

王博

021-50588666-8027

wangbo@ccnew.com

2009 年 01 月 22 日

医改大幕拉开，价值投资为主

——医改政策分析

行业投资评级：强于大市

行业分析报告（中证研 20090117 号）

医药行业

医药行业相对沪深 300 表现



联系人：马敬琦

电话：021-50585908 传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编：200122

投资要点：

- 国务院总理温家宝 1 月 21 日主持召开国务院常务会议，审议并原则通过《关于深化医药卫生体制改革的意见》和《2009-2011 年深化医药卫生体制改革实施方案》。
- 《关于深化医药卫生体制改革的意见》和《2009-2011 年深化医药卫生体制改革实施方案》的通过标志着医改的大幕终于拉开。从内容上看，此次医改将以解决民生和公立医院的问题为主，但是相关的实施细则仍未出台。
- 国务院明确了今后 3 年的阶段性工作目标：到 2011 年，基本医疗保障制度全面覆盖城乡居民，基本医疗卫生可及性和服务水平明显提高，居民就医费用负担明显减轻，“看病难、看病贵”问题明显缓解。
- 医改将拉动居民提高医疗保健的消费，继而带动市场扩容，对全行业形成实际利好。其中，化学制剂、医疗器械、中成药将尤为收益。
- 投资建议：医改概念已经被市场深度挖掘，部分个股的涨幅较大，存在估值较高的现象。建议投资者选择基本面较好，具有中长期价值的个股为主。
- 风险提示：医改部分细则仍未出台；药品价格有进一步下调的可能；基数效应导致 09 年行业增速回落；化学原料药利润将大幅放缓；估值相对较高，系统性风险导致估值下滑。

1. 医改大幕拉开

国务院总理温家宝 1 月 21 日主持召开国务院常务会议，审议并原则通过《关于深化医药卫生体制改革的意见》和《2009-2011 年深化医药卫生体制改革实施方案》。

国务院明确了今后 3 年的阶段性工作目标：到 2011 年，基本医疗保障制度全面覆盖城乡居民，基本医疗卫生可及性和服务水平明显提高，居民就医费用负担明显减轻，“看病难、看病贵”问题明显缓解。

2. 五项改革措施

会议决定，从 2009 年到 2011 年，抓好基本医疗保障制度等五项改革。

一、加快推进基本医疗保障制度建设。3 年内使城镇职工和居民基本医疗保险及新型农村合作医疗参保率提高到 90%以上。2010 年，对城镇居民医保和新农合的补助标准提高到每人每年 120 元，并适当提高个人缴费标准，提高报销比例和支付限额。

根据我们的统计，截止到 08 年三季度，全国仍有 3.71 亿城镇人口和 0.53 亿农村人口没有任何医疗保险，共占全国人口的 37%。

目前新农合的参保率达到了 90%以上，而城镇职工和居民的参保率还远未达到 90%。

我们预计，至 2010 年，基本医疗保障制度覆盖 90%的全国人口后，我国卫生总费用将新增筹资 923 亿元，约占 07 年医药行业销售收入的 18%。

表 1: 我国人口参与医疗保险的情况

	覆盖人口	覆盖占比	未覆盖人口	未覆盖占比
城镇职工基本医疗保险	1.80 亿	37.50%	3.71 亿	62.50%
城镇居民基本医疗保险	4291 万			
新农合	6.28 亿	91.5%	0.53 亿	8.50%
未覆盖人口			4.24 亿	
未覆盖人口占全国总人口			32.10%	

资料来源：WIND、卫生部年鉴、中原证券研究所

表 2: 2010 年新增筹资

	预计人口 (亿人)	覆盖 目标	医保需要 覆盖人口 (亿人)	尚需覆盖 人口 (亿人)	人均筹资 水平 (元)	新增筹资 (亿元)
城镇	6.17	90%	5.55	3.32	平均 260	863
农村	7.53	90%	6.78	0.5	120	60
共计	13.7			3.82		923

资料来源: WIND、卫生部年鉴、中原证券研究所

二、步建立国家基本药物制度。建立科学合理的基本药物目录遴选调整管理机制和供应保障体系。将基本药物全部纳入医保药品报销目录。

我们预计国家基本药物制度及目录有望在 09 年正式出台。届时, 40% 的医院用药指向基本药物, 如果加上零售市场的占有率, 基本药物可能占到全部药品市场的 70% 左右。此外, 如医药生产企业的产品能够进入国家基本药物目录 (目录), 这些企业的业绩将得到明显的提升。我们认为, 多数优质企业的产品均有望进入目录, 其中, 同仁堂 (600085)、云南白药 (000538)、天士力 (600535) 等公司的主力产品进入目录的可能性较大。

三、健全基层医疗卫生服务体系。重点加强县级医院 (含中医院)、乡镇卫生院、边远地区村卫生室和困难地区城市社区卫生服务中心建设。

我们预计在“十一五”期间, 我国的农村卫生基础设施建设的投入将达到 200 亿元的规模。医疗器械行业, 尤其是以生产低端产品的公司, 如新华医疗 (600587) 将直接受益。

四、促进基本公共卫生服务逐步均等化。制定并实施国家基本公共卫生服务项目, 从 2009 年开始, 逐步在全国建立统一的居民健康档案。增加公共卫生服务项目, 提高经费标准。充分发挥中医药作用。

基本公共卫生服务: 卫生部部长陈竺在 1 月份表示, 我国将通过基层卫生机构向城乡居民提供疾病预防、免疫接种、妇幼保健、健康教育、职业卫生、精神疾病管理治疗等基本公共卫生服务, 逐步缩小城乡居民基本公共卫生服务差距。我们认为, 相应的诊断制剂和疫苗行业将从中受益, 建议重点关注科华生物 (002022)、达安基因 (002030)、天坛生物 (600161)、华兰生物 (002007)。

中成药: 我们预计在《国家基本药物目录》中, 45% 左右的基本药物将为中成药。在政策的支持下, 再加上整体医药市场的扩容, 无疑将带动中成药的发展。建议重点关注康缘药业 (600557)、康美药业 (600518)。

五、推进公立医院改革。今年开始试点, 2011 年逐步推开。改革公立医院管理体制和运行、监管机制, 提高公立医疗机构服务水平。推进公立医院补偿机制改革。加快形成多元化办医格局。

我们认为此项改革推进的难度最大。如果要解决“看病难、看病贵”、“以药养医”的现实问题, 必须先要解决医院的利润和医务人员的激励机制问题。

是提高医疗价格，还是国家加大投入，将公立医院彻底变成非盈利机构？我们预计在国家加大投入的同时，医院将提高药事服务费（包括挂号费用、专家门诊费用等），即医院的盈利模式将由“高价卖药、平价诊疗”向“医药分开、国家补贴、高价诊疗”过渡。

现在部分省市的公立医院已经展开了“医药分开”的试点，预计随着改革的不断推进，医药流通行业的市场容量将不断扩大，企业的话语权也将得到较大的提升，医药流通行业将成为医改的主要受益者之一。建议重点关注流通行业龙头国药股份（600511）和未来药房托管领域有望持续扩大的南京医药（600713）。

3. 国家应成为投资主体

经国务院初步测算，为保障上述五项改革，3年内各级政府预计投入8500亿元。我们认为，政府应成为医改的主导者和主要投资者，国家财政应承担绝大多数的投资，而分配至地方政府的做法易引起各省市投资不均衡的问题。

4. 行业受益，价值投资为主

《关于深化医药卫生体制改革的意见》和《2009-2011年深化医药卫生体制改革实施方案》的通过标志着医改的大幕终于拉开。从内容上看，此次医改将以解决民生和公立医院的问题为主，但是相关的实施细则仍未出台，我们将保持持续的跟踪。

我们维持《医药行业2009年投资策略》中的观点：

- 医改将拉动居民提高医疗保健的消费，继而带动市场扩容，对全行业形成实际利好。其中，化学制剂、医疗器械、中成药将尤为收益；
- 内需决定了行业的发展。居民收入提高、医改推动、老龄化社会到来将扩大内需；
- 行业08年高增长已成定局，预计全年利润增速为36%。未来两年在市场扩容和需求旺盛的带动下，仍将保持25%左右的增速。

投资建议：医改概念已经被市场深度挖掘，部分个股的涨幅较大，存在估值较高的现象。建议投资者选择基本面较好，具有中长期价值的个股为主。

表 3: 重点受益于医改的公司

主要受益公司	子行业	受益原因	受益程度
国药股份	医药流通	国内医药流通行业龙头	强
南京医药		药房托管的先行者	强
华北制药	化学制剂	第三终端放量, 普药面临机会	中
双鹤药业		大输液行业龙头, 第三终端放量	中
康缘药业	中成药	主要产品有望进入基本药物目录	中
天士力		主要产品有望进入基本药物目录	中
同仁堂		主要产品有望进入基本药物目录	中
新华医疗	医疗器械	受益于基础医疗设施的兴建	强
鱼跃医疗		受益于基础医疗设施的兴建	中

表 4: 重点公司相对估值分析表 单位: 元/倍

	每股收益 (元)				每股净资产 (元)	收盘价 (元)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)	投资评级
	07A	3Q08	08E (A)	09E	3Q08		07A	08E	09E	3Q08	
康美药业	0.21	0.24	0.35	0.47	3.55	9.79	46.62	27.97	20.83	2.76	增持
康缘药业	0.39	0.36	0.66	0.79	3.41	16.50	42.31	25.00	20.89	4.84	买入
天士力	0.37	0.32	0.48	0.63	3.72	13.25	35.81	27.60	21.03	3.56	增持
国药股份	0.55	0.64	0.80	1.03	3.28	27.34	49.71	34.18	26.54	8.34	增持
海正药业	0.41	0.41	0.47	0.63	3.10	13.80	33.66	29.36	21.90	4.45	增持
华海药业	0.44	0.32	0.52	0.72	3.45	11.93	27.11	22.94	16.57	3.46	买入
双鹤药业	0.99	0.62	0.85	1.03	6.26	23.99	24.23	28.22	23.29	3.83	增持
科华生物	0.37	0.43	0.56	0.82	1.86	21.89	59.16	39.09	26.70	11.77	增持
恒瑞医药	0.80	0.53	0.89	1.16	3.56	37.00	46.25	41.57	31.90	10.39	增持
双鹭药业	0.55	0.65	0.90	1.42	2.83	34.61	62.93	38.46	24.37	12.23	增持
通化东宝	0.21	0.15	0.25	0.52	3.84	15.00	71.43	60.00	28.85	3.91	增持
华兰生物	0.55	0.54	0.89	1.16	4.59	39.58	71.96	44.47	34.12	8.62	增持
云南白药	0.70	0.63	0.90	1.20	3.37	32.60	46.57	36.22	27.17	9.67	增持
东阿阿胶	0.39	0.32	0.51	0.67	2.46	14.87	38.13	29.16	22.19	6.04	增持

资料来源: 中原证券研究所

5. 风险提示

- 医改部分细则仍未出台;
- 药品价格有进一步下调的可能;
- 基数效应导致 09 年行业增速回落;
- 化学原料药利润将大幅放缓;
- 估值相对较高, 系统性风险导致估值下滑。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业股票指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业股票指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业股票指数相对大盘跌幅大于10%。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅大于5%。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。本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提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。