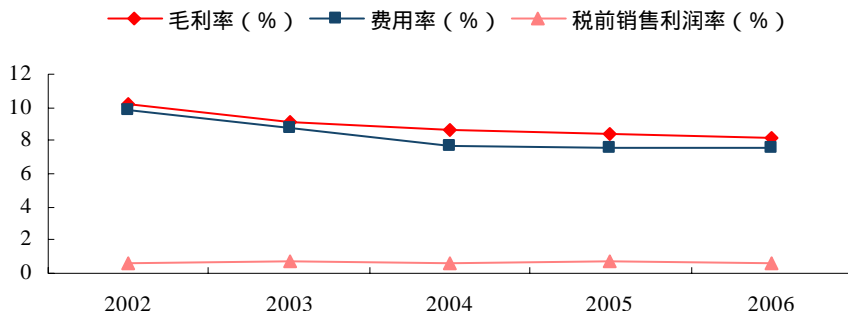
资料来源：SFDA 南方医药经济研究所

行业盈利空间不断压缩

我国医药流通行业的盈利模式单一、抗风险能力弱，即使费用率不断降低，行业整体毛利率和税前销售利润率仍呈下降趋势。2001-2006 年，主要医药流通上市公司的盈利能力均在不断下降。

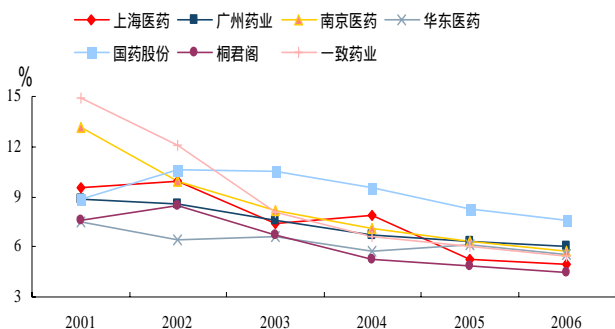
在药品零售方面，盈利的药店占 30%，无利或微利的占 20%，亏损的占 50%。药店生存环境亦非常艰难。

图 73：医药流通行业费用率和毛利率不断下降



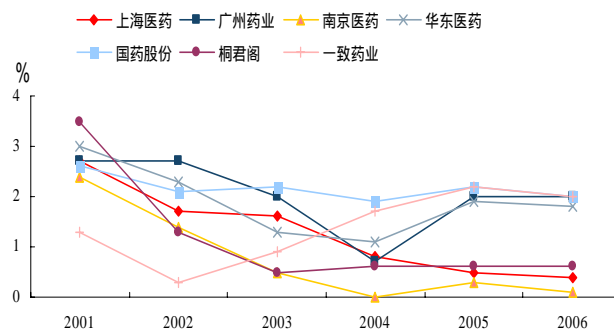
资料来源：中国医药商业协会，中信证券研究部

图 74：主要医药流通上市企业毛利率变化



资料来源：wind 资讯，中信证券研究部

图 75：主要医药流通上市企业净利率变化



资料来源：wind 资讯，中信证券研究部

医院的双重垄断同时损害患者和药品制造商利益

分析了医药卫生行业上游医药市场和下游医疗市场存在的问题后，我们需要进一步了解医院是如何通过。

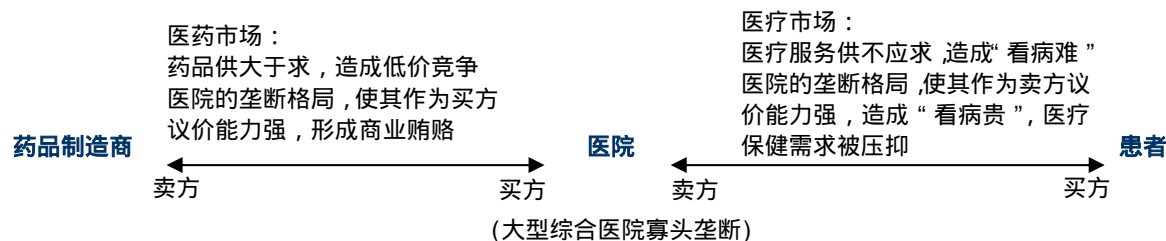
在药品供应商、医院和患者三者形成的完整产业链中，医院的位置较为特殊，它作为产业链中间的结点，既是卖方，又是买方。其中，以三级医院为主的大型综合医院虽然数量少，但却集中了大部分医疗服务的工作量，在医疗服务市场中处于寡头地位。

在上游医药市场，由于药品供应商众多，药品供大于求，就形成大型综合医院作为买方的寡头垄断地位。药品供应商为了将同质性很高的药品卖出去，只能通过低价手段恶性竞争；同时，大型综合医院的买方寡头垄断地位也使其在与药品供应商的谈判中具有较强的议价能力，结果导致药品出厂价格的下降和商业贿赂现象的产生，不仅极大地损害了药品供应商的利益，而且形成药价虚高。

在下游医疗市场，医院作为医疗服务的提供者本身就会因为患者对于医疗知识的无知而形成医疗服务提供上的垄断。加上医院应用上的不合理，造成医疗资源局部供给不足，形成大型综合医院的寡头垄断地位和“看病难”问题。大型综合医院的卖方寡头垄断使其在与患者的谈判中同样具有较强的议价能力，形成“看病贵”问题，人们的医疗保健需求被压抑。

总之，大型综合医院的买方和卖方垄断地位，既损害了上游药品供应商的利益，同时也损害了下游患者的利益。

图 76：医院的双重垄断同时损害患者和药品制造商利益

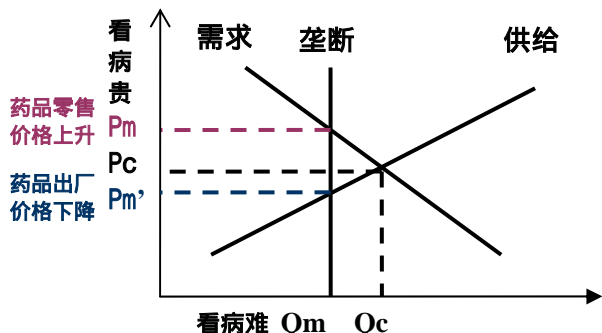


资料来源：中信证券研究部

从经济学的角度，我们也很容易理解，由于医院的买方和卖方垄断，形成垄断价格，造成下游医疗市场患者消费的药品零售价格上升，同时上游医药市

场药品供应商的药品出厂价格下降，医院的双重垄断同时损害患者和药品制造商利益，医院因而获得垄断利润，表现为全国医院平均进销差价率为 42%，远高于国家规定的 15% 的医院加价率。

图 77：医院寡头垄断造成“看病难、看病贵”



资料来源：中信证券研究部

在此，我们需要说明的一点是，《国家基本医疗保险目录》内的药品由国家限定最高零售价，而目录外的药品采取市场定价。因此，由于医院垄断地位导致的药品零售价格上升，在临床实践中主要表现为高价药取代低价药、处方药量大于实际需求，药品价格指数呈上升趋势。人们药品费用支出大于真正需要，感觉“看病贵”。

求解新的医疗卫生体制改革

新医改之我见

通过上面的分析，我们看到，历经 20 多年的医疗制度改革，我国医疗卫生体制仍然存在着诸多问题。在上游医药市场，药品制造与流通企业虽然均取得快速成长，但也都面临着行业内企业过多过小、过度竞争，行业集中度低，盈利能力下降的问题。在下游医疗市场，不但没有因为医疗效率的提高而解决“看病难”问题，反而由于制度缺陷，造成医疗资源的供给局部短缺，“看病难”问题日益突出。同时，由于医疗服务的价格上涨和医疗保障制度的不健全使人们愈发感到看不起病，“看病贵”问题也十分突出。因此，迫切需要新的医疗制度改革来解决问题，缓解矛盾。

从目前主要医改方案的核心观点可以看出，目前观点主要分为在三大派系：卫生部门主张有限保障预防和小病治疗，投资给供方，也就是政府对医疗机构增加投入，切断以药养医的改革模式；劳动和社会保障部门倡导政府为需方购买服务，即政府主导结合发挥市场机制实现全民多层次医疗保险的改革模式；而财政部门的医改思路是，政府主导设计公共卫生项目替全国人民购买服务，其中，设计基本医疗项目为弱势群体购买服务，设计城市居民基本医疗保险项目为城市普通居民购买保险，设计合作医疗项目为农村居民购买合作医疗保险；设计医疗救助项目为城乡低保人群购买灾难性疾病的救治服务。

我们认为，各种观点可以相互借鉴、求同存异。政府增加的投入既不能单纯补给供方，也不能单纯补给需方，而是双方都要补给，只是根据医疗服务的性质不同，补给的方式与重点不同。比如带有很强公共产品性质的公共卫生事业和具有准公共产品性质的免疫接种就应该以政府投入为主，这肯定是以补给供方为主。而基本医疗服务则既需要补给供方，增加基层医疗服务建设，提高

图 78：药价虚高形成机制



资料来源：新华社（未考虑医院的垄断利润，即高于规定的进销差价率的部分）

医疗服务的可及性，引导和改变人们的医疗需求习惯，合理配置并充分发挥医疗资源利用效率。同时也要补给需方，提高医疗保障程度，使人们被压抑的医疗保健需求释放，让更多的人公平地享受医疗服务，获得健康。总之，新医改增加的政府投入补给供方抑或是补给需方，都只是形式而已，它的最终目的均是为了提高医疗服务的可及性、公平性、效率和质量，让更多的人得到更好的医疗保障和健康。

表 20：目前主要医改方案的核心观点

医改方案	核心观点
世卫方案	世卫组织专家用“公平、效率(控制成本)、质量”三项原则来定义中国卫生系统的改革目标。希望在医疗卫生服务的提供和定价上积极地发挥市场机制的作用，鼓励私营卫生机构参与医疗服务。
北大方案	以人人享有健康的全民保健体制为终极目标，国家财政加大对国民健康投资。方向是在医改方案的制度选择上，主要在服务筹资上分开：公共卫生由政府埋单；基本医疗由社会埋单；高端医疗由个人埋单。
复旦大学方案	与北大方案在诸多方面比较一致。
国务院发展研究中心方案	医疗服务必须以政府干预为主导，坚持公益性性质，医院产权制度改革不是解决医疗问题的关键等。
北师大方案	通过政府向医疗机构购买服务的方式，来实现低花费、高效率、保证人人享有基本卫生保健的方案。其基本操作方法是，政府向医疗机构直接购买服务，按照参加医疗保险的人数，通过核算确定每个人每年的基本医疗费用，政府直接向医疗机构支付。患者无需向医院付费，而是直接将保费交给政府的医疗保险机构。
第八套方案(北大方案政府主导型)	内容与国务院发展研究中心方案相似，主张政府主导和资金投入。
麦肯锡	未露面
世界银行	未露面

资料来源：中信证券研究部

我们前面已经分析，目前我国医疗卫生体制存在的诸多问题可以归纳在卫生服务要素、卫生筹资、卫生服务三个市场中。因此，我们认为，针对这些问题也将在这三个市场均采取相应地改革措施。在卫生筹资市场，主要以扩大医疗保障范围，加大政府在医药卫生方面的支出比例，提高医疗保障程度，来解决“看病贵”问题；在卫生服务市场，对医疗服务的供方主要通过社区医疗建设，增加基层医疗服务供给，缓解高端医院医疗服务短缺的现象，解决“看病难”的问题。对医疗服务的需方，主要通过双向转诊等制度的建立，调整患者的诊疗行为，缓解高端医院医疗服务短缺的现象，缓解“看病难”的矛盾；在卫生服务要素市场，主要通过注册、处方、广告等政策的管理进一步规范药品制造商，通过集中招标采购等措施促进药品流通秩序的规范和药品流通企业集中度的提高。总之，新的医改方案将是针对医疗卫生体制诸多问题的，涉及多个市场、多个层面、多项措施的一揽子方案。多项改革措施的出台有可能是陆续的，先易后难，谁先成熟谁先实施。

图 79：我国新的医疗体制改革涉及方面



资料来源：中信证券研究部

至此，我们已经可以回答前面提出的问题：为什么说全民基本医疗保险吹响了新医改嘹亮的第一声号角？

因为在医疗卫生体制改革涉及的三个方面：医保体制、医疗体制、医药购销体制的改革中，医疗体制和医药购销体制的改革还存在许多和问题难点需要解决，故不可能仓促出台。而我国医保体制存在的主要问题是全社会的医疗保障范围小和医疗保障程度低，而加大医疗保障覆盖范围和提高政府投入比例是相对比较容易做到的。这也有利于部分解决“看病贵”问题。尽管社区医疗和新农合已经如火如荼地展开，但是由于原来预期的新医改是在今年中期出台方案，而今年中期首先映入人们眼帘的就是基本医疗保险的方案，故我们认为全民基本医疗保险吹响了新医改嘹亮的第一声号角。

全民基本医疗保险吹响新医改的第一声号角后，新医改的帷幕也被徐徐拉开，新医改方案仍有可能在今年出台。无论新医改的各项措施是集体亮相也好，还是陆续出台也罢，总之，新医改的目标已经被明确地写进了卫生部近期发布的《卫生事业发展“十一五”规划纲要》：到 2010 年将建立基本卫生保健制度、新农合制度、社区卫生服务体系、基本药物制度、公立医院管理制度等。由此，我们判断新医改将逐渐解决医疗市场存在的问题，其对医药行业的影响也将逐渐显现。

表 21：卫生事业发展“十一五”规划纲要主要内容提要

议题	内容
改革发展总体目标	到 2010 年在全国初步建立覆盖城乡居民的基本卫生保健制度框架；到 2010 年在全国普遍建立比较规范的新型农村合作医疗制度和县、乡、村三级医疗卫生服务体系；到 2010 年在全国城市初步建立比较完善的社区卫生服务体系；到 2010 年初步建立国家基本药物制度；到 2010 年基本建立比较规范的公立医院管理制度
基本原则	建设基本卫生保健制度；坚持以政府为主导，强化政府责任；坚持中西医并重、中西药并重，制定扶持中医药振兴发展的政策措施；以公共卫生、农村卫生和社区卫生为重点；鼓励、引导社会力量积极参与，兴办民营医疗机构
重点工作	加强重大疾病防治；全面推进新型农村合作医疗制度建设；大力发展城市社区卫生服务；加强妇幼卫生工作；加强医疗机构管理；大力加强城乡卫生适宜人才培养和卫生队伍建设；大力发展中医药事业；加强全民健康教育；加强卫生国际合作与交流
保障政策和措施	深化医药卫生体制改革，推进制度创新；加大政府卫生投入，加强资金管理和监督；进一步完善公共卫生体系，全面提高服务能力；转变工作职能，坚持依法行政；加强和改善对卫生工作的领导，开创卫生事业发展新局面

资料来源：卫生部，中信证券研究部

由于我国地大物博，各地区之间的经济发展与民俗文化有很大差别。因此，“一刀切”式的改革方案肯定不适合我国目前的现状。各地区会因地制宜，根据自身的特点及经济发展状况，有针对性和侧重点的选取不同的改革措施，甚至在上述基本医改思路外选取更加新颖的方式（如医药分家）对解决医疗卫生体制的问题进行有益地探索。只要这种方式的原始设计和最终结果是提高人们的医疗保障水平，让更多的人公平地享受到医疗服务并获得健康。

下面我们就来详细分析一下新医改在医疗卫生三个市场可能采取的措施。

医疗服务市场的改革：增加供给，梳理需求

过去医疗机构改革的有益探索

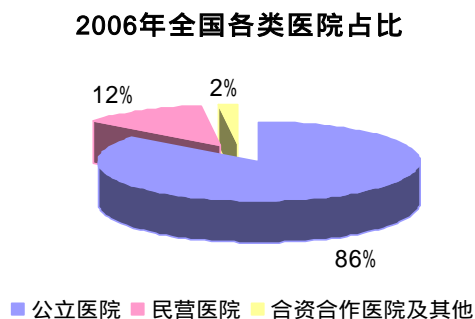
我国在医疗服务市场针对医疗机构的改革进行得较早。早在 1980 年就允许个体医生开业行医，从而打破国营公立医院在医疗卫生领域一统天下的局

面。到 2000 年城镇医疗卫生体制改革中明确实行医药分业，并鼓励营利性医疗机构的发展。

私立和营利性医院是医疗服务市场的有益补充

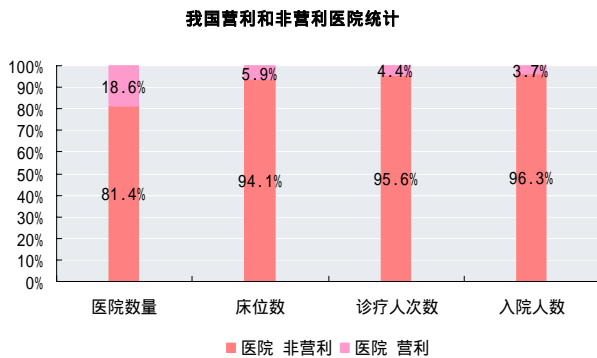
经过 20 多年，我国私立和营利性医院取得了长足的发展。然而我们认为，虽然私立和营利性医院是对我国医疗服务市场的有益补充，能够满足不同层次的需要，但是通过它的产生和发展而增加的医疗服务既不能达到充分满足医疗服务需求、打破大医院垄断的目的，也不能从根本上解决现实的“看病难、看病贵”问题。我国医疗服务的提供仍以公立医院和非营利医院为主。我国 1.9 万家医院中，以政府投资为主的公立医院占比 86%，非营利性医院共有 1.56 万家，占比 81%。非营利医院相对于营利性医院拥有更多的物力资源(如床位数)，并承担相应的医疗服务，诊疗人数和入院人数远胜于营利性医院。

图 80：我国以公立医院为主



资料来源：卫生部

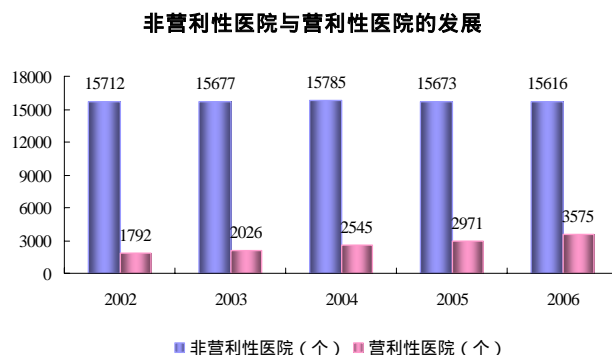
图 82：2006 年我国营利和非营利医疗机构统计



资料来源：卫生部

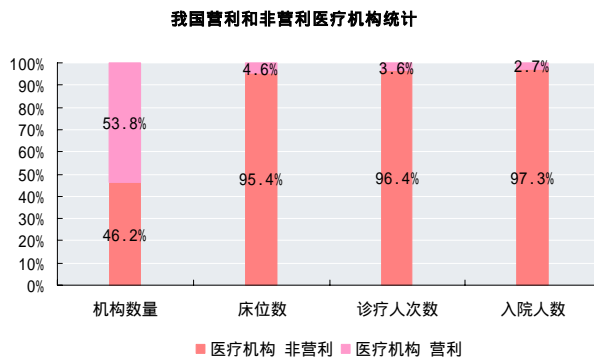
横向看，世界其它国家医院的性质也并非千篇一律。如在全民医保的英国、新加坡以及医疗保障程度较高的美国、德国，在医院产权性质上，公立、私立均可，在医院经营性质上，营利性或非营利性亦然。

图 81：我国非营利性与营利性医院的发展



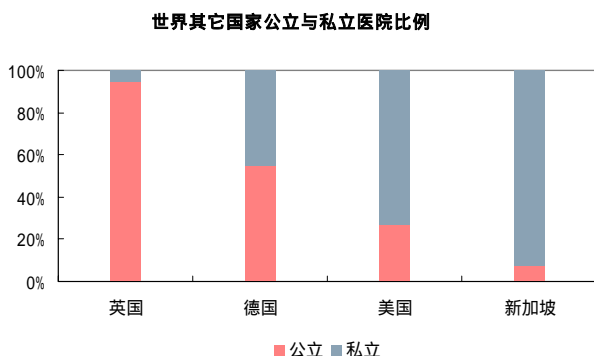
资料来源：卫生部

图 83：2006 年我国营利和非营利医疗机构统计



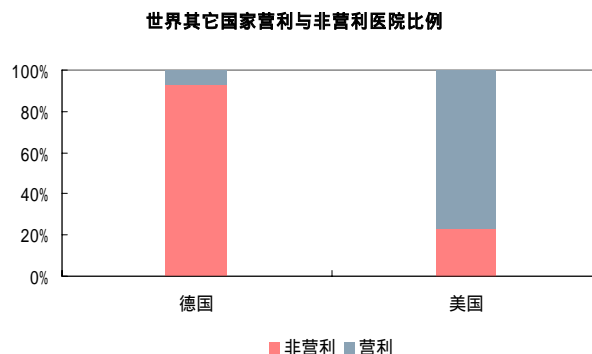
资料来源：卫生部 (营利性医疗机构大于 50%，主要因私人诊所数量众多所致)

图 84：世界其它国家公立与私立医院比例



资料来源：中信证券研究部

图 85：世界其它国家营利与非营利医院比例



资料来源：中信证券研究部

医药分家仍在探索中

医药分家（亦称医药分离、医药分业）主要是针对目前医药流通体制中以药养医局面造成药价虚高，人们“看病贵”问题而提出的一种解决方案。

我国从 2000 年就开始了对医药分家的有益探索。但时至今日，在全国 8 个省（市、区）如江苏、北京、上海和武汉等地的医药分离试点中，目前尚未出现成功的案例和模式，“星星之火并未燎原”。

从国际经验看，医药分家不是一蹴而就的，因为医药行业的复杂性，医药分家也必然牵涉到各方利益。医药分家要想取得成功，首先要取得医生和医疗机构的认同。如果不能通过处方费等方式保障医生的利益，医药分家很难取得成功或达到预期的目的。如韩国，由于采取激进的方式，不仅医药分家的实施因医生的强烈反对比预期晚一年（1994 年立法，原计划在 1999 年 7 月由当届政府实施）。而且，实施后仍存在诸多问题无法解决，比如 2000 年韩国全民医疗保险费用超支，由于增设了医师处方费及药师调剂费，激励医师开出更多的处方。同时，药厂不正当的促销手段及营销策略并没有因此而阻断。药师和医生暗中勾结，不合理使用药品、回扣及大处方的现象仍然存在。原来有 15% 注射剂被列入医药分业的范畴，结果医师的处方行为转向 85% 没有被医药分业政策控制的注射剂，成本低效益好的基本药物并没有被广泛应用。

表 22：世界其他国家医药分家的经验

国家	方式	进程	结果
日本	渐进式	早于 1956 年即颁布《医药分业法》，但直到 1974 年才开始提高处方费，正式实行医药分离。在 1994 年和 1997 年进一步提高处方费和引入门诊病人的处方药共付机制，以加速医药分业的进程。至今虽已 30 余年，但仍没有实现完全的医药分业。	外配药的比例在 1974 年仅为 1%，1988 年增加到 10%，1990 年为 14.1%，到 2002 年也只有 48.8%。药品支出效果较为显著。药品支出在总卫生支出中的比例从 1991 年的 22.9% 下降到 2000 年的 15.9%，实际人均药品支出的增长率从 1984-1995 年的年均 4.2% 下降到 1995-2000 年的年均 2.5%。
韩国	激进式	1994 年通过《药品分业管理法》，2000 年 7 月正式实施。但在实施前的 1999-2000 年，医生先后组织了三次罢工，最后双方达成妥协，政府提高医生的诊断费用，并且医生拥有注射药物的配药权。	改革后处方量有轻微下降，并且每张处方的药品数目也从 2000 年 1 月的 6.2 种下降到 2002 年 1 月的 5.6 种，但高价药的份额却从 2000 年 1 月的 29.8% 增加到 2001 年 1 月的 37.5%，到 2002 年 1 月更是达到 38.5%。同时处方上的用药天数也从 2000 年的 5.1 天增加到 2001 年的 6.2 天，到 2002 年 1 月则为 7.5 天。
美国	由来已久	1951 年正式实施医药分业。当年通过的《Durham-Humphrey 修正案》严格区分了药剂师和医生在提供医疗服务过程中的不同作用：医生专职于诊断、治疗及开处方，药剂师则依据医生的处方调配药品，并提供用药咨询。	虽然美国的卫生总费用不断增长，占 GDF 的比重仍居全球最高，2005 年为 15.7%，但药品支出仅占卫生总支出的 8.3%。

资料来源：《从国际经验看医药分业》

我们认为，医药分家是为了解决医疗卫生体制问题可以采取的一种方法，是医改的可能形式之一，而不是医改的最终目标。因此，我们并不反对关于医药分家的探索。只是它成功的前提应该先是降低医院经营中对药品收入的信赖（也许提高诊疗服务费用或收支两条线是可能或不错的选择），否则医药分家似乎很难成功。

因此，未来医疗服务市场的改革首先要着眼于增加医疗服务供给，打破医院尤其是大医院在医疗市场的垄断，从而解决“看病难”和“看病贵”的问题。我们认为，通过增加供给和梳理需求是有可能实现这一目标的。对医疗服务的供方，主要通过社区医疗建设，增加基层医疗服务供给，缓解高端医院医疗服务短缺的现象，解决“看病难”的问题。对医疗服务的需方，主要通过双向转诊等制度的建立，调整患者的诊疗行为，缓解高端医院医疗服务短缺的现象，解决“看病难”的问题。当医疗服务的供给增加，医疗需求也不再只集中于大型医院时，就会改变医疗服务的供求关系，高端医院的医疗服务不再供不应求，则大医院的垄断地位被削弱，垄断价格被打破，药品零售价格下降，解决“看病贵”的问题。

加强社区和农村医疗建设，增加医疗服务供给

目前“看病难”问题的本质是对我国各级医院的不合理使用，造成高端医疗服务供给局部短缺所致。因此，增加基层医疗服务的供给，将从供方角度缓解“看病难”的状况。

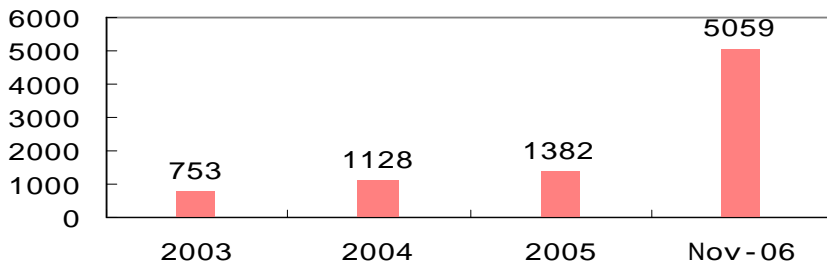
社区卫生服务作为一种新型的卫生服务模式，主要功能是以健康为中心、社区为范围、家庭为单位，面向全体居民开展健康教育、预防、保健、康复、计划生育技术服务和一般常见病、多发病的诊疗服务。加强社区医疗建设的目的就是要建立“小病在社区，大病到医院，康复回社区”的医疗服务体系，缓解基层群众“看病难”和大医院诊疗负担重的现象。

国家对社区卫生服务的建设非常重视。2006年2月21日，国务院下发《关于发展城市社区卫生服务的指导意见》，其中指出：发展社区卫生服务是深化城市医疗卫生体制改革，有效解决城市居民看病难、看病贵问题的根本之道。到2010年，全国地级以上城市和有条件的县级以上城市要建立比较完善的城市社区卫生服务体系。2006年3月5日，国务院总理温家宝在《政府工作报告》中提出：“将符合条件的社区卫生服务机构纳入城镇基本医疗保险定点范围，实行社区首诊制度试点，逐步实现小病不出社区、大病才上医院。”国家在《卫生事业发展“十一五”规划纲要》中更明确指出城市社区卫生服务建设的目标是：到2010年，在地级以上城市和有条件的县级市建立比较完善的社区卫生服务体系，为居民提供公共卫生和基本医疗服务。在大中城市，原则上按照3万-10万居民或按照街道办事处范围规划设置1所社区卫生服务中心，并根据需要设置若干社区卫生服务站。调整现有卫生资源，将公立一级医院、部分二级医院和国有企事业单位所属医疗机构转型或改造成为社区卫生服务机构。

截至2006年11月底，全国共有528个城市开展了社区卫生服务，占城市总数的81.0%。其中，有278个地级以上城市开展了社区卫生服务，占地级以上城市总数的98.2%；市辖区789个，占市辖区总数的92.8%；县级市250个，占县级市总数的67.8%。与2005年相比，开展社区卫生服务工作的地级以上城市增加了8个，市辖区增加了37个，县级市增加了53个。全国社区卫生服务中心和站分别达到5059个和17967个，全国社区卫生服务中心和站的总数与2005年底相比增加了7460个。

图 86：我国社区卫生服务中心发展

我国社区卫生服务中心发展



资料来源：卫生部

除了社区，政府也加大资金加强农村卫生服务体系的建设。2006年8月29日，卫生部、中医药管理局、发改委、财政部共同发布的《农村卫生服务体系建设和发展规划》中明确指出：中央重点支持的建设项目总投资 216.84 亿元，其中中央安排投资 147.73 亿元，其余 69.11 亿元由地方安排。

表 23：农村卫生服务体系中央重点支持项目建设投资安排

单位	投资安排
乡（镇）卫生院	安排投资 141.26 亿元，其中房屋建设投资 98.55 亿元，设备投资 42.71 亿元。地方配套资金原则按东部不低于 70%、中部 30%、西部 20%(下同)计算，中央投资 105.95 亿元，地方投资 35.31 亿元。
县级医疗卫生机构	安排投资 49.19 亿元，其中房屋建设投资 34.89 亿元，设备购置投资 14.3 亿元。中央投资 24.63 亿元,全部用于房屋建设，地方安排 24.56 亿元。
县妇幼保健机构	总投资为 8.29 亿元，其中房屋建设投资 5.55 亿元，设备投资 2.74 亿元。中央投资 6.35 亿元，地方安排 1.94 亿元。
县中医院	总投资为 18.1 亿元，其中房屋建设投资 10.14 亿元，设备投资 7.96 亿元。中央投资 10.8 亿元，地方安排 7.3 亿元。

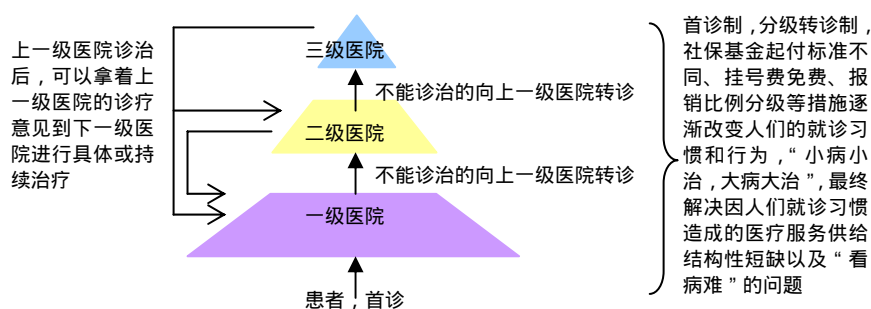
资料来源：《农村卫生服务体系建设和发展规划》

建立首诊及双向转诊制度，调整医疗服务需求

通过相关制度的建立，有效地梳理患者即医疗服务需求方的诊疗行为，不但能够解决医疗服务中的“看病难”现实问题，而且能够使我们的医疗资源得到更充分的利用并发挥更大的作用。

我们研究了世界上许多国家的医疗体制，发现无论是发达国家、还是发展中国家都建立了逐级诊疗和双向转诊制度，以充分发挥医疗资源的效益。

图 87：逐级诊疗和双向转诊制度将保障医疗资源的充分利用



资料来源：中信证券研究部

前面提到国务院总理温家宝在《政府工作报告》中在加强社区医疗建设时提到要“实行社区首诊制度试点，逐步实现小病不出社区、大病才上医院。”在国务院《关于开展城镇居民基本医疗保险试点的指导意见》也明确指出，“充分发挥社区卫生服务在医疗服务中的作用，有条件的地区可探索实行参保居民分级医疗的办法”。

扩大医疗保障范围，加大政府卫生投入

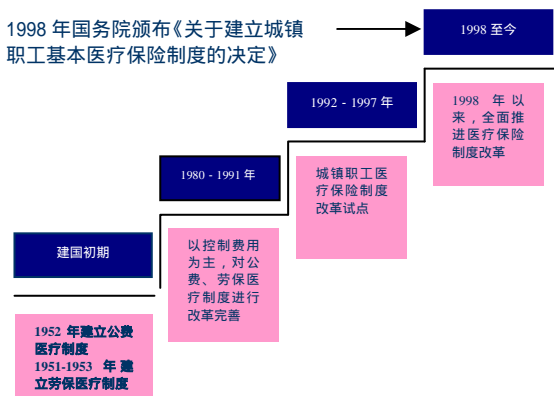
目前我国医疗卫生体制中，医疗筹资市场面临的主要问题是医疗保障的范围小和政府投入的比例低，造成医疗保障程度低，人们比较突出地感觉“看病贵”。因此，针对这些问题的改革主要以扩大医疗保障范围，加大政府在医药卫生方面的支出比例，提高医疗保障程度为主，从而解决“看病贵”问题。

我国医疗保障制度不断完善和发展

虽然我们前面分析指出，我国目前仍有 70% 以上的居民没有医疗保障，但是建国以来，我国在城市和农村的医疗保障方面还是进行了不懈的探索，并取得了一定的发展。

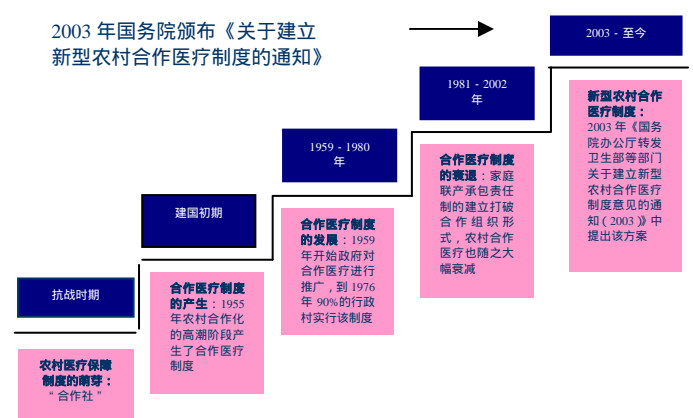
目前，城镇主要以 1999 年初启动、1999 年底基本完成的职工基本医疗保险为主，农村主要以 2003 年开始的新型农村合作医疗为主。

图 88：中国城镇医疗保障制度演进图



资料来源：中信证券研究部

图 89：中国农村医疗保障制度演进图



资料来源：中信证券研究部

表 24：城镇职工基本医疗保险与农村合作医疗制度比较

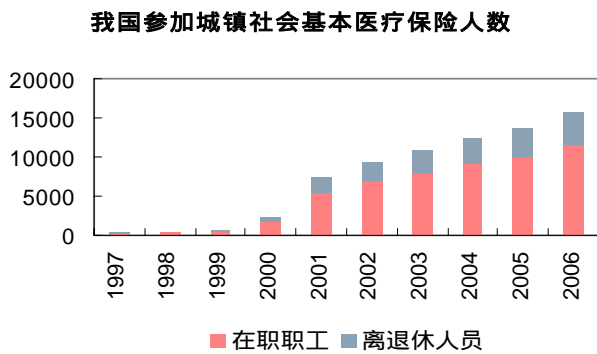
	城镇职工基本医疗保险	农村合作医疗
基金筹集	社会筹集	社区筹集
强制性	强制参加	自愿参加
风险共担范围	城市范围	县区范围
资金来源	政府、企业、个人	政府、集体、个人
管理	劳动和社会保障部门	卫生主管部门
政府角色	筹划经营	组织、引导、资助

资料来源：《卫生经济及政策分析》

随着全国医疗保障制度的推广，政府主导的医疗保障覆盖范围不断扩大。在城市，参加城镇社会基本医疗保险的人数从 1997 年的 369 万人上升到 2006 年的 1.57 亿人，覆盖全部 5.77 亿城镇人口的 27.21%。在农村，参加新农合的

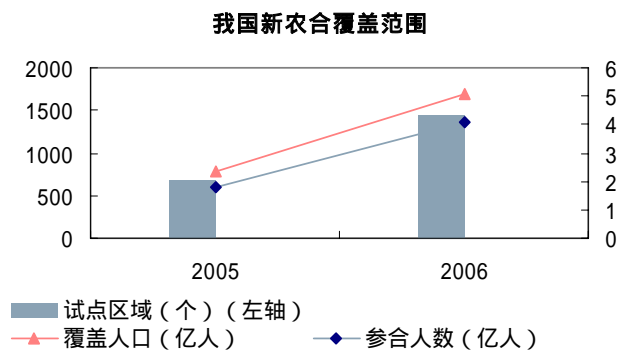
人数也在逐年上升。根据卫生部的统计：截止到 2006 年底，全国已有 1451 个县（市、区）开展了新型农村合作医疗，覆盖人口为 5.08 亿人，4.10 亿农民参加了合作医疗，参合率为 80.7%。全部农村人口 7.65 亿，覆盖率 54%。2006 年全国共补偿参加新型农村合作医疗的农民 2.72 亿人次，补偿资金支出合计为 155.81 亿元。

图 90：我国参加城镇社会基本医疗保险人数



资料来源：劳动和社会保障事业发展统计公报，中信证券研究部

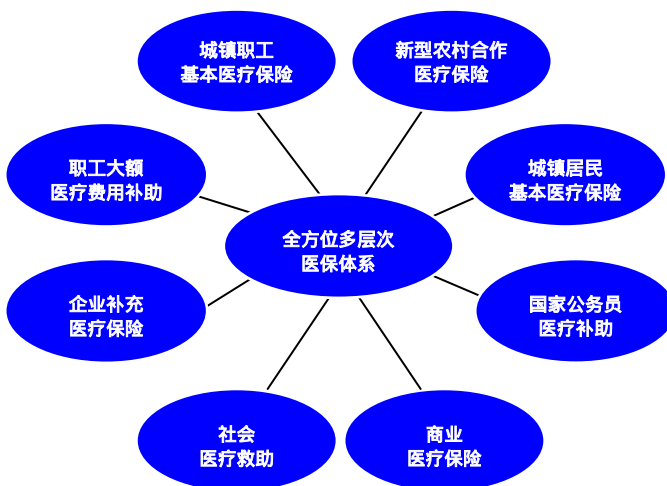
图 91：我国新农合覆盖范围



资料来源：劳动和社会保障事业发展统计公报，中信证券研究部

目前，我国已经建成全方位、多层次的医疗保险体系。除城镇职工基本医疗保险、新型农村合作医疗保险外，这个体系还包括职工大额医疗费用补助、国家公务员医疗补助、企业补充医疗保险、商业医疗保险、社会医疗救助。由于我国城镇职工基本医疗保与农村合作医疗制度以“低起点”为特点，主要解决参保人员基本医疗需求。因此，多种形式的医疗保障是对基本医疗需求的有益补充。对城镇职工基本医疗保与农村合作医疗制度没有覆盖到的居民，也需要其它形式的保障来补充。

图 92：我国多层次的医保体系



资料来源：中信证券研究部

表 25：我国现在的多层次医疗保障体系

项目	职工大额医疗费用补助	国家公务员医疗补助	企业补充医疗保险	商业医疗保险	社会医疗救助
建立基础	随同基本医疗保险建立	随同基本医疗保险建立	在基本医疗保险基础上建立	在基本医疗保险基础上建立	基本医疗保险的补充
强制性	强制参加	强制参加	企业自主举办或参加，有商业医疗保险机构举办，社会医疗保险机构经办，大集团、大企业自办等	自愿参加，自主选择	被动参加
资金来源	职工一年缴纳一定额度费用	同级财政专款专用	企业资金	个人	捐赠、彩票政府补助
建立基金	建立大额医疗费用补助基金，与基本医疗保险基金分开管理，分别核算	建立医疗费用补助基金，与基本医疗保险基金分开管理，分别核算	按国家规定列支	保险公司	医疗救助金
支付内容	发生费用超过封顶线或个人账户用完，本人付费超过一定数额后的医疗费用由大额医疗费用补助基金按一定比例支付	用于基本医疗保险统筹基金最高支付限额以上的医疗费用补助	解决企业职工基本医疗保险待遇以外的医疗费用负担	大病、伤残等保险	对弱势群体的救助

资料来源：《卫生经济及政策分析》

世界各国均将医疗保障制度改革作为医改的重要方面

世界各国均将医疗保险制度的不断完善作为医疗制度改革的一个主要方面。这些国家既包括医疗保险（包括国家强制医疗保险和私人医疗保险）的覆盖率达到 100% 的以国家卫生服务保障制度为主体的国家，如英国、瑞典、澳大利亚、新西兰或巴西，和主要以社会医疗保险模式为主的国家，如法国、荷兰、日本、韩国、泰国或印度，也包括医疗保险覆盖率没有达到 100% 的国家，如美国（医保覆盖率为 85%）和德国（医保覆盖率为 99.8%）。

表 26：世界各国的医疗保险制度改革

亚太地区		美洲大陆		非洲大陆		欧洲大陆	
国家	实施时间	国家	实施时间	国家	实施时间	国家	实施时间
澳大利亚	1996	萨尔瓦多	1996	布隆迪	1996	德国	1996, 1997
印度	1997	墨西哥	1997	象牙海岸 (科特迪瓦)	1996	法国	2000, 1997
伊朗	1997	秘鲁	1997	肯尼亚	到 2000	希腊	未知
日本	1996, 2000	圣文森特与格林纳达	1997	纳米比亚	1995, 1998	以色列	1997
韩国	1996	美国	1996, 1999, 2000	苏丹	1995, 2000	拉托维亚	1996
新加坡	1996, 1997			南非	1996	立陶宛	1997
				突尼斯	1996	卢森堡	1998
						荷兰	1996
						奥地利	1997
						瑞士	1996
						西班牙	1996
						匈牙利	1996

资料来源：国际医疗卫生体制改革与中国

开展基本医疗保险，未来实现全民医保

由于我国仍有 70% 的居民没有医疗保障，借鉴国际经验，加速医疗保险制度的改革，加大医疗保险覆盖范围更是当务之急。

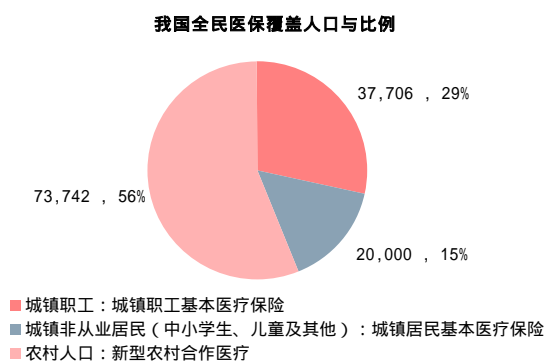
国家更在《卫生事业发展十一五规划纲要》中明确提出：到 2010 年要在全国初步建立覆盖城乡居民的基本卫生保健制度框架，使我国进入实施全民基

本卫生保健国家行列。到 2010 年在全国普遍建立比较规范的新型农村合作医疗制度和县、乡、村三级医疗卫生服务体系，初步解决农村公共卫生和农民看病就医问题。

2007 年 7 月 10 日，国务院颁布《关于开展城镇居民基本医疗保险试点的指导意见》，明确规定了城镇居民基本医疗保险的进程，并已经在成都、西安、太原等地开始试点。

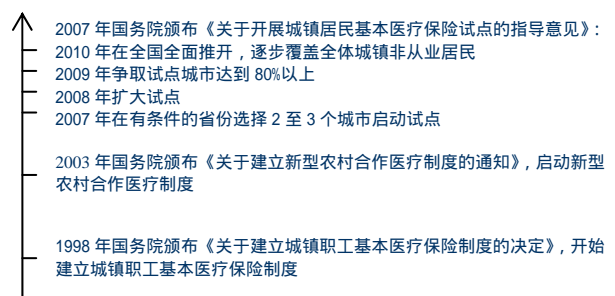
到 2010 年实现的全民医保，将扩大医疗保障范围，使原来没有医疗保障的人也能得到保障。未来在农村，农民的医疗保障由新农合覆盖；在城镇，职工的医疗保障由城镇职工基本医疗保险覆盖，非从业居民（包括中小学习，儿童等）的医疗保障由城镇居民基本医疗保险覆盖。

图 93：我国全民医保覆盖人口与比例



资料来源：中信证券研究部

图 94：我国全民医保进程



资料来源：中信证券研究部

加大政府投入，提高医疗保障水平

前面提到，政府投入少，个人支付比例过高是目前我国居民医疗保障水平低，“看病贵”的主要原因之一。因此，加大政府投入，是提高医疗保障水平，解决“看病贵”问题的有效途径。

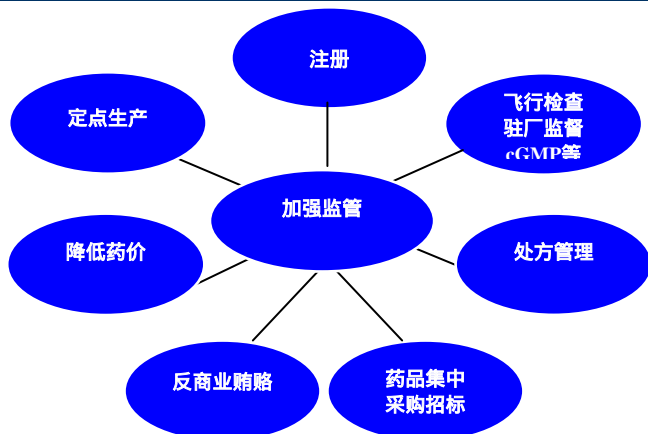
为此，我国政府已经开始加大医疗卫生方面的财政支出。2007 年，中央财政安排医疗卫生支出 312.76 亿元，比 2006 年增长 86.8%，虽然绝对值较小，但增幅居各项事业之首，其中包括新农合增加支出 58 亿元。据测算，按照我国 7 亿多农民，每人每年 50 元（中央政府 20 元，地方政府 20 元，个人 10 元）计算，国家每年补助资金将接近 300 亿元。在城镇居民基本医疗保险方面，政府每年按不低于人均 40 元给予补助，则 2 亿非从业人员共需要政府每年投入约 80 亿元。

规范药品制造与流通，促进行业整合与集中度提高

提高行业准入门槛，加速行业淘汰与整合

过去医改主要针对医疗机构、医药分业、医疗保险，而对于卫生服务要素市场包括药品、医疗器械等要素生产与流通的改革却被忽略了。结果造成国家政策对这些子行业的监管不严、执行不力，企业研发水平低，企业过多过小、过度竞争，盈利能力下降。我们认为，对这些卫生服务要素加强监管也应作为医疗卫生体制改革的一个重要方面，这将有利于医药与医疗卫生市场的正常运行与良好发展。目前，SFDA 制定了一系列的法规与政策，加强对药品生产流通企业的监管，一方面提高行业准入门槛与企业的核心竞争力，另一方面加速行业的淘汰与整合，促进行业集中度的提高。

图 95：我国对药品制造业监管加强



资料来源：中信证券研究部

提高行业准入门槛

通过新的《药品注册管理办法》的实施，提高药品注册准入门槛，突出“打假”与“创新”；通过飞行检查、驻厂监督、cGMP 的实施，提高药品生产准入门槛，加强药品生产动态监管；通过药品定点生产，设置定点资格，保障基础用药，定格于优势企业。

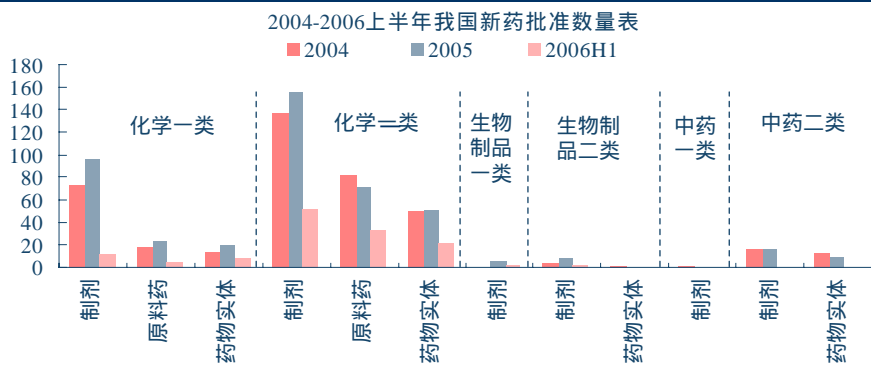
(1) 注册：提高注册准入门槛，突出“打假”与“创新”

我国过去药品审批标准过低以及药品申报中的弄虚作假行为造成我国药品过多、过滥。统计数字显示，2005 年 SFDA 共批准药品申请 11086 个，其中新药仅 1113 个，其余包括改剂药 1198 个，仿制药 8000 多个。

自 2006 年 7 月 SFDA 开展全国整顿和规范药品市场秩序专项行动。SFDA 组织了 120 个工作组、520 人次，对 685 个高类别新药注册品种进行现场核查；各省局组织了数百个工作组、出动几千人人次，完成了 23987 个品种的核查。截至今年 6 月底，全国药企共撤回药品注册申请 6441 个，占药品注册申请总数的 20%以上，并注销药品批准文号 578 个。2007 年 2 月~3 月，SFDA 对陕西、安徽、山西、青海、辽宁等五省开展文号清查试点工作，共清查品种 28204 个。

目前，政府对新药的审批越来越严格，药品审批节奏明显放缓，获得批准的新药数量也明显下降。

图 96：2004-2006 上半年我国新药批准数量



资料来源：《2006 年我国仿制药研究与市场分析》

新《药品注册管理办法》的实施将提高药品准入门槛，有助于提高我国未来新批准上市药品的质量和创新性。SFDA 于 2007 年 7 月颁布新修订的《药品注册管理办法》，并将于 10 月 1 日起施行。新的《药品注册管理办法》将药品审批权下放到地方局，由地方局负责药品审批的实务，SFDA 则集中精力负责相关法规的制定和原则指导。新《药品注册管理办法》一方面，突出打击药品研制和申报注册过程中的造假行为。强调药品生产的现场核查，并将新药的先抽样后审评改为先审评后抽样，从而防止药品申报造假。并对药品研制、申报、注册中的弄虚作假行为将进行“经济罚”、“资格罚”、“名誉罚”三罚，即可处 1 万元以上 3 万元以下罚款，或取消申报资格，并上黑名单，对以后的申报产生负面影响。为了保证评审过程的公正性，还将实行主审集体负责制、审评人员公示制、评审标准、过程、进度和结果公开制。另一方面，缩小新药范围，只有真正意义上的新药才能领取新药证书。改剂型药品只按新药程序办理，不按新药程序办证。靶向制剂、缓释、控制制剂三种剂型改变可以发新药证书。新药申请获得批准后每个品种，包括同一品种的不同规格，只能由一个单位生产。

(2) 飞行检查、驻厂监督、cGMP：提高生产准入门槛，加强生产动态监管

国家加强药品生产动态监管包括：自 2006 年 7 月开展全国整顿和规范药品市场秩序专项行动以来，SFDA 对药品生产企业实施 GMP 情况进行了全面检查。截至今年 4 月，全国共派出 6717 个检查组，派出检查人员 27000 多人次，吊销 5 家生产企业的《药品生产许可证》，收回 128 家生产企业的《药品 GMP 证书》，停产整顿 168 家，限期整改 2025 家。另外，今年 3 月底，已向 65 家血液制品、疫苗生产企业派驻了 84 名监督员；陕西、山西、山东、福建、江西、湖北、安徽、哈尔滨等省、市局已向注射剂生产企业派驻了 342 名监督员。

新《药品注册管理办法》中的药品生产现场核查将是现在实施的飞行检查、驻厂监督的延伸，也是未来可能实行的 cGMP（动态药品生产管理规范）的预演。通过动态监管，将不合格企业清除出市场，不仅有利于保障上市药品的质量，而且有利于市场向优势优质企业的集中。

(3) 定点生产：设置定点资格，保障基础用药，定格优势企业

为保障基础用药，SFDA 于 2007 年 2 月公布第一批城市社区、农村基本用药定点生产企业名单，其中包括 10 家生产企业，18 种常用药品。

随后，SFDA、发改委、卫生部联合于今年 5 月发布《关于加强城市社区和农村基本用药定点生产、使用和价格管理的通知》，在药品价格、利润率、药品招标等方面给予了保证。通知规定：定点生产的城市社区和农村基本用药实行统一价格。价格主管部门在适当放宽生产企业销售利润率的前提下，对定点生产城市社区和农村基本用药单独制定价格。生产企业将定点生产药品的零售价格直接印制在药品的最小零售包装盒上。城市社区和农村医疗机构应优先采购和使用定点生产的城市社区和农村基本用药。定点生产的城市社区和农村基本用药不实行集中采购，直接入围候选品种目录供医疗机构采购。

2007 年 7 月 SFDA 又发布了《关于对定点生产城市社区农村基本用药实行统一标识的通知》，对定点生产药品的外包装作了明确的规定。

表 27：第一批城市社区、农村基本用药定点生产企业名单

定点生产企业	定点生产品种
北京双鹤药业股份有限公司	氨茶碱片、复方氢氧化铝片、盐酸二甲双胍片、硫酸阿托品注射液
华北制药股份有限公司	注射用青霉素钠、注射用头孢唑啉钠
华北制药集团制剂有限公司	阿莫西林胶囊
常州制药厂有限公司	对乙酰氨基酚片、复方利血平片、盐酸二甲双胍片、硫酸阿托品注射液
西南药业股份有限公司	注射用青霉素钠、注射用头孢唑啉钠、对乙酰氨基酚片、颠茄片
成都第一制药有限公司	氨茶碱片、复方氢氧化铝片、阿斯匹林肠溶片、克霉唑栓
青海制药厂有限公司	对乙酰氨基酚片、复方氢氧化铝片、阿斯匹林肠溶片
天津中新药业集团股份有限公司达仁堂制药厂	人参健脾丸、八珍益母丸、大活络丸
大连美罗中药厂有限公司	七厘散、人参健脾丸、大活络丸、清热解毒口服液
山东方健制药有限公司	七厘散、人参健脾丸、复方丹参片

资料来源：SFDA

加速行业淘汰与整合

国家将通过加强对药品的监督管理，加速行业淘汰与整合。为此，国家将投入 88 亿元，利用 3-5 年的时间，通过中国药品生物制品检定所、国家口岸药检所、国家医疗器械检测中心、国家药品不良反应检测体系、西部地区药检所、中部地区药检所等药品监督管理系统基础设施项目的实施来健全我国药品监督管理体系，提高药品监督管理水平。

此外，还通过处方管理、药品招标、反商业贿赂、药品降价等政策的实施，加速行业淘汰与整合，促进行业集中度的提高。

(1) 处方管理：加速行业淘汰与整合，治理“以药养医”问题

卫生部于 2007 年 2 月颁布并于 2007 年 5 月 1 日起实施的《处方管理办法》以及配套颁布的《处方常用药品通用名目录》，将推动临床合理用药，加速行业淘汰与整合，规范医疗机构和医务人员处方行为，治理“以药养医”问题。

处方管理加速行业淘汰与整合主要是因为新的《处方管理办法》规定：医疗机构应当按照经药品监督管理部门批准并公布的药品通用名称购进药品。同一通用名称药品的品种，注射剂型和口服剂型各不得超过 2 种，处方组成类同的复方制剂 1~2 种。这种医院购进药品时实行的“一品两规”原则，即一个品种的药医院只允许进两个厂家的药，要么一个进口，一个国产，要么两个均为国产。对优势企业非常有利。因为许多小药厂的药无法进入医院，被排挤在医院市场之外。这有利于药品市场向优势企业的迅速集中，有利于优势企业产品市场份额的不断扩大。例如现在在北京 300 家医院中，双鹤的大输液可以进入 99% 的医院，仅有 2-3 家医院没有进入，而且这些进入的医院均只进 2 个厂家的大输液：双鹤药业和百特（Baxter，进口品牌）。而原来这些医院一个大输液品种要进 5 家的产品。

处方管理治理“以药养医”问题主要是因为新的《处方管理办法》同时规定：处方一般不得超过 7 日用量；急诊处方一般不得超过 3 日用量；慢性病或老年病等可适当延长。每张处方不得超过 5 种药品。这些规定可以部分防止医生开大处方和部分解决以药养医的问题。这里说部分防止和部分解决是因为新的《处方管理办法》只能从药量上限制“大处方”行为的发生，却不能在药价上根本杜绝此类现象的发生。因为医药可能通过开单价较贵的药来获得补偿。

(2) 药品集中采购招标：加速行业淘汰，提高医药制造与流通业集中度

过去药品集中采购招标取得成绩的同时也暴露出许多问题。2000 年，卫生

部颁布《关于加强医疗机构药品集中招标采购试点 ze 管理工作的通知》，并最早在海南进行药品集中招标采购试点。2001 年，在总结海南、福建等试点地区经验的基础上，在全国推开药品集中招标采购。相应的，卫生部于 2001 年 11 月颁布了《医疗机构药品集中招标采购工作规范（试行）》，2004 年又颁布了《关于进一步规范医疗机构药品集中招标采购的若干规定》。药品集中招标采购是政府主导，招标主体分别为集中委托招标代理机构招标或医疗机构联合招标两种。医疗机构根据药品中标价格分散采购。药品集中招标采购实行 6 年来，在控制药品价格上涨、促进药品价格下降、促进药品流通体制改革、规范医药购销行为等方面起到了一定的作用。但是，在药品集中招标过程中也暴露出一些问题。如药品中标就死，医院变相采购高价格药品，而中标药最后反而变成了“零采购”。另外，有的地方招标完全以价取药，结果造成药品生产企业被迫严重压低产品价格，利润率明显下降，损害了药品生产企业的利益。

药品集中采购招标新趋势将加速行业淘汰，提高医药制造与流通业集中度。药品招标中的新趋势是扩大统一招标范围，如四川、江苏、广东、宁夏、安徽等地均实行了以省为单位的招标。这有利于药品招标标准的统一，减少了投标企业的工作。另外，目前招标以网上招标形式为主，简单易行，成本相对较低。我们认为，扩大统一招标范围，如以省为单位进行招标，有利于大企业的发展。因为较大范围的招标通常对同一药品的需求量大，故在一个固定的时间内，只有较大型的企业才会有能力提供足够量的药品。尤其是现在医院对同一品种的药只进两个厂家的药，故更有利于优势药企获得更多市场份额。此外，现在越来越多的地方在药品中标后的配送方面，也由过去多个流通商的分散配送改为由 1-2 家流通商来配送。这将促进商业龙头公司市场份额的扩大。比如从 2007 年开始北京社区医疗建设，其配送就由原来的 200 多家分销企业，变为最终的 2 家即北京医药股份有限公司和北京嘉士堂连锁药店经营有限公司。

（3）反商业贿赂：规范市场行为，加速淘汰与集中

卫生系统反商业贿赂从 2006 年二季度正式启动。据不完全统计，2005 年 8 月至 2006 年 7 月，全国卫生系统配合纪检监察、检察、工商等部门查处商业贿赂案件 790 件，涉案金额超过 5700 万元。已被刑事处罚 230 人，党纪政纪处理和其他处理 266 人。这些案件主要发生在药品采购、设备采购、卫生材料采购方面；案件涉及卫生行政部门的公务员、医疗机构的领导干部、行政科室和临床科室负责人等；商业贿赂行为较为隐蔽，方式和手段多样；在招标采购、基建维修活动中的商业贿赂涉案金额较大。未来，反商业贿赂会持续存在。

通过反商业贿赂将会使营销不规范、产品技术含量低的企业加速淘汰出局。将来产品技术含量高，营销规范的企业的市场份额会进一步扩大，优势企业的竞争力得到巩固和加强。

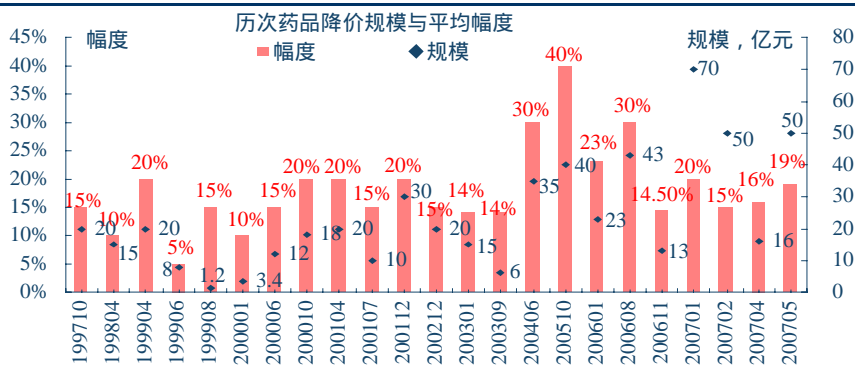
（4）降低药品价格：小企业因降价被淘汰出局，好企业因提价而彰显实力

从 1997 年至今，国家共集中降价 24 次，降价金额总计 538.6 亿元。目前，2004 年版医保目录中 1500 种中央定价药品的最高零售价格已全部调整完毕。

通过不断地药品降价，的确对虚高药价有一定扼制作用。同时，我们也看到，优势企业如产品质量好、有技术含量、产品独特等的厂家药品不但没有降价，还在提价（成本推动型或优质获得优价），比如北京双鹤的大输液产品、云南白药系列产品等。

药品降价促进了药品生产企业集中度的提高。一方面小企业因产品价格的不断下降，而被淘汰出局，而另一方面优势企业则因产品提价而获得更大市场份额和盈利空间。

图 97：历次药品降价规模与平均幅度



资料来源：中信证券研究部

医药行业集中度提高，利润向优势企业聚集

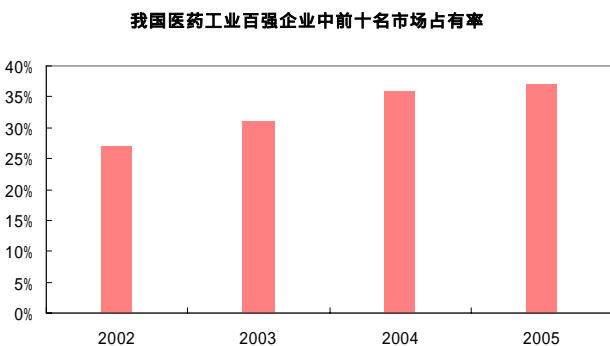
随着上述政策的实施，医药行业的监管在不断加强，小而差的企业被加速淘汰出局，促进了优势企业的业绩增长，行业的集中度迅速提高，利润向优势企业聚集。

2006 年上半年全国医药工业百强企业前 10 名、前 20 名、前 50 名和前 100 名销售收入所占比例分别为 23.04%、29.07%、38.54%和 46.86%，同比增速分别为 4.03%、2.87%、2.38%、2.26%，呈现出排名越靠前增速越快的现象，说明在目前产业处于低潮期的状况下，大企业的效益要好于小企业，产业集中度进一步提高。

从利润总额的数据看，中国医药行业的利润已明显向优势企业集中。如 2005 年 1~10 月份，进入利润总额前 100 名的化学原料药、化学药品制剂、生物制剂、中成药、医疗器械企业实现利润分别占各子行业利润的比重为 62.92%、69.7%、39.52%、60.95%、29.84%。

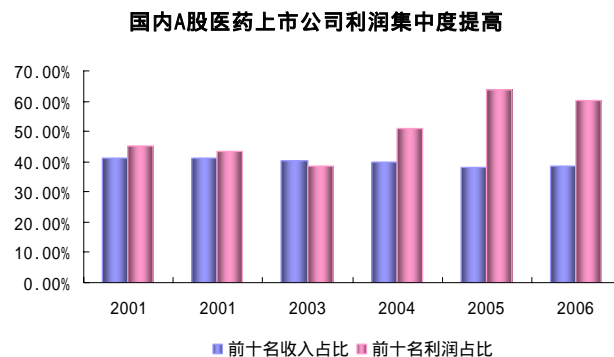
从 A 股医药上市公司前十名的收入占比情况看，集中度有所下降，然而前十名公司的利润占比明显上升，这更说明即使在行业严峻的环境下，优势企业的盈利能力不但不下降，反而会因为规模小或质量差企业的淘汰出局，利润的份额反而上升。

图 98：我国医药工业百强企业中前十名市场占有率



资料来源：SFDA 南方医药经济研究所

图 99：国内 A 股医药上市公司利润集中度提高

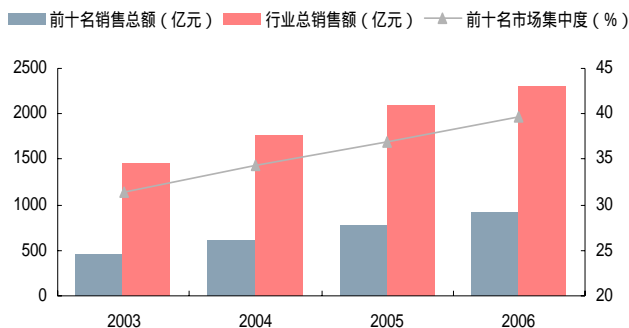


资料来源：wind, 中信证券研究部

随着医药流通业的规模增长，医药商业公司的发展壮大，以及行业并购的发生，医药流通业的集中度也在不断提高。前十名医药流通企业占有的市场份额从 2003 年的 31% 上升到了 2006 年的 39% 左右。连锁药店百强中前十位的销

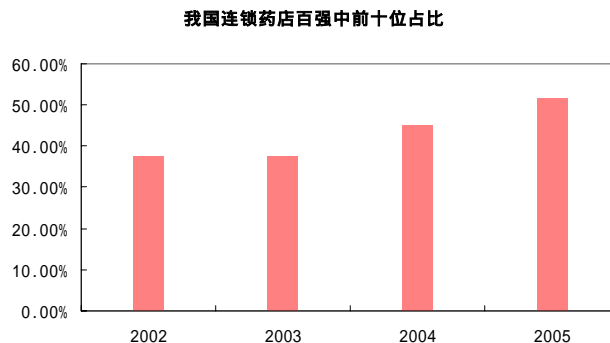
售额份额已超过百强药店的 50%，拥有的药店数量占到全国连锁药店数量的 42% 以上。

图 100：全国医药流通行业市场集中度不断提升



资料来源：中信证券研究部

图 101：我国连锁药店百强中前十位销售额占比



资料来源：我国药品零售市场现状及趋势分析

表 28：我国连锁药店拥有药店数量前十名列表

药房	数量(家)
四川科伦康贝大药房	8000
重庆桐君阁大药房	4126
湖北同济堂药房	3000
四川本草堂连锁药店	近 3000
重庆和平药房连锁	1800
哈尔滨宝丰医药连锁	1260
海王星辰	1092
广东本草医药	807
国药大药房、一致	780
江西黄庆仁华氏大药房	700
四川德仁堂连锁药店	700
合计	22265

资料来源：我国药品零售市场现状及趋势分析

在企业规模上，行业中的大企业越来越多，规模化、集约化的进程在加速。

表 29：2000-2005 年医药流通行业规模化、集约化进程加速

	超过 50 亿元 企业个数	超过 20 亿元 企业个数	超过 10 亿元 企业个数	超过 2 亿元 企业个数	超过 1 亿元 企业个数
2000	2	6	18	122	160
2003	6	17	40	160	248
2004	6	24	51	178	276
2005	8	25	56	258	374

资料来源：中信证券研究部

并购提速，医药企业“巨无霸”值得期待

医改加速行业的淘汰与集中，促进优势企业的盈利能力增强。随着优势企业核心竞争力的不断增强，其向外兼并收购的步伐加快，尽管目前我国医药制造企业的规模还很小，但是我们相信，未来医药企业的“巨无霸”仍然值得期待。

全球范围看，医药企业兼并收购是大势所趋

全球前十强医药公司的市场份额通过兼并逐步提高。1988年时，十大医药企业中只有1家是合并而来的，到1997年，前十位中有7家公司都曾经经过合并。目前，世界排名前10位制药企业的销售额已经超过全球总销售额的50%。

表 30：1988-2006 年全球医药企业前 10 强市场份额

1988		1992		1998		2006	
公司	市场占有率	公司	市场占有率	公司	市场占有率	公司	市场占有率
默克	3.9%	默克	3.6%	葛兰素	4.7%	强生	8.3%
葛兰素	2.9%	葛兰素	3.2%	默克	4.5%	辉瑞	8.2%
汽巴	2.8%	施贵宝	2.8%	诺华	4.4%	葛兰素史克	6.6%
赫司特	2.5%	美国家庭产品	2.7%	施贵宝	3.6%	诺华	5.8%
美国家庭产品	2.2%	赫司特	2.7%	强生	3.5%	赛诺菲安万特	5.8%
拜尔	2.2%	史克	2.5%	美国家庭产品	3.5%	罗氏	5.4%
强生	2.2%	强生	2.4%	赫司特	3.4%	阿斯利康	4.1%
史克	2.1%	拜尔	2.4%	辉瑞	3.3%	默克(默沙东)	3.5%
辉瑞	2.1%	汽巴-嘉基	2.3%	史克	2.8%	雅培	3.5%
山德士	2.0%	罗氏	2.2%	罗氏	2.7%	惠氏	3.2%
Top 10	24.9%	Top 10	26.8%	Top 10	36.4%	Top 10	54.3%

资料来源：中信证券研究部

表 31：历年大型制药公司的大宗并购

	并购总金额	并购事件
1998 年	680 亿美元	350 亿美元——阿斯特拉公司(Astra)与捷利康公司(Zeneca)合并 220 亿美元——赫斯特(Hoechst)与罗纳普郎克公司(Rhone-Poulenc)合并成安万特公司 110 亿美元——圣德拉堡公司(Synthelabo)与赛诺菲公司(Sanofi)合并
1999 年	1,140 亿美元	870 亿美元——辉瑞公司(Pfizer)并购兰勃特公司(Warner Lambert)； 270 亿美元——法玛西亚-普强公司(Pharmacia)与孟山都公司(Monsanto)合并
2000 年	760 亿美元	史克必成公司(SmithKline Beecham)与葛兰素威康公司(Glaxo Wellcome)合并成葛兰素史克公司
2002 年	600 亿美元	辉瑞并购法玛西亚
2004 年	537 亿欧元，约合 638.1 亿美元	赛诺菲收购安万特，成为全球第三大制药公司

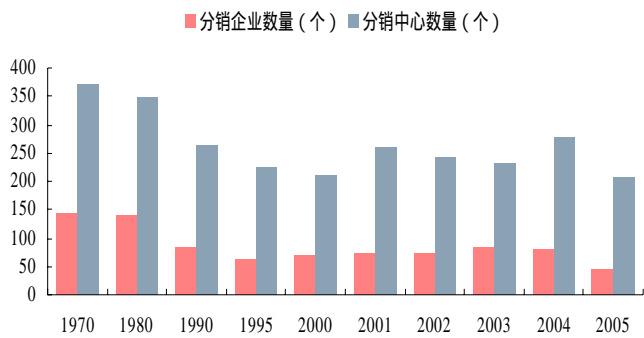
资料来源：中信证券研究部

并购也推动国外医药流通业的集中度提高，企业发展壮大。

美国三大分销企业通过并购形成寡头垄断。在上个世纪的七十年代，美国的药品行业还处于高度分散的状况。经过一系列的兼并收购，医药流通数量逐渐减少，并逐渐形成了高度集中的寡头垄断市场。McKesson、Cardinal Health 以及 Amerisource Bergen 是美国排名前三位的医药分销企业，它们的销售额占到市场总额的 95%。

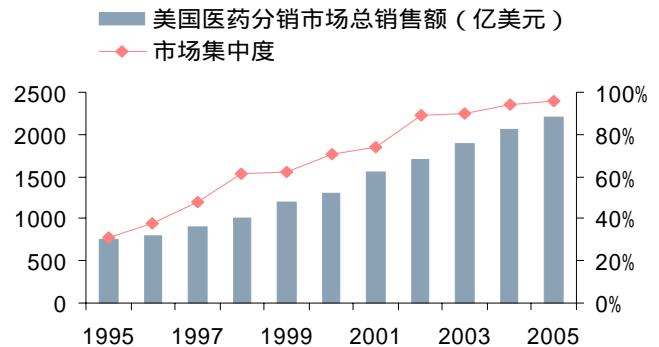
随着市场集中度的提高，医药流通行业的盈利能力也在不断增强。根据美国医药商业协会的数据，美国医药分销企业的毛利率不到 4%，比中国的水平低。但是由于并购后具有强大的规模优势，其平均费用率仅为 2.9%，因此获利能力较强。

图 102：1970 - 2005 年美国医药流通企业数量变化



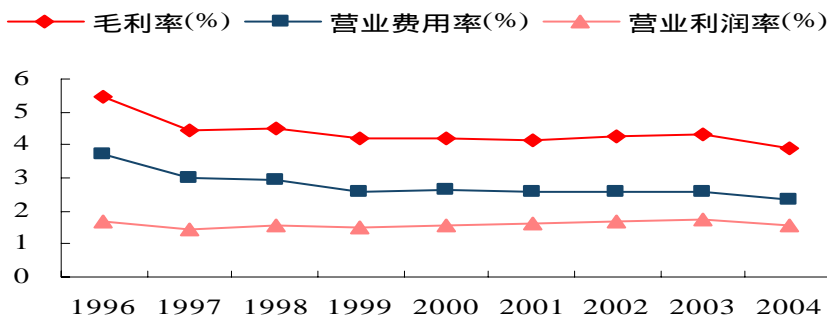
资料来源：美国医药分销行业协会，中信证券研究部

图 103：1995 - 2005 年美国医药分销市场集中度逐步提高



资料来源：美国医药分销行业协会，中信证券研究部 (注：市场集中度是前三大企业的市场份额)

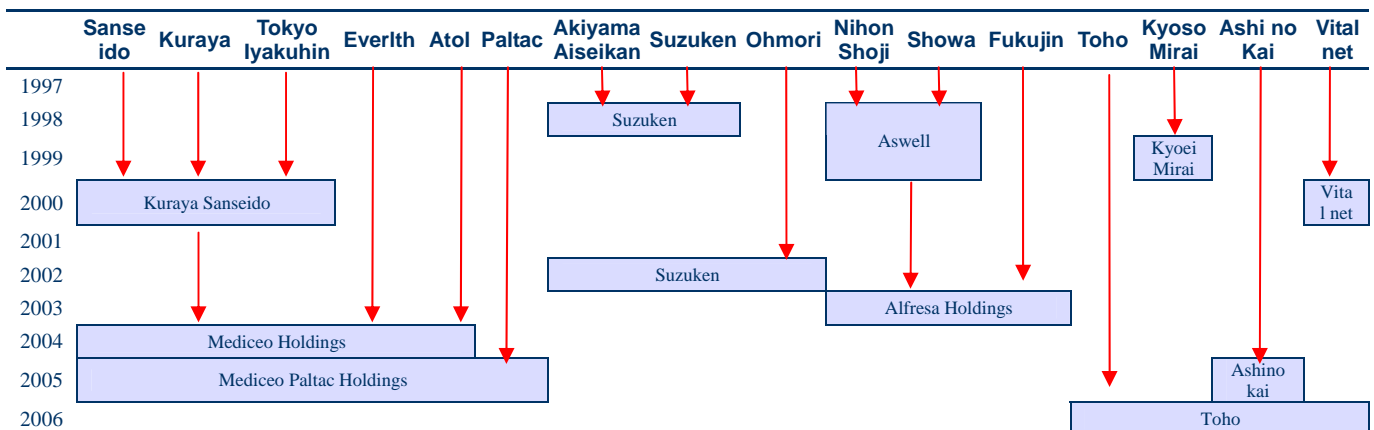
图 104：1996 - 2004 年美国医药流通行业毛利、费用率变化趋势



资料来源：美国医药分销行业协会，中信证券研究部

日本医药分销企业也通过并购推动整个市场集中度提升。目前日本最大的三家医药分销企业分别是 Medico、Suzuken 和 Alfresa，它们占到全日本 70% 以上的市场份额。这三个企业也是通过不断的并购迅速扩大销售规模。

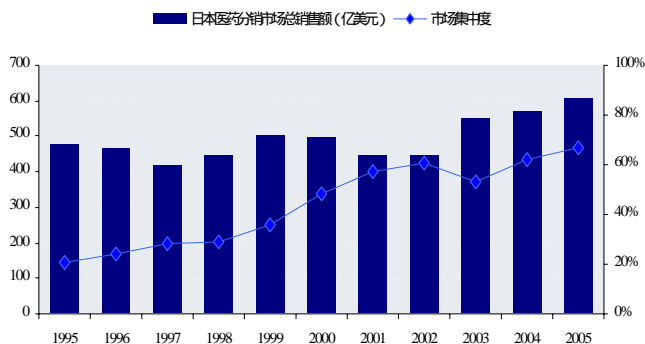
表 32：日本医药分销企业并购历史



资料来源：UBS，中信证券研究部

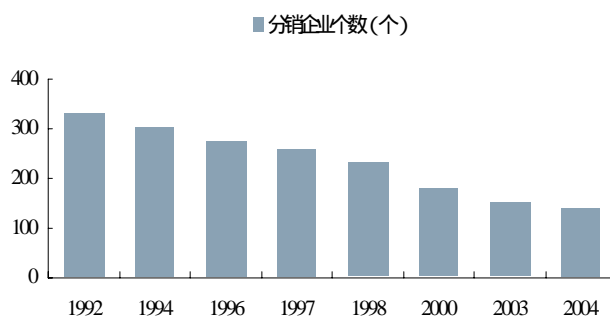
从前四位医药分销企业所占的市场份额来看，日本医药分销市场的集中度逐年提高，分销企业的个数逐年下降。

图 105：日本医药分销市场集中度逐年提高



资料来源：日本医药分销行业协会，中信证券研究部

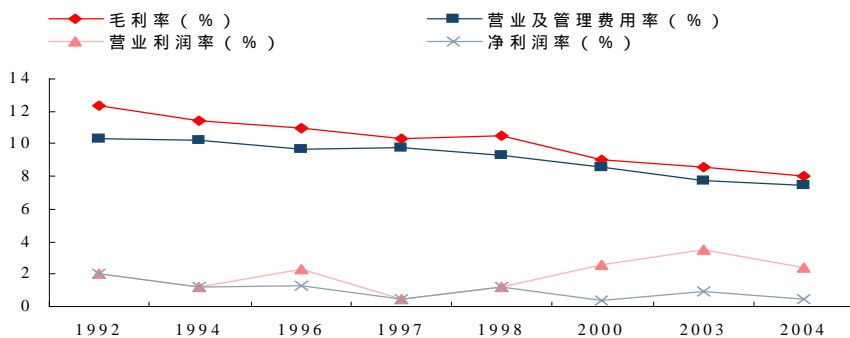
图 106：日本医药分销企业个数逐渐减少



资料来源：日本医药分销行业协会，中信证券研究部

虽然由于竞争激烈，日本医药分销业的毛利率不断下降，但是由于规模优势导致费用率下降慢，故行业整体的盈利能力保持相对平稳。

图 107：日本医药分销行业的营业利润率和净利率变化



资料来源：日本医药分销行业协会，中信证券研究部

中国医药企业并购渐成派系

中国医药企业要做大做强，兼并收购是必由之路。通过兼并收购不仅实现医药企业做大做强，而且提高行业集中度。目前，我国通过兼并收购已经形成华润、复兴、国药等派系。我们也期待在不远的未来，我国医药制造业将出现一个或几个“巨无霸”型的企业，并走向世界，成为世界级的制药公司。

表 33：我国主要医药并购派系

派系名称	派系成员
华润系（华源系）	上药集团（含上海医药）、北药集团（含双鹤药业及万东医疗）、华源制药、东阿阿胶、华源股份等其它上市公司
复兴系	复兴医药、天药股份、羚锐医药、重庆药友、花红药业、北京金象等
东盛系	东盛科技、潜江制药、盖天力制药、香海制药、青海制药
太极系	太极集团、桐君阁、西南药业
太太系	丽珠集团、健康元
远大系	华东医药、如意集团、浙江医药
国药系	国药股份、复兴医药、一致药业

资料来源：中国医药产业成长障碍

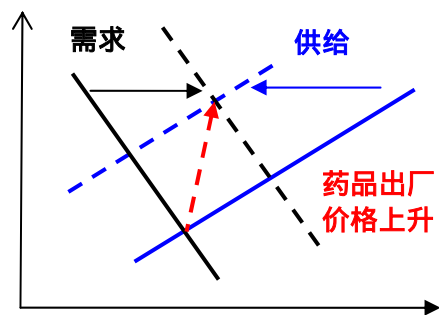
打破医院双重垄断，保护患者与药品制造商的利益

在上游医药市场，首先，社区和农村基层医疗服务供给的增加将有利于打破大型综合医院的寡头垄断，下游医疗市场对药品的需求增加将主要通过增加的基层医疗机构向上传导，同时，医药行业监管加强，药品供应商减少，将减缓原来药品严重供大于求的状态，从而打破医院的买方寡头垄断，促使药品出厂价格的上升，保障药品供应商的利益，达到新的供需平衡。医院买方寡头垄断地位的削弱，也将使其在与药品供应商的谈判中的议价能力降低，从而减少商业贿赂，减少药品流通中间环节的费用，降低虚高的药品零售价格。

在下游医疗市场，通过社区医院建设和农村医疗设施建设，增加基层医疗服务供给，调整人们的诊疗习惯，不仅提高医疗服务的可及性，解决“看病难”的问题，而且改变原来高端医院局部医疗资源供不应求的状态，从而打破大型综合医院的卖方寡头垄断，促使医疗服务及相关产品如药品、检验等价格下降，解决“看病贵”的问题，并刺激人们原来被压抑的基本医疗保健需求释放和增加，医疗服务供需达到新的平衡。临床实践中，也通过国家对处方的管理减少“大处方”现象，降低人们的药品费用支出。

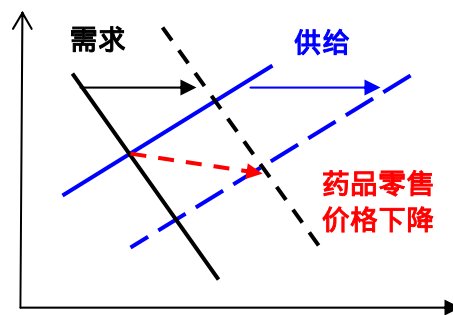
总之，通过改变上游医药市场和下游医疗市场的供需，打破医院作为买方和卖方的寡头垄断地位，从而改变市场供需状态，最终促使药品出厂价格的上升和零售价格的下降。这中间主要降低的是医院原来因为强势地位而获得的较高的加价率（从目前平均 42% 的加价率降为国家规定的 15%），以及药品流通中间环节的费用。由于医院经营还无法在短时间内解决对药品收入的依赖，故首先发生变化的将是压缩药品流通中间环节的不合理费用。随着药品流通环节逐渐扁平化和药品制造企业的“阳光营销”，药品流通中的灰色地带将消失，药品零售价格向其价值回归，药价虚高现象得到缓解。

图 108：上游医药市场供需变化打破医院买方垄断



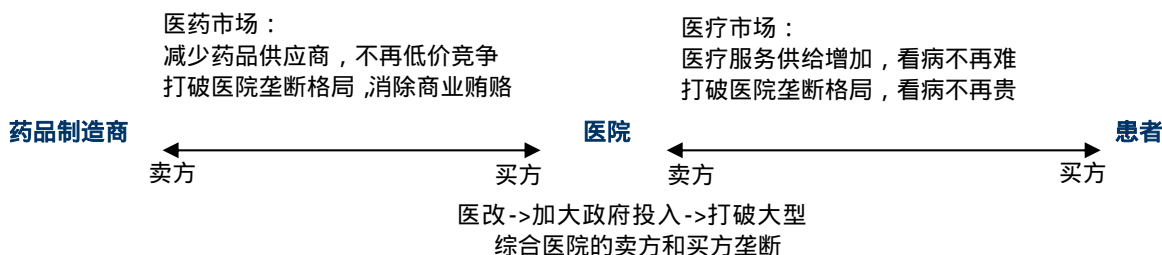
资料来源：中信证券研究部

图 109：下游医疗市场供需变化打破医院卖方垄断



资料来源：中信证券研究部

图 110：打破医院的双重垄断同时保障患者和药品制造商利益



资料来源：中信证券研究部

普药孕育投资重大机会

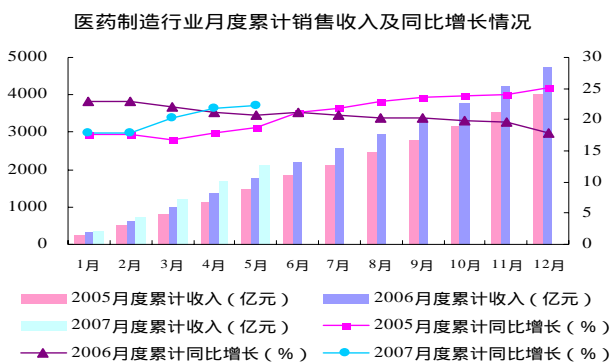
医改渐行渐近，继续看好医药行业上市公司

随着医改渐行渐近，医改对于医药行业的影响也将逐渐显现。因此，我们继续看好医药行业上市公司。

今年初，我们基于医改对医药行业的促进作用，将医药行业的投资评级上调为“强于大市”。实践证明，无论是医药行业的经营情况，还是医药行业上市公司二级市场的走势均印证了我们的判断是非常正确的。

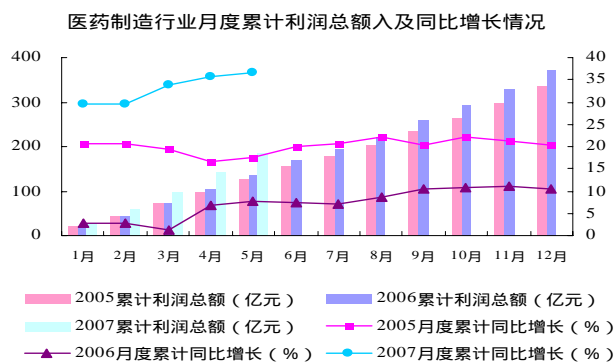
今年前五个月，医药行业经营回暖，收入和利润总额分别同比增长 22% 和 37%，好于去年同期（2006 年前 5 个月收入和利润总额分别同比增长 21% 和 8%）。

图 111：2005-2007 年医药行业月度累计销售收入



资料来源：中经网，中信证券研究部

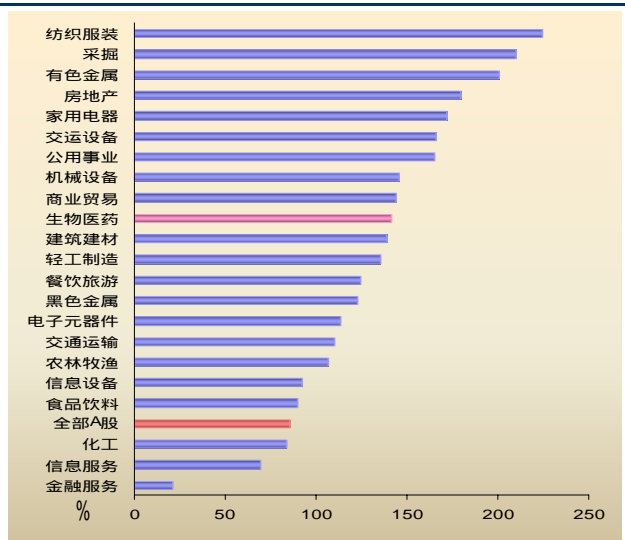
图 112：2005-2007 年医药行业月度累计利润总额



资料来源：中经网，中信证券研究部

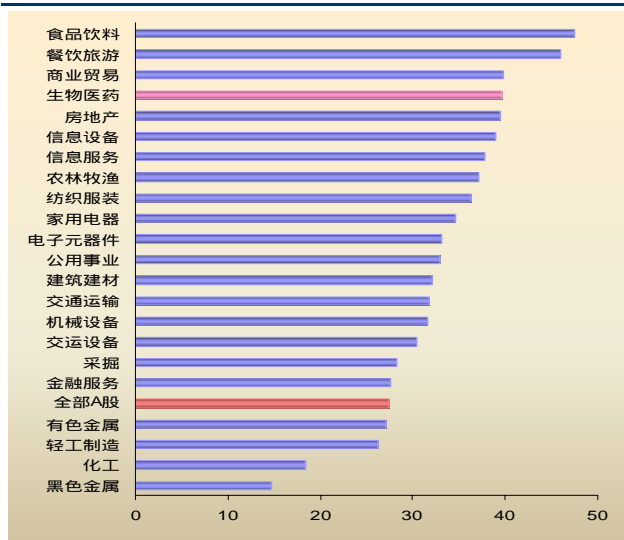
2007 年以来，医药板块的涨幅明显强于大盘，累计涨幅高达 141%，远高于 A 股市场 86% 的增长。

图 113：2007 年以来各个板块的股价涨幅表现



资料来源：wind 资讯，中信证券研究部

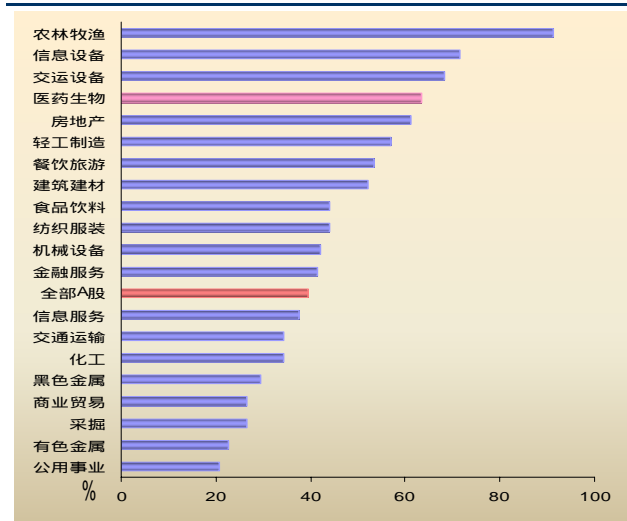
图 114：各个板块 2008 年的预测市盈率



继续看好医药行业上市公司，医药股贵不贵？从 2008 年预测市盈率看，医药行业上市公司的平均预测市盈率约为 40 倍，高于 A 股市场 27 倍的预测平均市盈率。

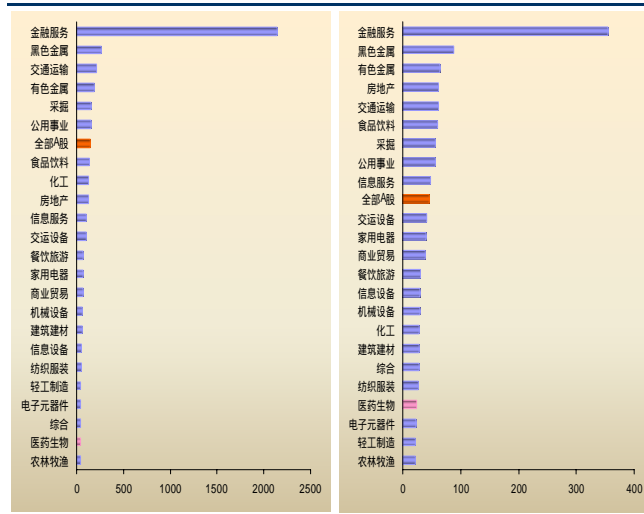
历史经验告诉我们，医药行业上市公司的平均估值一般是市场平均估值的 1.5 倍。我们看到目前的市场状况并没有脱离一般规律。我们分析这其中的原因可能与医药行业上市公司平均市值偏小，小盘股溢价有关。然而，我们认为给予医药行业上市公司高估值更重要的原因是与医药行业上市公司预期的未来业绩高成长性有关。根据 wind 预测，医药行业 2006 年至 2008 年的净利润年复合增长率高达 63.4%，在所有行业内排名第四，远高于整体 A 股市场 39.6% 的增长幅度。

图 115：2006-2008 年各行业预测业绩复合增长率



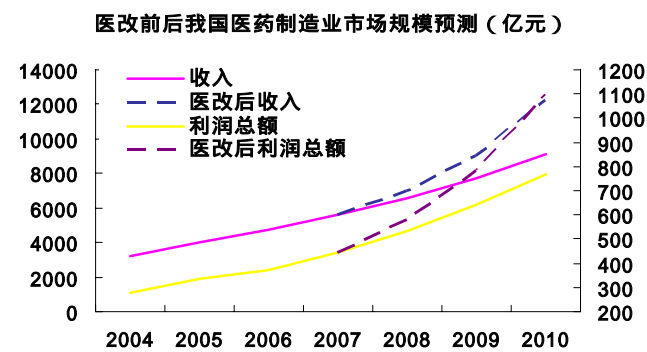
资料来源：wind 资讯，中信证券研究部

图 116：各行业平均总市值与流通市值比较



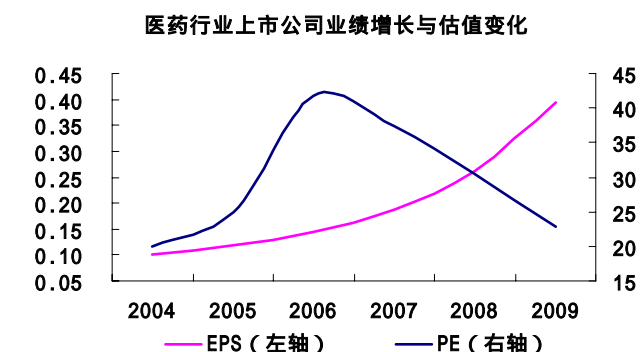
根据我们之前对医改后医疗市场规模的测算，未来我国医药市场规模增长率可能翻倍增长。同时行业政策将促使我国医药行业的集中度不断提高，行业利润可能以更快的速度增长。作为行业龙头的医药公司的业绩将会以更快于行业利润增长的速度增长。因此，尽管目前医药行业的整体市盈率偏高，但是我们认为随着医改的深入，上市公司的业绩会出现大幅的提高，最终使得医药股的整体市盈率降低，投资价值凸现。

图 117：医改前后我国医药制造业市场规模预测



资料来源：中信证券研究部

图 118：医药行业上市公司业绩增长与估值变化



资料来源：中信证券研究部

淘金医改受益公司

由于医改通过增加社区和农村基层医疗服务建设，以及双向转诊等措施调整患者的诊疗行为，同时增加了基层医疗服务的供给与需求，所以化学制药、中成药、生物制药中的普药将受益于医改。这如同证券市场爆发式增长时，经纪业务发达的证券公司将最直接受益。而以承销、业务创新为主的证券公司却不能迅速享受到证券市场增长所带来的最直接的好处。所以，我们认为，基层医疗服务的供给与需求的增加，将直接带动质优价廉普药的消费，普药公司将成为医改的最大赢家。

同时，行业政策将促使处方药市场竞争格局将率先发生变化，优势公司将胜出。所以，以处方药为主的普药优势公司将成为医改的最大赢家，并以超越行业的增速增长。

OTC 普药也会受益。主要是因为政府加大在医药卫生方面的支出比例，提高保障程度，使人们被压抑的医疗保健需求释放，OTC 市场随着药品市场的增长而增长。

基层医疗服务的供给增加将带动对医疗器械（仪器与诊断试剂）需求的增长。

政府加大在传染病防治等公共卫生方面的投入，将受惠于疫苗企业。

化学原料药、中药饮片将随着制剂的增长而间接受益。

药品流通业将通过集中招标采购等措施促进药品流通秩序的规范和药品流通企业集中度的提高，行业龙头将胜出。

表 32：新医改中可能受益子行业分析

	处方药	非处方药
化学原料药、中药饮片	间接受益	
化学制剂	普药优势公司最受益，因竞争格局最先变化	普药公司亦受益，主要随市场增长而增长
中成药		
生物制药（含疫苗）		
医疗器械（仪器与诊断试剂）	基层医疗服务的供给增加将带动需求	

资料来源：中信证券研究部

图 119：我国新的医疗体制改革可能受益公司



资料来源：中信证券研究部

普药生产企业将成为医改的最大赢家

不论是针对农村人口的“新农合”、针对城镇人口的“社区医疗”，还是针对社会弱势群体的“基本医疗保险”，均表明对于这场万众瞩目却又举步维艰的医疗改革，国家首先要建设一个“低水平、广覆盖”的医疗卫生体系，提高医疗保障的覆盖范围和保障力度。

就国家而言，随着医疗人群的扩大，医疗支出势必增加，为了能用相对较少的资金提供相对较多较广的医疗服务，“质优价廉”的普药将成为各医疗机构，尤其是社区医院的优选对象。就患者而言，大部分新被纳入医保体系的人群属于社会低收入者，他们对药品的选择偏好也大多集中在低价药品。我们认为，在这场全民医保的运动中，“质优价廉”的普药企业无疑将成为最大赢家。

处方药企业竞争格局率先发生变化，优势企业胜出

处方药在我国医药市场占据了近80%的份额。新医改中政府通过药品招标、处方管理等手段加强对医疗要素市场的监管，势必将率先改变处方药市场的竞争格局，加速企业的优胜劣汰。对于处方药企业，产品质量过硬的企业能够保证其在层层监管和竞争中不被淘汰，拥有独家品种的企业才能在集中招标中胜出，拥有产品创新能力、技术上更胜一筹的企业则可将对手阻挡于高科技的壁垒之外。我们认为，拥有上述优势的处方药企业将在新医改中脱颖而出。

OTC企业亦可分享医改增量

随着政府对基层医疗投入的增加，医疗服务的可及性大为提高，以及医保覆盖面扩大和医疗保障程度的提高，人们原来被压抑的医疗保健需求必将逐步释放。对于一些常见疾病，患者的自我诊疗意愿将大幅增强，医药零售市场规模也将因此扩大。我们认为，具有行业领先优势的OTC企业将在医改中受益，分享医改带来的市场增量。

医药流通企业龙头公司将胜出

正如前文所说，新医改中，药品、医疗器械等卫生要素集中招标的规模与范围越来越广，然而，对这类产品的配送却呈集中之势，很多地方的配送都集中于1-2个医药流通企业。而且，在配送的层次上也从原来的一、二、三级配送，扁平化为“生产厂商-配送商-终端”一级的形式，这极大地促进了医药流通过行业集中度的提高，行业龙头企业的优势更加凸现。同时，我们提到，在新医改中药品出厂价和零售价将分别呈现上升和下降的趋势，这主要将压缩医药流通的中间费用。在这种趋势下，只有大型的医药流通企业能较好地生存下来。行业集中度的提高又不可避免地推动企业的外延式并购，从而达到行业整合的目的。我们认为，具有行业龙头地位的医药流通企业将伴随医改的深入而做大做强。

医疗器械、诊断试剂、疫苗等公司将受益

由于我国新医改的主要定位是“低水平、广覆盖”，基层医疗的需求和供给都将十分庞大，这导致医疗机构对器械和诊断试剂的需求增加，同时，国家对传染病防治的力度加大，患者对疫苗的需求都将出现大幅增长。我们认为，一些与基层医疗相关的医疗器械、诊断试剂企业以及疫苗企业将从医改中受益。

表 34：受益于医改的医药企业

业务类别	医药企业
普药企业	双鹤药业、华北制药、哈药集团、丽珠集团、白云山、鲁抗医药、新华制药等
处方药企业	除了上述公司外，还包括华东医药、恒瑞医药、天士力、康缘药业等
OTC 企业	云南白药、同仁堂、广州药业、东阿阿胶等
医药流通企业	国药股份，上海医药等
医疗器械、诊断试剂及疫苗	万东医疗、新华医疗、科华生物和天坛生物等

资料来源：中信证券研究部

虽然上表中的多家医药企业都将受益于医改的春风，然而基于公司业绩、未来成长性及估值的考虑，我们主要推荐双鹤医药、华东医药、国药股份、上海医药、科华生物和万东医疗。

基于医改可能带来的上市公司业绩的爆发式增长，我们对这些公司的业绩预测均作了超乎常规的乐观预测。

重点公司推荐

双鹤药业：聚焦三大普药，医改最为受益

- ❖ **聚焦三大普药主业。**公司主要聚焦三大普药主业：大输液、心脑血管用药、内分泌用药，三大核心业务收入占产品收入的比重，2006 年达到 76.63%，比上年同期提升了 11.53 个百分点。
- ❖ **医改最为受益。**公司主要普药产品降压 0 号、糖适平和大输液已经享受到医改所带来的增长。今年前 5 个月分别销量分别增长 15%、21% 和 40%，增速快于往年。公司的塑瓶输液销量甚至翻倍。同时，公司的产品价格话语权不断增强，主导产品降压 0 号继续提价。大输液行业集中度进一步提高，前 10 名的市场份额由原来的不到 30% 提高到 50% 以上。在医院“一品两规”招标中，在北京市场成为国内唯一大输液供应商。
- ❖ **管理到位，财务状况明显改善。**盈利能力提高，经营现金流强，资产负债率明显下降。同时，公司大幅计提资产减值准备，业绩增长潜力放大。公司 2006 年计提应收帐款坏帐准备、其他应收款坏帐准备以及长期股权投资减值准备计提明显增加。
- ❖ **增发项目将成为潜在增长点。**公司部分募集资金将投资新建塑瓶输液、塑盖和非 PVC 软袋输液生产线项目。因为市场对大输液升级换代产品塑瓶、软袋的需求旺盛，以及行业监管加强，市场集中度提高，加速扩大公司产品市场份额。公司目前已满负荷生产，仍不能满足市场需要，故我们判断增发项目将成为公司未来业绩的潜在增长点。
- ❖ **风险因素。**公司为国企，股权激励尚未完成，业绩的释放具有不确定性。
- ❖ **盈利预测与投资评级。**我们预测公司 2007 - 2009 年的 EPS（中性）分别为 0.63 元、0.84 元和 1.25 元，EPS（乐观）分别为 0.63 元、1.02 元和 1.64 元，维持“买入”评级，目标价 35 元。

合并报表(百万元)	中性					乐观		
	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E
主营收入	4,597	4,049	4,265	4,681	5,622	4,265	5,328	6,627
增长率	9.6%	-11.9%	5.3%	9.7%	20.1%	5.3%	24.9%	24.4%
净利润	187	165	277	368	552	277	450	724
增长率	3866.6%	-11.7%	68.1%	33.0%	49.7%	68.0%	62.5%	60.7%
每股盈利	0.42	0.37	0.63	0.84	1.25	0.63	1.02	1.64
毛利率	26.3%	27.7%	28.6%	29.0%	30.0%	28.6%	30.1%	31.6%
ROE	10.8%	9.1%	13.6%	15.7%	19.7%	13.6%	18.7%	24.1%
息率	0.0%	0.8%	0.5%	0.7%	1.0%	0.5%	0.8%	1.3%
CPS	0.32	0.69	0.64	0.83	1.10	0.69	0.90	1.43
PE	54.4	61.5	36.6	27.5	18.4	36.6	22.5	14.0
PB	5.9	5.6	5.0	4.3	3.6	5.0	4.2	3.4
EV/EBITDA	41.8	37.9	24.4	18.8	12.2	25.1	15.8	9.7

资料来源：中信数量化投资分析系统

华东医药：专科用药独占鳌头，医改助推业绩增长

- ❖ **专科用药领域独占鳌头。**由于公司坚持了“独家和唯一”的标准，在免疫抑制剂领域占有绝对优势。公司80%以上的利润来自于子公司中美华东，其主要产品器官移植用药百令胶囊、赛斯平、卡博平、治疗胃溃疡的泮力苏等上半年销售增速较快。
- ❖ **医改助推业绩增长。**从今年上半年的情况看，公司受益于医院“一品两规”的采购制度，主要产品市场份额均有提升。我们认为未来随着医改的推进，免疫抑制剂市场集中度提升，华东医药可能继续从中受益。
- ❖ **医药商业整体趋稳。**在医药商业的调整上，公司采取了引入高毛利品种和提高纯销比例的做法。去年四季度以来，公司医药商业的毛利率基本趋稳。
- ❖ **资产注入值得期待。**公司在股改时承诺适当的时候向公司注入苏州雷允上、武汉远大以及蜀阳药业三块资产。我们保守估计一次性注入上市公司将增厚每股盈利0.12元（不考虑摊薄）。
- ❖ **风险提示。**大股东资产注入的时间和方式不确定。
- ❖ **盈利预测与投资评级。**在中性的假设下我们预测公司2007 - 2009年的EPS分别为0.38元、0.47元和0.62元，乐观情况下预测公司2007 - 2009年的EPS分别为0.38元、0.60元和0.83元（暂时都没有考虑杨歧房地产公司和资产注入的业绩贡献）。考虑到大股东资产注入的预期，我们维持“增持”的评级。目标价22元。

合并报表(百万元)	中性					乐观		
	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E
主营收入	3484	3963	5033	6443	8246	5033	6896	9308
增长率	20.9%	13.0%	27.0%	28.0%	28.0%	27.0%	37.0%	35.0%
净利润	67	83	163	205	269	163	261	361
增长率	27.7%	23.8%	86.3%	32.0%	31.2%	95.9%	68.0%	38.6%
每股盈利	0.18	0.19	0.38	0.47	0.62	0.38	0.60	0.83

合并报表（百万元）	2005	2006	中性			乐观		
			2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E
毛利率	18.0%	20.0%	20.5%	20.0%	20.0%	20.5%	21.0%	21.0%
ROE	11.1%	12.9%	13.0%	13.3%	14.5%	13.0%	14.3%	16.1%
息率	2.5%	1.7%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
CPS	0.54	0.13	0.20	0.45	0.60	-0.20	0.71	0.99
PE	119.6	96.0	49.0	38.8	29.4	49.0	30.4	22.0
PB	7.8	7.3	9.2	8.3	6.2	9.2	6.9	5.5

资料来源：中信数量化投资分析系统

国药股份：惊喜连连的优质医药商业企业

- ❖ **业绩不断超出预期。**作为质地最好的医药商业企业，公司不断呈现给市场超出预期的业绩。主营收入增速较快、综合毛利率上升和费用率下降是公司业绩超出预期的主要原因。
- ❖ **麻药一级分销业务稳中有升。**在麻药一级分销增加了两张准入牌照（重庆医药和上海医药）后，公司改变以前坐商的方式，积极营销，业务量增速还有所提升。
- ❖ **主要子公司运行平稳。**国瑞药业情况继续好转，国药物流已经扭亏，参股的麻药生产企业运行平稳；此外，公司还在今年上半年向大股东出售了处于亏损状态的国大药房，这将在下半年对公司业绩产生正面影响。
- ❖ **医改中可能受益。**我们判断在医改的进程中，作为医药商业的龙头企业，国药股份的市场集中度将会进一步提升，从而带来明显的规模效应。
- ❖ **风险因素。**麻药一级分销业务受到竞争对手威胁，规模和毛利率下滑。
- ❖ **盈利预测与投资评级。**在中性的情况下我们预测公司 2007 - 2009 年的 EPS 分别为 1.01 元、1.25 元和 1.55 元，在乐观的情况下我们预测公司 2007 - 2009 年的 EPS 分别为 1.01 元、1.42 元和 1.92 元。我们认为国药股份是一家非常优秀的公司，经营风险较小，业绩不断出现惊喜，理应享受较高的估值。给予长期“买入”的评级，短期目标价位 56 元。

合并报表（百万元）	2005	2006	中性			乐观		
			2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E
主营收入	2334	2807	3467	4319	5371	3467	4681	6319
增长率	29.6%	20.2%	25.0%	24.6%	24.4%	25.0%	35.0%	35.0%
净利润	51	81	134	166	207	134	188	255
增长率	13.2%	40.3%	45.1%	36.3%	29.2%	67.5%	40.9%	35.3%
每股盈利	0.38	0.64	1.01	1.25	1.55	1.01	1.42	1.92
毛利率	8.8%	9.1%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.5%	9.5%
ROE	10.1%	15.1%	19.3%	22.0%	23.7%	19.3%	24.0%	25.8%
息率	1.0%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
CPS	0.69	0.91	0.77	1.07	1.24	0.77	1.29	2.00
PE	119.6	71.0	45.0	36.4	29.3	47.1	33.4	24.7
PB	9.7	8.6	10.81	9.8	8.9	9.5	8.2	6.4

资料来源：中信数量化投资分析系统

上海医药：期待未来业绩快速增长

- ❖ **公司盈利能力和经营质量不断提升。**随着公司商业纯销比重的加大，商业毛利率公司总体毛利率不断提高。2006 年经营活动现金流量净额为 5.83 亿元，较 2005 年的 0.73 亿元明显增加。每股经营现金流为 1.23 元/股，明显高于每股收益 0.145 元/股。存货、应收帐款资产周转效率明显提高。
- ❖ **公司未来值得期待。**一方面是商业盈利能力进一步提升，如商业纯销比例加大、中外商业合资、第三方物流、精麻类药品经营权、华氏大药房的回归等。特别是医改加速行业的集中与扁平化，也有助于盈利能力提升。另一方面，制剂 OEM 已经敲定，增加新盈利点。
- ❖ **未来资源整合将给公司带来更大空间。**虽然目前还不能明确上药集团工业资产注入的可靠性、时间和方式，但是一旦工业资产注入，将给公司业绩带来巨大增长。
- ❖ **风险因素。**亏损子公司华源长富剥离或扭亏慢于预期，继续影响上市公司业绩；华氏大药房回归上市公司慢于预期等。
- ❖ **盈利预测与投资评级。**我们预测公司 2007 - 2009 年的 EPS（中性）分别为 0.43 元、0.5 元和 0.6 元，EPS（乐观）分别为 0.43 元、0.58 元和 0.87 元，维持“买入”评级，目标价 30 元。

合并报表(百万元)	2005	2006	中性			乐观		
			2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E
主营收入	10,699	11,410	13,018	13,215	14,480	13,018	15,475	18,380
增长率	-1.1%	6.6%	14.1%	1.5%	9.6%	14.1%	18.9%	18.8%
净利润	51	69	203	238	285	203	277	413
增长率	-43.7%	36.0%	196.1%	17.2%	19.5%	196.1%	36.2%	49.1%
每股盈利	0.11	0.14	0.43	0.50	0.60	0.43	0.58	0.87
毛利率	6.4%	6.8%	7.3%	7.8%	7.7%	7.3%	7.7%	8.0%
ROE	2.6%	3.3%	8.8%	9.4%	10.1%	8.8%	10.7%	13.9%
息率	0.5%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
CPS	0.15	1.23	0.70	1.24	0.94	0.70	0.91	0.99
PE	153.4	112.8	38.1	32.5	27.2	38.1	28.0	18.8
PB	4.5	4.4	3.9	3.5	3.1	3.9	3.4	2.9
EV/EBITDA	210.9	37.2	29.2	18.0	14.6	29.2	16.0	10.5

资料来源：中信数量化投资分析系统

科华生物：诊断试剂子行业的龙头企业

- ❖ **通过研发推动的内生性增长的诊断试剂龙头企业。**公司乙肝、丙肝、艾滋病免疫诊断试剂在国内市场份额分别位居第一、一、二位，是市场的领导者。生化诊断试剂排名第二，是市场的挑战者。核酸诊断试剂刚刚起步，正迅速增长，是市场的追随者。
- ❖ **产品种类逐步完善。**公司随着研发产品陆续投产，将从一个单纯的诊断试剂公司逐渐发展成为一个围绕诊断试剂，同时涉足诊断仪器、实验室软件的全方位发展的公司。其中，免疫、生化、核酸、快速诊断试剂的品种不断增多。我们认为，公司目前在国内诊断试剂行业中产品种类最为齐全，不仅未来增长点多，而且企业的抗风险能力也明显增强。

- ❖ **销售地域的扩展。**艾滋病诊断试剂克林顿基金中标后，已开始少量供货。在马拉维共和国 (Malawi) HIV 快速诊断试剂评估中，科华生物产品获得第一名。在乌干达评估中也取得佳绩。估计公司 HIV 快速诊断试剂的出口今年将取得突破。公司的自产产品已获得欧洲 CE 认证，产品出口有明显增长。
- ❖ **医改中可能受益。**加强新农合和城镇社区医疗建设，一方面将改善乡镇卫生院和社区医院的设施，基本的诊断试剂的采购有可能加大。另一方面，新农合和城镇社区医疗带动的医疗市场的增长，将增加诊断试剂的应用。此外，科华生物的医疗仪器也可能在医改中受益，如在卫生部颁布的《乡镇卫生院主要装备选表》中，就包括科华生物可以生产的半自动生化仪。
- ❖ **风险因素。**公司产品销售增长低于预期。
- ❖ **提高 2008 年和 2009 年业绩预测。**我们预测公司 2007 - 2009 年的 EPS (中性) 分别为 0.50 元、0.71 元和 1.02 元，EPS (乐观) 分别为 0.51 元、0.88 元和 1.33 元，维持“买入”评级，目标价 40 元。

合并报表(百万元)	中性					乐观		
	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E
主营收入	301	339	408	529	712	435	648	909
增长率	25.7%	12.8%	20.3%	29.7%	34.5%	28.4%	48.8%	40.3%
净利润	56	75	105	150	215	108	186	279
增长率	31.7%	32.2%	40.8%	43.3%	43.0%	44.9%	72.0%	50.1%
每股盈利	0.27	0.35	0.50	0.71	1.02	0.51	0.88	1.33
毛利率	55.2%	56.4%	58.0%	59.8%	61.3%	56.8%	59.1%	60.7%
ROE	16.6%	19.9%	22.9%	28.2%	33.5%	23.5%	33.6%	40.2%
息率	1.2%	1.0%	1.3%	1.8%	2.6%	0.9%	1.5%	2.2%
CPS	0.35	0.41	0.48	0.65	0.91	0.47	0.73	1.14
PE	110.0	83.2	59.1	42.9	34.9	57.4	33.4	22.3
PB	18.2	16.5	14.2	12.2	10.4	14.2	11.7	9.3
EV/EBITDA	67.8	58.2	45.7	33.3	26.9	44.5	26.2	17.4

资料来源：中信数量化投资分析系统

万东医疗：资产注入加医改受益的医疗仪器龙头

- ❖ **X 射线机的国内龙头企业。**X 射线机占公司收入的 90%，利润的几近 100%。其市场占有率高，约为国内市场的 60%。产品结构逐渐升级，高端产品比重加大。2006 年收入约为 5 亿元，与 2005 年基本持平。随着国家农村等基础医疗保障的加强，X 射线机将保持平稳增长。
- ❖ **核磁共振 (MRI) 未来将稳定增长。**核磁共振于 2004 年推出。核磁共振与 X 射线机均已获得 FDA 和 CE 认证。预计 2007 年，MRI 将稳定增长。并且，公司将来还计划成立合资公司进一步扩大 MRI 的国际销售。
- ❖ **未来新医改的受益者。**国家医疗体制改革，政府加大投入，加强城镇社区医疗建设和农村新农合将增加对公司产品，尤其是 X 射线机的采购。
- ❖ **行业整合带来新增长。**目前，万东医疗和上海医疗器械集团分别在国内 X 射线机中低端产品方面占有第一和第二的市场份额。这两个公司的最终实际控制人均为华润，如果二者未来在 X 射线机方面资产整合，将会给万东医疗带来资产外延式的新增长。
- ❖ **风险因素。**由于市场竞争和招标的原因所致的产品价格下降风险。

❖ **盈利预测与投资评级。**我们预测公司 2007 - 2009 年的 EPS (中性) 分别为 0.27 元、0.31 元和 0.37 元, EPS (乐观) 分别为 0.27 元、0.57 元和 0.79 元, 维持“买入”评级, 目标价 25 元。

合并报表(百万元)	2005	2006	中性			乐观		
			2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E
主营收入	495	515	615	720	828	615	920	1,199
增长率	3.1%	4.0%	19.4%	17.1%	15.0%	19.4%	49.6%	30.4%
净利润	18	30	38	45	53	38	83	114
增长率	-45.4%	68.1%	29.8%	18.6%	16.3%	29.8%	115.2%	37.7%
每股盈利	0.12	0.20	0.27	0.31	0.37	0.27	0.57	0.79
毛利率	30.8%	32.4%	32.4%	32.4%	32.4%	32.4%	33.4%	33.9%
ROE	4.2%	6.6%	8.0%	8.7%	9.2%	8.0%	14.7%	17.0%
息率	0.49%	0.31%	0.08%	0.10%	0.11%	0.08%	0.18%	0.24%
CPS	0.44	0.15	0.11	0.17	0.22	0.11	-0.06	0.23
PE	133.8	79.6	61.3	51.7	44.5	61.3	28.5	20.7
PB	5.6	5.3	4.9	4.5	4.1	4.9	4.2	3.5
EV/EBITDA	115.3	53.5	41.2	35.6	31.1	41.2	21.2	15.7

资料来源：中信证券研究部

表 35：公司业绩预测及投资评级

证券简称	最新评级	证券代码	总股本 (万股)	流通股 (万股)	收盘价(元) 2007-7-31	EPS (元/股)			PE		
						2006	2007E	2008E	2006	2007E	2008E
生物医药											
科华生物	买入	002022	21038	15177	29.50	0.35	0.50	0.71	83	59	42
天坛生物	增持	600161	32550	14235	34.41	0.31	0.20	0.22	111	172	156
华兰生物	未评	002007	18090	12092	43.40	0.44	0.64	0.76	99	68	57
双鹭药业	未评	002038	12420	6109	42.70	0.41	0.83	0.99	105	51	43
传统中药											
云南白药	持有	000538	48405	22063	37.07	0.57	0.64	0.77	65	58	48
广州药业	增持	600332	81090	16294	14.49	0.28	0.39	0.41	52	37	35
同仁堂	增持	600085	43402	19425	38.47	0.36	0.70	0.82	107	55	47
东阿阿胶	买入	000423	52376	40240	30.35	0.29	0.42	0.54	103	72	56
片仔癀	持有	600436	14000	6175	38.63	0.59	0.73	0.85	66	53	45
现代中药											
千金药业	增持	600479	15120	7218	28.83	0.47	0.58	0.69	61	50	42
康缘药业	增持	600557	15606	10012	20.87	0.41	0.50	0.61	51	42	34
天士力	增持	600535	48800	21332	22.77	0.42	0.45	0.51	54	51	45
江中药业	增持	600750	21917	12355	26.15	0.35	0.49	0.62	75	53	42
康美药业	买入	600518	43860	28493	14.26	0.23	0.30	0.42	63	48	34
三九医药	增持	000 999	97890	26000	19.04	0.17	0.27	0.36	112	71	53
医疗器械											
万东医疗	买入	600055	14430	7718	16.30	0.20	0.27	0.31	80	63	53
化学制剂											
恒瑞医药	增持	600276	43107	24976	44.10	0.48	0.65	0.85	92	68	52
双鹤药业	买入	600062	44108	24534	22.19	0.37	0.60	0.84	59	37	26
华东医药	增持	000963	43406	18037	17.87	0.19	0.36	0.43	93	50	42
原料药											
华海药业	增持	600521	23017	13551	25.80	0.48	0.60	0.81	54	43	32
海正药业	持有	600267	44928	20613	15.69	0.18	0.23	0.29	88	68	54
医药商业											
上海医药	买入	600849	47431	28606	16.34	0.14	0.43	0.50	113	38	33
国药股份	买入	600511	13300	6890	44.99	0.64	0.92	1.18	70	49	38

资料来源：中信证券研究部

表 36：医药类上市公司国际估值比较

专利药制药公司	货币单位	股价	市值 (百万)	2006 EPS	2007 EPS	2008 EPS	2006 PE	2007 PE	2008 PE	ROE	PB	PS	2006-2008 EPS CAGR	PEG
NOVARTIS AG-REG	USD	65.30	178,202	3.01	4.41	4.57	21.69	14.81	14.28	19.37	3.29	3.51	0.23	0.61
JOHNSON & JOHNSON	USD	60.67	175,734	3.76	4.04	4.27	16.14	15.00	14.20	28.33	4.48	3.35	0.07	2.15
PFIZER INC	USD	23.60	165,624	2.06	2.15	2.35	11.46	11.00	10.06	28.26	2.66	4.01	0.07	1.50
ROCHE HOLDING-BR	CHF	239.10	189,026	9.24	10.99	12.77	25.88	21.76	18.73	21.65	5.61	5.29	0.18	1.07
GLAXOSMITHKLINE	GBP	1255.00	71,477	96.00	100.00	108.00	13.07	12.55	11.62	64.55	8.44	3.58	0.06	1.92
MERCK & CO	USD	49.84	108,017	2.52	2.90	3.04	19.78	17.17	16.38	25.00	6.24	5.04	0.10	1.66
ABBOTT LABS	USD	51.03	78,605	2.53	2.81	3.23	20.17	18.16	15.80	12.06	6.39	4.03	0.13	1.22
WYETH	USD	48.65	65,442	3.19	3.51	3.89	15.25	13.88	12.51	31.50	5.05	3.63	0.10	1.20
ELI LILLY & CO	USD	54.33	61,613	3.18	3.40	3.76	17.08	15.99	14.45	24.46	5.84	3.98	0.09	1.65
BRISTOL-MYER SQB	USD	28.68	56,444	1.09	1.37	1.55	26.31	20.90	18.50	14.95	5.83	3.37	0.19	0.96
ASTRAZENECA PLC	USD	2559.00	38,181	38.60	40.30	51.20	66.30	63.50	49.98	41.82	5.89	3.08	0.15	3.29
平均值 1							23.01	20.43	17.86	28.36	5.43			
平均值 2							23.13	20.94	18.19	29.18	5.62			
通用名制药公司	货币单位	股价	市值 (百万)	2006 EPS	2007 EPS	2008 EPS	2006 PE	2007 PE	2008 PE	ROE	PB	PS	2006-2008 EPS CAGR	PEG
TEVA PHARMA	USD	18600	149,143	720.00	2300	2680.00	25.83	8.09	6.94	6.35	2.79	3.46	0.93	0.07
BARR PHARMACEUTI	USD	51.62	145,416	3.24	3.25	3.80	15.96	15.87	13.58	23.01	3.90	3.62	0.08	1.62
MYLAN LABS INC	USD	16.04	78,756	1.00	1.60	1.67	16.10	10.06	9.62	14.01	3.82	2.87	0.29	0.33
RANBAXY LABS LTD	INR	389.90	62,679	5.50	13.86	16.51	70.90	28.13	23.61	10.31	6.04	2.89	0.73	0.32
WATSON PHARM	USD	30.57	34,897	1.03	1.26	1.88	29.68	24.19	16.27	-23.54	1.89	1.44	0.35	0.46
HI-TECH PHARMACA	USD	10.02	16,766	0.85	0.13	0.49	11.79	80.16	20.45	14.49	1.67	2.10	-0.24	-0.85
平均值 1							28.38	27.75	15.08	7.44	3.35			
平均值 2							26.90	16.93	12.63	11.20	3.60			
生物技术公司	货币单位	股价	市值 (百万)	2006 EPS	2007 EPS	2008 EPS	2006 PE	2007 PE	2008 PE	ROE	PB	PS	2006-2008 EPS CAGR	PEG
GENENTECH INC	USD	74.78	78,756	2.06	2.88	3.49	36.30	25.95	21.44	24.94	8.02	8.03	0.30	0.71
AMGEN INC	USD	54.05	62,679	3.76	4.20	4.44	14.38	12.88	12.16	14.97	3.18	4.28	0.09	1.40
MERCK SERONO SA-BR	USD	1096.00	16,766	50.18	59.85	64.30	21.84	18.31	17.04	-4.60	4.76	4.68	0.13	1.29
GENZYME CORP	USD	63.17	16,680	2.20	3.24	3.67	28.70	19.47	17.24	-0.31	2.80	4.95	0.29	0.59
BIOGEN IDEC INC	USD	56.66	16,246	2.12	2.55	2.89	26.75	22.22	19.58	3.09	2.16	5.64	0.17	1.16
MILLIPORE CORP	USD	78.70	4,248	1.10	3.41	3.99	71.55	23.09	19.73	11.15	4.07	2.95	0.90	0.22
INVITROGEN CORP	USD	72.29	3,380	3.10	3.49	3.99	23.32	20.74	18.12	-10.41	2.12	2.86	0.13	1.35
平均值 1							31.83	20.38	17.90	5.55	3.87			
平均值 2							27.28	20.19	17.55	14.50	5.12			
医药商业公司	货币单位	股价	市值 (百万)	2006 EPS	2007 EPS	2008 EPS	2006 PE	2007 PE	2008 PE	ROE	PB	PS	2006-2008 EPS CAGR	PEG
WALGREEN CO	USD	44.41	44,128	1.71	2.08	2.35	25.97	21.35	18.88	18.42	4.31	0.90	0.17	1.09
CARDINAL HEALTH	USD	66.02	25394.49	3.06	3.39	4.10	21.58	19.45	16.09	11.71	3.53	0.33	0.16	1.02
CVS CORP	USD	35.33	55,261	1.72	1.90	2.31	20.54	18.60	15.27	15.21	1.75	0.69	0.16	0.96
MCKESSON CORP	USD	57.95	17,140	2.89	3.23	3.72	20.05	17.93	15.56	14.99	2.91	0.20	0.14	1.15
AMERISOURCEBERGE	USD	47.27	9,032	2.32	2.58	2.92	20.38	18.36	16.19	11.11	2.39	0.16	0.12	1.33
CELESIO AG	EUR	44.64	7,593	2.49	2.93	3.32	17.93	15.25	13.43	17.33	3.19	0.39	0.16	0.87

RITE AID CORP	USD	5.50	4,339	0.13	-0.12	0.17	42.27	-45.79	33.30	-0.40	2.93	0.19	0.13	2.63
LONGS DRUG STORE	USD	48.79	1,858	2.05	2.48	2.80	23.80	19.64	17.43	9.40	2.66	0.42	0.17	1.03
平均值 1							24.06	10.60	18.27	12.22	2.96			
平均值 2							22.58	17.55	16.86	14.90	2.97			
日本公司	货币单位	股价	市值 (百万)	2006 EPS	2007 EPS	2008 EPS	2006 PE	2007 PE	2008 PE	ROE	PB	PS	2006-2008 EPS CAGR	PEG
ASTELLAS PHARMA	JPY	4900.00	2,542,927	244.07	287.85	316.81	20.08	17.02	15.47	11.34	2.49	3.10	0.14	1.11
EISAI CO LTD	JPY	5030.00	1,491,732	247.85	277.50	299.93	20.29	18.13	16.77	13.17	2.98	2.45	0.10	1.68
CHUGAI PHARMA CO	JPY	2055	1150041	69.35	69.497	83.454	29.63	29.57	24.62	10.14	4.14	4.94	0.10	2.54
SHIONOGI & CO	JPY	1904.00	668,563	54.61	71.24	93.17	34.87	26.73	20.44	5.45	2.14	3.70	0.31	0.67
ONO PHARMA	JPY	6210.00	750,463	302.73	299.41	296.06	20.51	20.74	20.98	7.95	1.68	5.37	-0.01	-18.93
MEDICEO PALTAC H	JPY	1756.00	426,989	82.86	116.14	130.75	21.19	15.12	13.43	10.15	1.78	0.24	0.26	0.52
SUZUKEN CO LTD	JPY	3700.00	347,612	191.72	227.05	235.99	19.30	16.30	15.68	7.40	1.46	0.26	0.11	1.43
ALFRESA HOLDINGS	JPY	8120.00	327,036	301.93	495.72	589.90	26.89	16.38	13.77	5.83	2.10	0.20	0.40	0.35
SAWAI PHARMACEUT	JPY	4120.00	64,692	157.67	234.78	264.60	26.13	17.55	15.57	11.46	2.19	2.01	0.30	0.53
TOWA PHARMA CO	JPY	4920.00	84,486	151.33	182.02	196.11	32.51	27.03	25.09	3.40	2.70	3.34	0.14	1.81
平均值 1							25.14	20.46	18.18	8.63	2.37			
平均值 2							23.31	20.20	17.94	10.13	2.62			
印度公司	货币单位	股价	市值 (百万)	2006 EPS	2007 EPS	2008 EPS	2006 PE	2007 PE	2008 PE	ROE	PB	PS	2006-2008 EPS CAGR	PEG
CIPLA LTD	INR	190.70	148,230	3.24	8.99	10.29	58.82	21.21	18.53	34.36	7.91	5.34	0.78	0.24
SUN PHARMA INDUS	INR	930.50	182,337	30.90	36.24	43.95	30.12	25.68	21.17	42.17	11.84	11.79	0.19	1.10
RANBAXY LABS LTD	INR	389.90	145,416	5.50	13.86	16.51	70.90	28.13	23.61	10.31	6.04	2.89	0.73	0.32
DR REDDY'S LABS	INR	633.55	106,401	4.79	43.39	37.07	132.18	14.60	17.09	7.32	4.94	4.30	1.78	0.10
NICHOLAS PIRAMAL	INR	269.45	56,319	10.30	14.33	17.81	26.16	18.80	15.13	16.08	6.02	2.34	0.32	0.48
WOCKHARDT LTD	INR	386.55	42,302	23.55	23.45	28.03	16.41	16.49	13.79	35.89	5.43	3.13	0.09	1.52
MATRIX LABS LTD	INR	245.90	37,955	12.96	12.33	14.75	18.97	19.94	16.67	24.37	3.73	3.09	0.07	2.49
LUPIN LTD	INR	643.80	52,477	21.12	27.16	37.70	30.49	23.71	17.08	30.47	9.20	3.36	0.34	0.51
AVENTIS PHARMA	INR	1313.75	30,256	63.00	79.01	85.29	20.85	16.63	15.40	29.68	5.59	3.62	0.16	0.94
平均值 1							44.99	20.58	17.61	25.63	6.74			
平均值 2							53.54	22.32	19.19	24.20	7.54			
香港上市公司	货币单位	股价	市值 (百万)	2006 EPS	2007 EPS	2008 EPS	2006 PE	2007 PE	2008 PE	ROE	PB	PS	2006-2008 EPS CAGR	PEG
GUANGZHOU PHAR-H	CNY	6.59	10,301	0.27	0.33	0.43	24.50	20.21	15.36	7.76	2.06	0.58	0.26	0.58
CHINA SHINEWAY	CNY	5.66	4,681	0.40	0.45	0.53	14.15	12.66	10.62	19.59	2.39	5.02	0.15	0.69
SINO BIOPHARM	HKD	2.08	4,709	0.06	0.06	0.07	33.55	34.67	32.00	7.51	1.66	4.31	0.02	13.38
TONG REN TANG-H	CNY	20.00	3,946	0.81	1.16	1.35	24.69	17.27	14.78	15.34	3.90	3.77	0.29	0.51
MINGYUAN MEDICA	HKD	1.60	4,340	0.03	0.05	0.07	59.26	32.00	21.62	13.87	3.88	13.71	0.66	0.33
平均值 1							36.38	22.82	18.74	16.27	4.02			
平均值 2							29.71	22.80	18.26	11.71	2.59			

资料来源：Bloomberg, 中信证券研究部

注：平均值 1 为简单算术平均，平均值 2 为总市值加权平均

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司(合称“中信证券”)违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示,否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下,不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议,而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠,但中信证券不能担保其准确性或完整性,而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任,除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑,本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易,向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意,及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断,可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖,同样地阁下可能难以以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下,我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户,应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2007 版权所有。保留一切权利。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准;

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅;

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对中标 300 指数涨幅 20% 以上;
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5% ~ 20% 之间;
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于 -10% ~ 5% 之间;
	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10% 以上;
行业投资评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10% 以上;
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10% 之间;
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10% 以上;

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 21 楼 200120)	深圳市笋岗路 12 号中民时代广场 B 座 33 层 (518029)	香港中环添美道 1 号中信大厦 28 楼
电话:	(010)84588720	(021)68818898	(0755)82485094	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68818890	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			