

关注“医改”推进过程中行业结构变化带来的投资机会

—— 2009 年医药行业投资策略报告

行业评级

医药行业:	中性
化学药:	中性
中成药:	中性
医药商业:	中性

重点公司 (12 月 25 日数据)

恒瑞医药	37.89 元		
	08E	09E	10E
EPS	0.87	1.21	1.60
P/E	43.6	31.3	23.7
P/B	9.92	7.73	5.92
云南白药	34.00 元		
	08E	09E	10E
EPS	0.89	1.16	1.50
P/E	38.2	29.3	22.7
P/B	9.79	7.73	6.08
亚宝药业	12.05 元		
	08E	09E	10E
EPS	0.55	0.71	0.92
P/E	21.9	17.0	13.1
P/B	2.44	2.19	1.95
国药股份	28.04 元		
	08E	09E	10E
EPS	0.79	1.04	1.32
P/E	35.5	27.0	21.2
P/B	7.92	6.23	5.20

相关研究

2008 年四季度医药行业投资策略

报告 08 年 09 月 19 日

2008 年三季度医药行业投资策略

报告 08 年 06 月 20 日

南京市中山东路90号

电话: (8625) 84457777

http://www.htsc.com.cn

行 业: 医药行业

研究员: 彭海柱

电 话: 025-84457777-221

E-mail: penghz@sina.com

2008 年 12 月 26 日

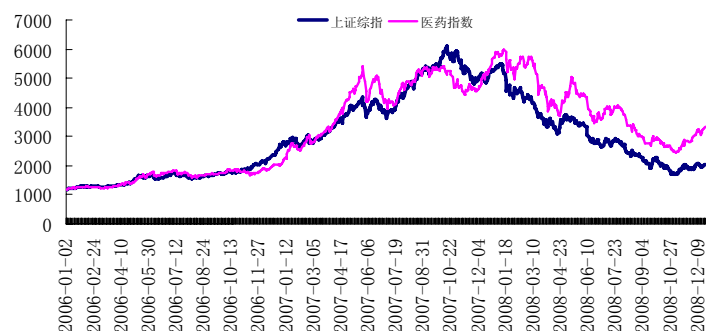
投资要点:

● 2008 年第三季度,我国医药行业销售收入和利润总额同比分别为 28.8%和 39.8%,与一季度的 50%、二季度的 44.8%相比,行业利润增速逐季下滑趋势明显,但由于利润整体增速仍处高位,故而从全年分析,整个医药行业仍有望保持较快增长。

● 在影响 2009 年医药行业发展的因素中,最大的影响因素当是“医改”。由于改革开放后,医疗卫生体制改革采取了商业化和市场化的价值取向。导致了医疗卫生的公平性下降,对现行医疗卫生体制改革迫在眉睫。

● 10 月 14 日,《关于深化医药卫生体制改革的意见(征求意见稿)》向社会公开征求意见,明确了医改的原则和目标以及近期重点要做的工作。而随着国家关于 4 万亿投资计划中与医疗卫生服务相关的投资逐步落实,将不仅推动医改的进程,同时也将促进行业结构发生改变。普药、中成药和医疗器械将受益。

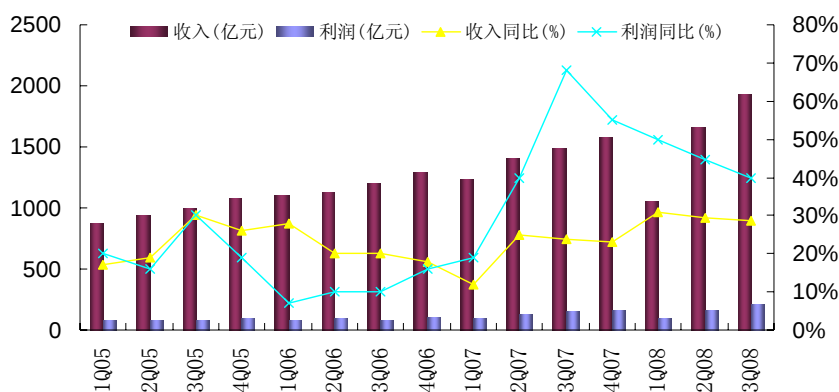
● 由于医药类股票是市场溢价最高的几个品种之一,故我们的投资思路是依靠高增长来弥补高估值,而高增长又分为两种,一种类型是公司依靠自身就能够做到较快速增长,另一种是借助医改红利实现的高增长,故本期投资策略可归纳为“业绩高增长+医改受益”。



一、2008 年医药行业维持较快增长速度

对医药行业及其主要子行业进行逐季比较分析，从2007年第二季度以来，医药行业的销售收入和利润增长率水平都保持在较高水平。进入2008年，我国医药行业销售收入按季分析始终保持在30%左右的高位，但行业利润却在逐季走低。08年一季度利润增速为50%，二季度下降到44.8%，三季度则为39.8%。故医药行业的利润增长率从07年三季度达到高点后，就一直呈逐季下滑趋势，但由于始终在高位，故而从全年分析，整个医药行业仍有望保持较快增长。

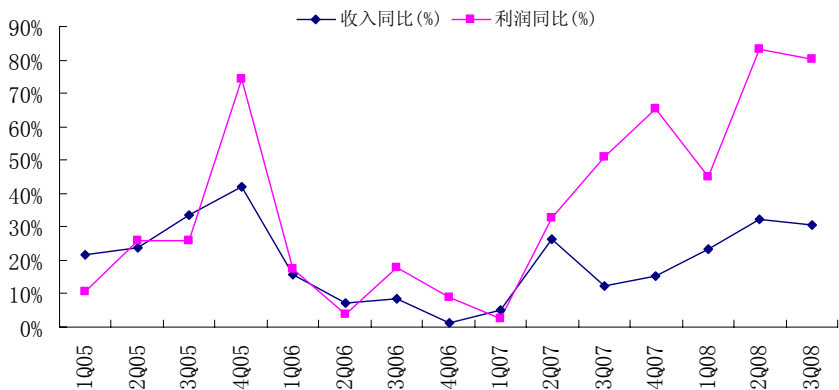
图1、近几年医药行业收入和利润逐季增长情况



资料来源：MENET，华泰证券研究所

分行业分析，化学原料药在07年三季度的销售收入和利润总额同比增速分别为12.3%和50.8%，而2008年三季度的销售收入和利润总额同比增速分别为30.6%和83.3%，增速分别提高了18.3个百分点和32.5个百分点。化学原料药行业利润增速高主要原因是由于原料药价格变动所致。

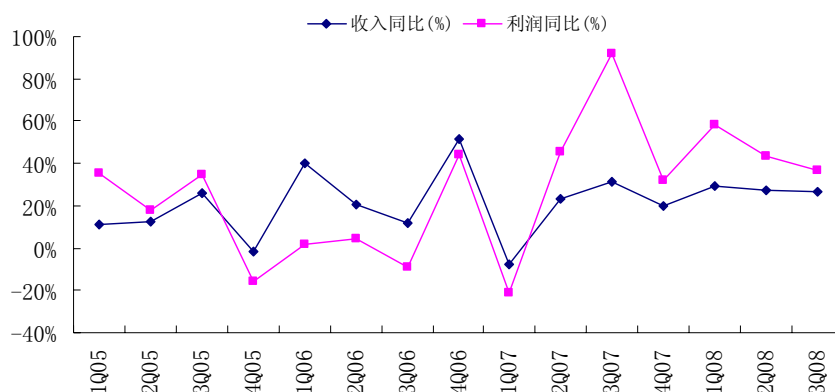
图2、近几年化学原料药行业收入和利润逐季增长情况



资料来源：MENET，华泰证券研究所

化学制剂药在07年三季度的销售收入和利润总额同比增速分别为31.1%和91.6%，而2008年三季度的销售收入和利润总额同比增速分别为26.7%和36.5%。化学制剂药行业三季度销售收入同比下降4.4个百分点，环比增速则下降了0.7个百分点；利润增速同比下降55.1个百分点，环比增速则下降了7.2个百分点。

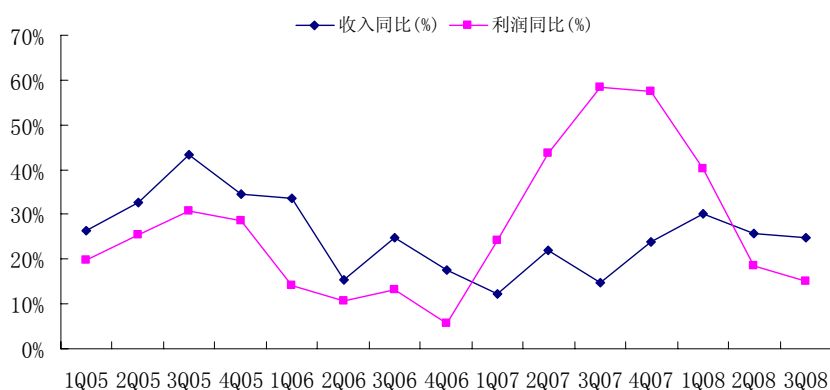
图3、近几年化学制剂药行业收入和利润逐季增长情况



资料来源：MENET，华泰证券研究所

中成药在07年三季度的销售收入和利润总额同比增速分别为14.6%和58.5%，而2008年三季度的销售收入和利润总额同比增速分别为24.8%和15.2%。中成药行业三季度销售收入同比提高10.2个百分点，环比增速则下降了0.9个百分点；利润增速同比下降33.3个百分点，环比增速则下降了3.3个百分点。中成药行业利润下滑主要是由于中药材价格和动力成本价格上涨所致。

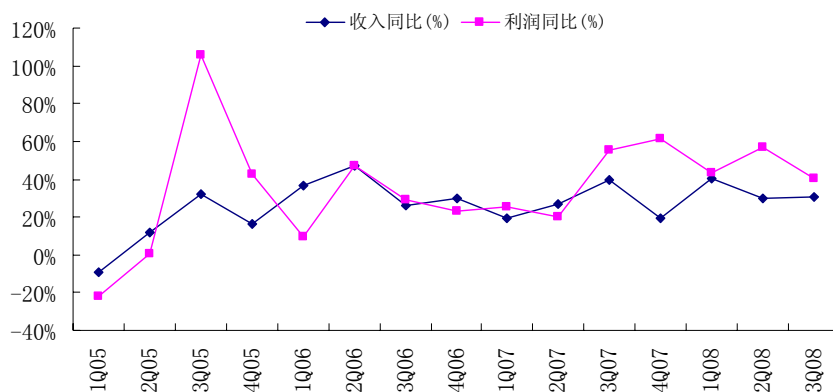
图4、近几年中成药行业收入和利润逐季增长情况



资料来源：MENET，华泰证券研究所

生物及生化药在07年三季度的销售收入和利润总额同比增速分别为39.9%和55.1%，而2008年三季度的销售收入和利润总额同比增速分别为30.3%和40.4%。生物及生化药行业三季度销售收入同比下降9.6个百分点，环比增速则提高了0.7个百分点；利润增速同比下降14.7个百分点，环比增速则提高了16.6个百分点。

图5、近几年生物及生化药行业收入和利润逐季增长情况



资料来源：MENET，华泰证券研究所

二、现行医疗体制存在弊端，面临变革

在影响2009年医药行业发展的因素中，最大的影响因素当是即将推行的“医改”。因此，我们首先有必要了解现行医疗体制存在的背景及弊端，然后才能知道将要推行的“医改”与现行医疗体制的区别，从而找到其中的投资机会。

（一）现行医疗体制从总体上讲是不成功的

计划经济时期，在整个经济发展水平相当低的情况下，通过有效的制度安排，中国用占GDP百分之三左右的卫生投入，大体上满足了几乎所有社会成员的基本医疗卫生服务需求，不少国民综合健康指标达到了中等收入国家的水平，被一些国际机构评价为发展中国家医疗卫生工作的典范。

但这一时期医疗卫生服务的总体技术水平较低，在改革开放后，已经明显不能适应居民对医疗卫生服务的需求。随着80年代初期人民公社解体，农村合作医疗制度所赖以生存的体制基础已经不复存在，因而，农村合作医疗制度在全国绝大部分地区迅速瓦解。同时，医疗卫生机构的所有制结构从单一公有制变为多种所有制并存；不同医疗卫生服务机构

之间的关系从分工协作走向全面竞争；医疗卫生机构的服务目标从追求公益目标为主转变为全面追求经济目标。

但是这一阶段医疗卫生领域改革的价值取向是商业化和市场化。由此导致了医疗卫生的公平性下降，不同社会成员医疗卫生需求的实际被满足程度，由于收入差距的扩大而严重地两极分化。富裕社会成员的医疗卫生需求可以得到充分的满足，多数社会成员(包括相当多农村人口以及部分城市居民)的医疗卫生需求，出于经济原因很难得到满足，贫困阶层则连最基本的医疗卫生服务都享受不到。在2000年世界卫生组织对成员国卫生筹资与分配公平性的评估排序中，中国列188位，在191个成员国中倒数第4。

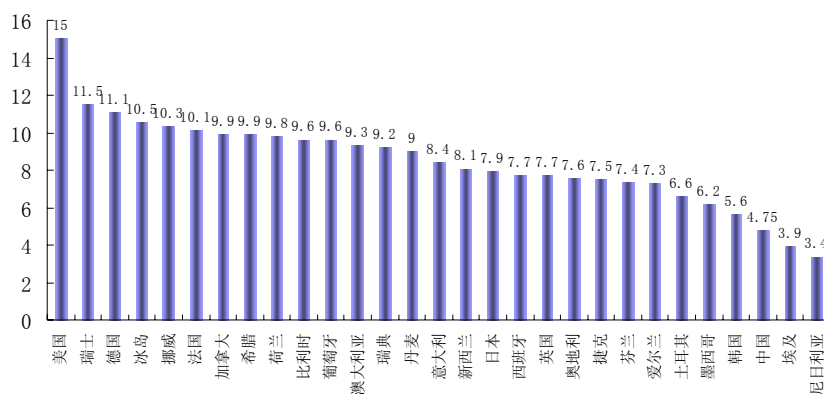
故而在2005年，国务院发展研究中心的一个报告中，认为“从总体上讲，（医疗体制）改革是不成功的。”

（二）当前医疗卫生服务体系中具体存在的问题

由于以前医疗体制改革的指导思想有误，导致了医疗卫生服务的公平性和宏观效率的低下，直接导致了許多消极的社会与经济后果。“看病难”、“看不起病”成为我国一个社会现象。这与中央政府大力倡导的“和谐社会”理念大相径庭。故而必然要对医疗卫生服务体系进行再改革。但首先，我们了解一下我国医疗卫生事业目前所存在具体问题。

1、医疗卫生总体投入不足

图6、世界各国医疗卫生投入占GDP比例（%）

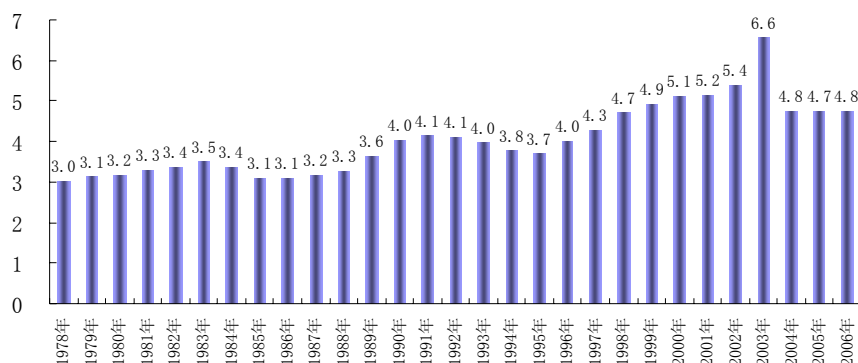


资料来源：世界卫生组织报告2004

衡量一个国家的医疗卫生投入，可以用当年度国家用于医疗卫生的总费用与当年的GDP比例来衡量。这是一个相对数据，其比例越高，说明医

疗卫生的投入越大。在国际上，这个比例一般在7.5%以上，发达国家甚至超过10%，其中以美国为最高，达到15%。而中国的医疗卫生投入占GDP比例为4.75%，仅比埃及的3.9%和尼日利亚3.4%高。

图 7、我国改革开放以来医疗卫生投入占 GDP 比例 (%)

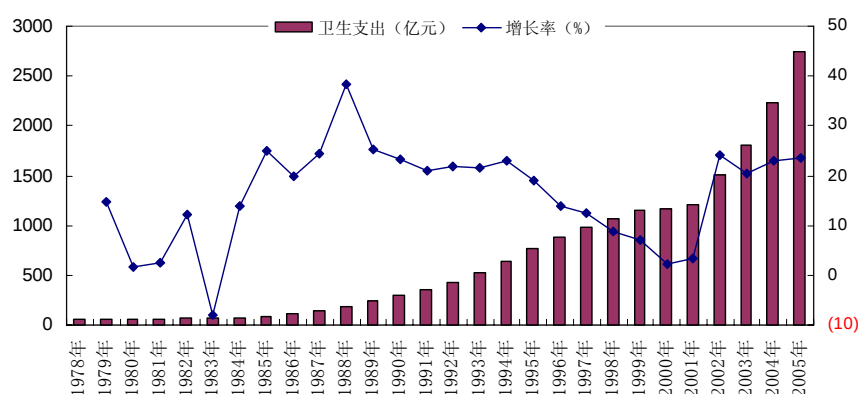


资料来源：中国卫生统计年鉴

改革开放以来，我国医疗卫生投入占GDP比例的状况，可以发现，在1978年至1990年之前，我国医疗卫生投入占GDP比例在3%—4%之间；此后，这一比例基本在4%—5%之间，其中，2003年由于SARS事件，使得当年的卫生投入比例显著提高，而2000年至2002年由于城镇职工医疗制度改革，使得这两年的医疗卫生投入高于往年，其余年份的变化基本正常。

2、医疗卫生费用增长过快，压抑了居民医疗消费需求

图 8、我国总的卫生费用支出及增长情况

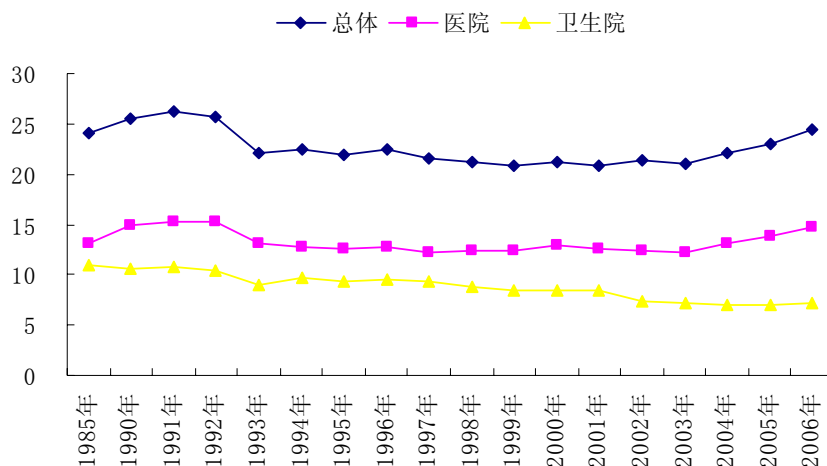


资料来源：国研网，MENET，华泰证券研究所

根据相关数据统计，我国医疗卫生费用改革开放以来的上涨幅度要远快于民众收入上涨幅度，“看病贵”、“看病难”成为社会普遍现象。相关

数据表明，我国卫生费用从改革开放以来，平均年增长率超过18%。同时，还出现了低收入的农村费用增长快于城市的局面。

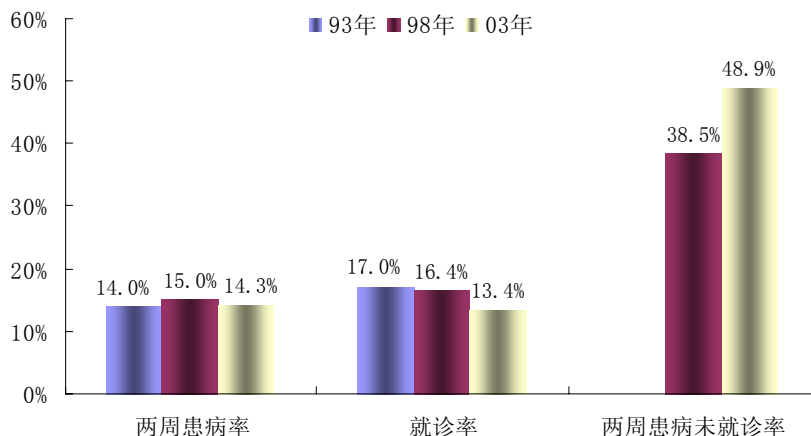
图 9、我国总诊疗在 1985—2006 年之间，总量基本未变（亿人次）



资料来源：卫生部统计

医疗卫生费用的快速增长，造成了医疗卫生服务市场的表面繁荣，实际上，在社会需求强劲的背后，我国居民的需求被严重压抑了。

图 10、患病而未就诊率明显提高



资料来源：卫生部

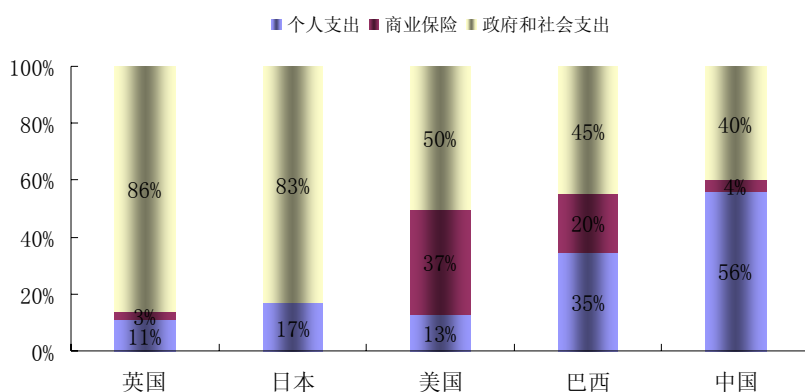
数据表明：从1985年到2006年，我国医疗卫生总费用的年均复合增长率超过18%，而这一期间，我国居民总诊疗人次数基本没有变化，这就说明我国居民每人次的就诊费用年均增长为18%，正是这个价的因素拉动

了我国医疗卫生市场的增长，而市场量的增长被严重压制了。统计数据表明，我国居民近10年发病率基本持平的情况下，居民就诊率从1993年的17.0%下降到2003年的13.4%；2003年，居民患病而未就诊的比例高达49%。“看不起病、看病难”真实地说明了这个行业的现实状态。

3、卫生费用支出结构构成不合理

国外一般政府和社会支出为主要部份，商业保险支出和个人现金支出只占极少一部份。在世界多数国家中，个人卫生支出平均水平在10—30%之间，而我国则高达56%。

图 11、中国与其它国家医疗费用支出构成



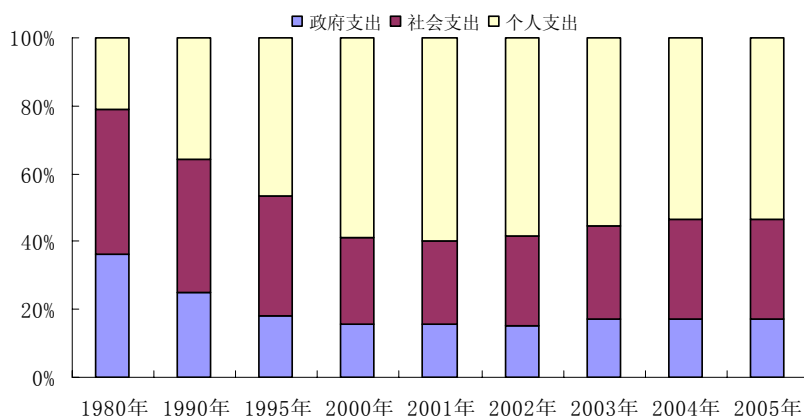
资料来源：国研网，MENET，华泰证券研究所

中国的医疗费用支出构成比较复杂，分为三类情况。一是历史遗留下来的城市全面的公费医疗制度，于1994年，政府开始缩减公费医疗的覆盖范围，并开始在城镇职工中试点推广社会基本医疗保险，形成城镇职工基本医疗保险制度。其基本原则是：由用人单位按职工工资总额的6%缴费，而职工按其自身工资收入的2%缴费，同时，政府补贴一部份，三方共同形成统筹帐户，用来为职工支付70—90%比例不等的医疗卫生费用。

二是政府在农村开始推广新型农村合作医疗（简称“新农合”），开始由农民本人出资10元，中央政府和地方政府各出20元，后调整为农民个人出20元，中央政府和地方政府各出40元，建立合作帐户，为农民看病就医支付部分费用。

至于医疗商业保险，由于我国医院系统的体制问题和缺乏基础卫生数据无法进行精算而迟迟没有得到发展。据2004年第三次国家卫生服务调查结果显示，我国有44.8%城镇人口和79.1%的农村人口没有任何医疗保障，基本上靠自费看病。

图 12、我国卫生费用支出构成



资料来源：国研网，MENET，华泰证券研究所

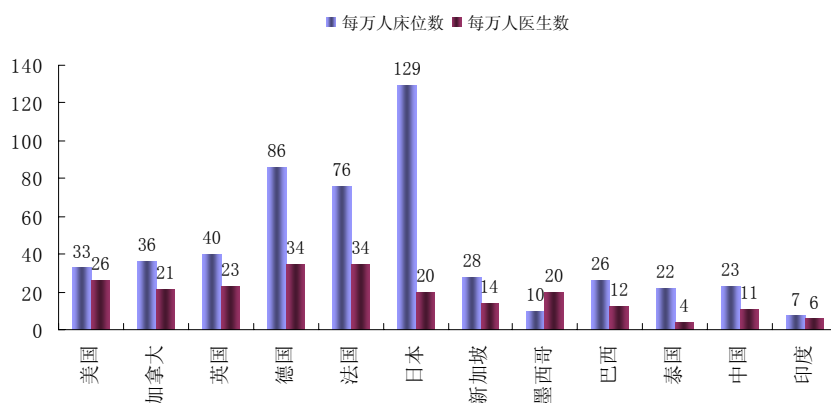
从我国医疗卫生费用构成中，政府支出的比例下降明显，社会支出比例略微下降，而个人负担比例大幅上升，近60%，明显偏重，而政府负担比例20%不足，明显偏少。政府和社会将更多的医疗卫生费用转移给居民个人，从而使我国居民普遍有“看不起病”的感觉。

由于政府卫生费用支出比例偏少，带来的一个明显副产品就是医疗机构的“以药养医”现象。在我国，医疗机构的营运费用超过50%来自卖药所得。“以药养医”造成药品流通领域秩序混乱，从而带来了“药价虚高”。

4、医疗卫生资源存在错配，缺乏公平性和可及性

中国与同等发达国家相比，医疗卫生服务资源总量并不匮乏。每万人拥有的医生数和病床量都高于同等经济水平的国家，有些指标还接近或超过发达国家。

图 13、我国医疗卫生资源与各国相比情况（2004 年）



资料来源：世界卫生组织报告

但我国的医疗卫生资源由于分配失衡而缺乏公平性和可及性，造成了“看病难”现象。

图 14、医疗卫生资源在城市和农村分布

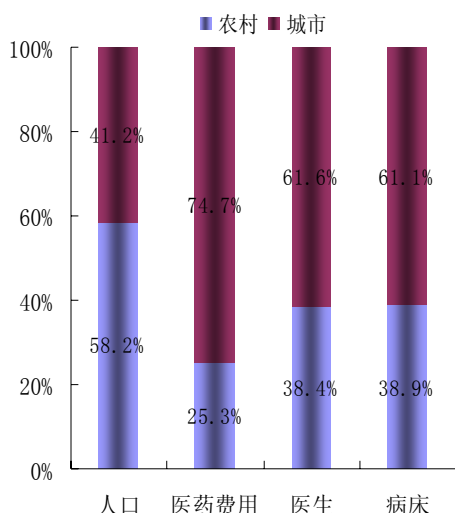
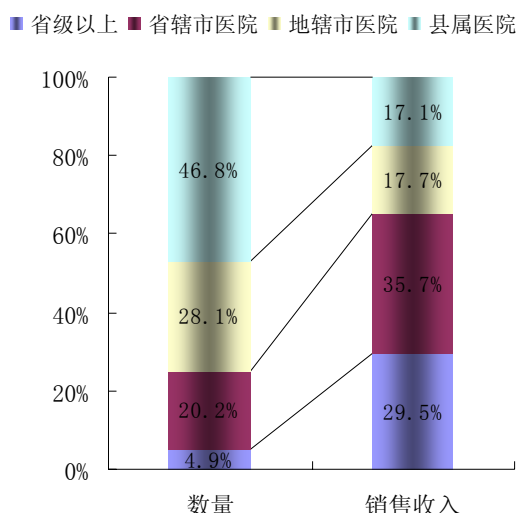


图 15、医疗卫生资源在医院中的分布



资料来源：卫生部卫生统计数据

其具体表现在，首先我国医疗卫生资源在城市和农村分配失衡，占总人中近60%的农村居民仅享受到整个社会41%的医生资源和38%的医院资源；农村居民无处就医的问题一直突出。其次，在城市中，我国医疗卫生资源在各级医院中的分配也存在结构性失衡，由于缺乏有效的分级管理和转诊机制，大型综合性医院人满为患难与共、不堪重负；占我国综合性医院数量5%的省级以上医院承担了我国30%的医疗卫生服务量，使得城市居民看病也难。

三、医改最后征求意见稿出台，医改框架渐已成形

10月14日，《关于深化医药卫生体制改革的意见(征求意见稿)》(以下简称《征求意见稿》)最后一次向社会公开征求意见，本次征求意见活动于11月14日24时正式结束。截至11月14日16时，通过网络、传真、信件等方式共收到了各类反馈意见35260条，这预示着医改的大体框架渐已成形。

在“医改征求意见稿”中，进一步明确了新医改的原则和目标。具体是：

原则：坚持以人为本，坚持立足国情，建立中国特色的医药卫生体制，使政府主导与发挥市场机制作用相结合。

目标：建立覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度，为群众提供安全、有效、方便、价廉的医疗卫生服务。到2020年，覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度基本建立，人人享有基本医疗卫生服务，基本适应人民群众多层次的医疗卫生需求。

“医改征求意见稿”还指出，深化医药卫生体制要着力解决人民群众反映强烈的“看病难、看病贵”问题入手，到2010年，在全国初步建立基本医疗卫生制度框架。近期力争在五个方面取得显著进展：

- 1、加快推进基本医疗保障制度建设。基本医疗保障制度全面覆盖城乡居民，健全城乡医疗救助制度，明显减轻城乡居民个人医药费用负担。
- 2、初步建立国家基本药物制度。合理确定基本药物的价格，完善基本药物的医保报销政策，减轻群众基本用药费用负担。
- 3、健全基层医疗卫生服务体系。加快农村乡镇卫生院、村卫生室和城市社区卫生服务机构建设，逐步建立分级诊疗和双向转诊制度，利用基层医疗卫生服务量明显增加。
- 4、促进基本公共卫生服务逐步均等化。健全城乡公共卫生服务体系，逐步扩大国家公共卫生服务项目范围。
- 5、推进公立医院改革试点。

四、“四万亿”投资和医改一起，促使行业结构发生变化

2009年医药行业除受其内生性增长因素驱动外，国家关于4万亿投资计划中与医疗卫生服务相关的投资逐步落实，将不仅推动医改进程，同时也将促进行业结构发生改变。

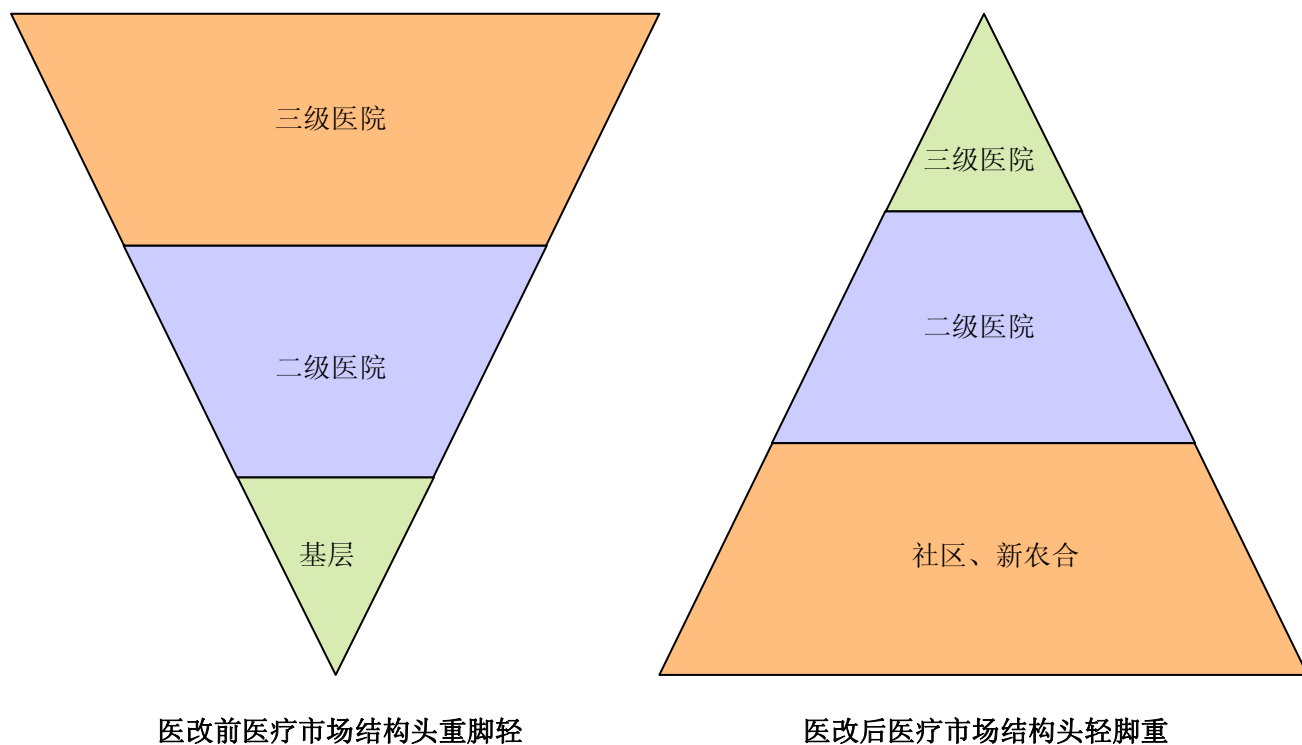
在对《关于深化医药卫生体制改革的意见》和国家“4万亿”经济刺激计划中与医疗卫生相关部份进行研究比较后，我们认为，国务院推出4万亿经济刺激计划中关于医疗卫生保障的投资，与医改中关于“健全基层医疗卫生服务体系”是统一的，它与医改中另两项制度（“加快推进基本医疗保障制度建设”和“初步建立国家基本药物制度”）一起，将直接促使我国医疗卫生行业结构发生变化，而结构变化又会带来相关细分行业的投资机会。

（一）医疗市场结构将由“倒金字塔”变为“正金字塔”，常规医疗器械将受益

在健全基层医疗卫生服务体系中，随着农村三级服务网络体系和城市“社区首诊制”、“双向转诊制”这些政策的逐步实施，将给医疗市场带

来结构性改变。形象地说，这将使目前医疗市场的“倒金字塔”转变为“正金字塔”结构。

图 16、医疗市场在医改前后的结构变化给基层医疗机构带来发展机遇



资料来源：华泰证券研究所整理

1、高端医院：将从日常疾病诊治中脱身

目前，三级医院占据着医疗服务市场的大部分份额。然而，根据相关统计数据，在三级医院的门诊中，80%以上是慢性病、小病、常见病。以后，在全民医保政策的调控下，随着“社区首诊制”、“双向转诊制”等政策的逐步落实，三级医院的患者人数都将被分流，今后三级医院的主要职能将转向疑难杂症、大病重病的治疗。

2、中档医院：市场定位模糊，分化加快

二甲、二乙等中档医院将加速分化：一部分可能会被出售，条件较好的将会转化为三级医院，部分效益差、规模小的医院，可能会被转化为社区卫生服务中心，或者是其他服务机构。

3、基层医疗机构：业务量将快速增长

城市社区卫生服务中心、县医院、乡镇卫生院（含乡村卫生室）等公立基层医疗服务单位是“全民医保”建设的最大受益者，是市场总量增长

的主要动力所在，今后几年将进入高速增长期。

由于基层医疗机构在此前投入不足，很多单位尤其是农村医疗单位处于半瘫痪状态，无法立即投入正常运行，必须对其相关常规设备进行投入后方可运营。国家4万亿投资计划已经明确加大对基层医疗卫生服务的投入，这种投入，最直接表现为对一般的医疗器械需求会比较大。从而给国内医疗器械类上市公司带来发展机会。

（二）基本医疗保障制度和基本药物制度的建设，将加大对普药和中成药需求

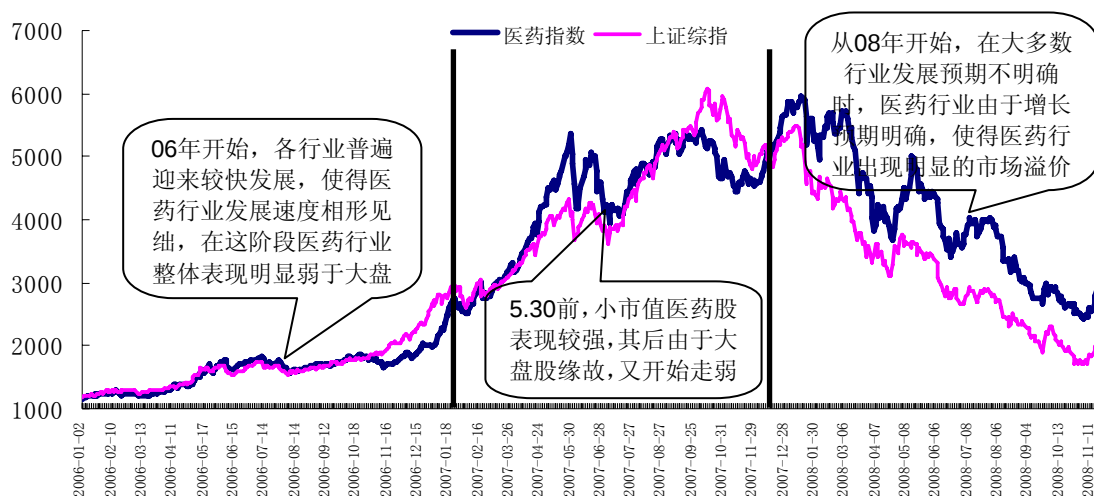
由于以前我国仅有城镇职工基本医疗保险，将广大农村居民和城市低收入群体及中小学生排除在外，这次基本医疗保障制度明确将覆盖社会所有居民。我们注意到，新纳入基本医疗保障制度范围的群体，其共同特点是收入低，消费能力不足。故而既能够满足这些群体需求又能够与他们的经济承受力相当的，只能是疗效确切、价格低廉经过长期使用安全有效的普药和中药。而这一块又通过国家基本药物制度来保证供应。

实际上，对于广大农村居民尤其是中西部农村居民而言，由于收入较低，其家庭成员生病后，如果医治，就会出现“因病致贫”甚至拖垮家庭的局面。故而这些居民一般是有病就“扛”着，当基本医疗保险建立后，这些农村居民对医疗卫生服务的需求将从无到有，同时由于人口庞大，故而对普药和中成药产生爆发性的需求。

五、投资策略：业绩增长和医改受益

（一）06-08年医药股市场走势回顾

图17、医药行业从06-08年走势



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

从2006年到2008年，证券市场经历了一个完整的“牛熊”过程，在这段时间过程中，可以分三段来讨论医药行业的走势。第一阶段是07年以前，在这阶段，周期性行业业绩的快速增长，使得医药行业的业绩增速相形见绌，从而这一阶段，医药股整体弱于大盘走势。第二阶段是07年初到07年10月份，在这一阶段中，“5.30”之前，小市值股票普遍走强，医药股属于小市值类股票，也同样走强于大盘；“5.30”之后，权重股走强，因而医药股走弱于大盘。第三阶段是07年10月大盘见顶后，由于医药行业的确定性增长和国家推动“医改”带来制度红利，医药股明显走强于大盘，成为市场溢价最高的板块之一。

由于医药股市值偏小，流动性较差，且整个行业估值水平不低。故我们仍然沿用传统的方法，即采取“轻行业，重个股”的投资策略，虽然仍然对于医药行业给予“中性”评级。

（二）四季度医药行业投资策略：业绩高增长+医改受益

由于医药类股票是市场溢价最高的几个品种之一，故我们的投资思路是依靠高增长来弥补高估值，而高增长又分为两种，一种类型是公司依靠自身就能够做到较快速增长，另一种是借助医改红利实现的高增长，如上文中提到的普药和中成药等公司。故本期投资策略可归纳为“业绩高增长+医改受益”。

表1、重点公司盈利预测及投资评级

股票名称	12/25 收盘价	EPS（元）			P/E			P/B			投资评级
		08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E	
云南白药	34.00	0.89	1.16	1.50	38.2	29.3	22.7	9.79	7.73	6.08	推荐
恒瑞医药	37.89	0.87	1.21	1.60	43.6	31.3	23.7	9.92	7.73	5.92	推荐
亚宝药业	12.05	0.55	0.71	0.92	21.9	17.0	13.1	2.44	2.19	1.95	推荐
同仁堂	12.98	0.53	0.64	0.75	24.5	20.3	17.3	2.36	2.16	1.94	推荐
片仔癀	19.55	0.84	0.95	1.08	23.3	20.6	18.1	3.72	3.15	2.71	推荐
三精制药	15.56	0.73	0.85	0.96	21.3	18.3	16.2	4.12	3.54	2.94	推荐
天坛生物	14.20	0.27	0.41	0.52	52.6	34.6	27.3	9.79	7.89	6.45	推荐
国药股份	28.04	0.79	1.04	1.32	35.5	27.0	21.2	7.92	6.23	5.20	推荐
双鹤药业	24.00	0.86	1.08	1.30	27.9	22.2	18.5	3.76	3.29	2.86	推荐

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 增持 : 超越大盘;
 - 中性 : 基本与大盘持平;
 - 减持 : 明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 买入 : 相对强于市场表现15%以上;
 - 推荐 : 相对强于市场表现5% ~ 15%;
 - 观望 : 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;
 - 卖出 : 相对弱于市场表现5%以下。