

上柱于天 下立于渊

——医改对医药行业影响研究报告

分析师：闫亚磊 CFA

SAC NO: S1150511010018

2011 年 4 月 18 日

联系人

张磊

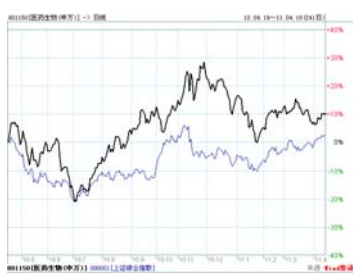
010-68784263

Kinglz114@sina.com

子行业评级

化药	中性
器械	看好
中药	看好
原料药	看好
服务	中性
生物	中性

最近一年行业相对走势



创新点:

- 1. 我国药品器械市场是由公立医院主导，在公立医院改革未取得突破前，医改尚未真正开始。
- 2. 随着医改的推行，市场扩容，但蛋糕变大的速度不快。
- 3 未来医药市场在内外刺激下会有波动，但整个行业稳定增长的格局将长期持续下去。

投资要点:

● 本轮医改的指导原则及核心

2007 年的十七大上胡锦涛主席提出了成为医改指导精神的“四分开原则”，即实行政事分开、管办分开、医药分开、盈利性和非盈利性分开。所以我国医改的关键的着眼点应是公立医院的体制改革及医生阶层的收入分配和社会地位问题，药品行业及医药企业在此之中处于一个相对从属的地位。现在的医改，尚未能触及我国医药行业的核心：公立医院的消费霸权。

● 问题所在

由于历史、体制、传统等多方面原因，我国的医药消费体系主要集中在城市的公立医院，加上以药养医的传统和医院法人缺乏监管，看病贵和难的问题目前暂未解决。并且现行的许多政策对外资药企倾斜较大，造成国内药企的应对时倍感艰辛，同时由于药做得好不如卖得好的积弊，内资药企创新性不强和重复建设、恶性竞争的局面一直未变。

● 医改的看点

我们认为，医改应是有市场参与的，同时政府监管和引导、以及公立医院改革共同作用的结果，而且是一个较长的过程。在医院地位暂时不动的情况下，未来医改将走向市场化和保基本医药费，二者相辅相成。同时从大医院原有利益中切出一块分给基层医院，达到医疗公平，这也较符合我国国情。

● 结论

虽然短期内会有各种政策、新闻及疫情等内外刺激给医药行业带来波动，但他们不会明显改变整个行业的格局。因为未来数年内我国的药品消费格局和主导方不会有重大改变，医改长期来看对我国药品制造行业的影响重大，肯定会极大地扩张基层医药市场，但这是一个渐变的过程，所以我们认为未来 2 年内仍是涛声依旧，蛋糕变大的速度并不快。

选股思路：贴近基层 有自己优势又能守住市场

公司推荐：鱼跃医疗 益佰制药 恒瑞医药 华东医药

目 录

1.我国医药行业与医改的关系及现状	4
1.1 何为医改?	4
1.2 中国医改按时成功的可能性不大	5
1.3 症结何在	7
2. 白色巨塔：我国医疗体系的历史	8
2.1 过去的辉煌	8
2.2 阴影初现	9
3. 上柱于天 下立于渊：我国现代制药行业	11
3.1 本土药企：生于红旗下，崛起于开放后	11
3.2. 外资药企：原研药的故事	13
3.3 摸清河底的石头	14
3.3.1 药品流通的利润分配环节	15
3.3.2 集中招标与一品两规	17
4.巨塔攻略：未来医改对医药行业的影响	18
4.1 结论	18
4.2 为什么?	19
4.3 未来的可能性：市场化 保基药费 重建基层网	23
4.4 最后：相信党和政府 但要有耐心	24
4.5 投资逻辑	25

图 目 录

图 1: 近十年我国医药市场概况 (2000-2009, 单位: 亿元)	4
图 2: 2009 年医院门诊病人人次均医药费构成 (%)	5
图 3: 2009 年医院住院病人人次均医药费构成 (%)	5
图 4: 2001-2009 我国药品市场终端分类情况 (单位: 亿)	6
图 5: 过去 60 年我国城镇医疗卫生结构的变化 (截止 2009 年)	10
图 6: 建国后我国医药行业的监管部门变化及 SFDA 的成立	12
图 7: 2010 年 6 月天价芦笋片的价值链升值过程.....	16
图 8: 我国近年医疗卫生市场及药品市场的格局 (单位: 亿)	20
图 9: 历年中央和地方财政收入占比 (%)	21
图 10: 历年中央和地方财政支出占比 (%)	21
图 11: 我国 2009 年政府收入及支出分配情况 (单位: 亿)	22

表 目 录

表 1: 1997 年以来发改委历次药品降价概况	14
表 2: 医改五大任务的实施情况.....	19
表 3: 2009 年中央政府本级支出情况	22

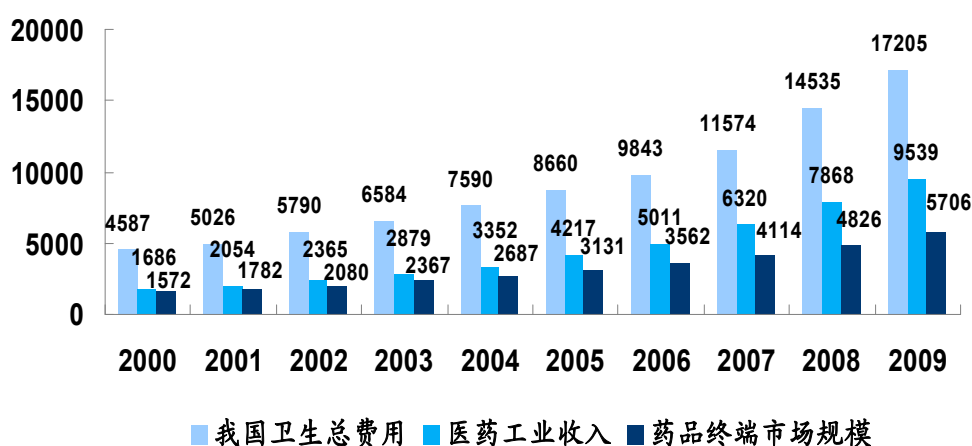
1.我国医药行业与医改的关系及现状

1.1 何为医改？

医改对于医药行业是一个既老又新但又十分关键的命题，医改全称为医疗卫生体制改革，最主要的目标就是实现人人享有初级卫生保健，说到底就是人们用可承受的价格（在目前国情下不能奢望全免费）享受基本的医疗服务，不会因病致穷。

医改上一次提出是在 1997 年中共中央国务院《关于卫生改革与发展的决定》，由于历史原因，我国的患者在医疗消费上自主权有限，所以我国医改的关键的着眼点应该是公立医院的体制改革及医生阶层的收入分配和社会地位问题，药品行业及医药工业企业在此之中处于一个相对从属的地位。现在提起医改，经常想到药品降价，安徽模式，基本药物目录等，他们其实未能触及我国医药行业的核心：公立医院的消费霸权。

图 1：近十年我国医药市场概况（2000-2009，单位：亿元）



数据来源：南方所 2009 年中国卫生事业发展统计公报 渤海证券研究所

这一轮新医改始于 2007 年的十七大，在会上胡锦涛主席提出了日后成为医改指导精神的“四分开原则”，即实行政事分开、管办分开、医药分开、盈利性和非盈利性分开。（胡锦涛《中国共产党第十七次全国代表大会上的报告》医改部分，人民出版社 2007 年）。

2009 年 3 月 28 日，国务院公布《医药卫生体制改革近期重点实施方案 2009-2011 年》（国发【2009】12 号），正式开始了新医改。

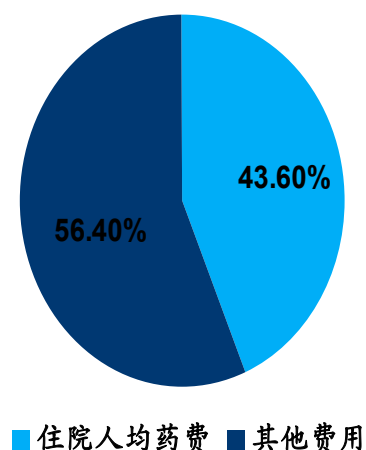
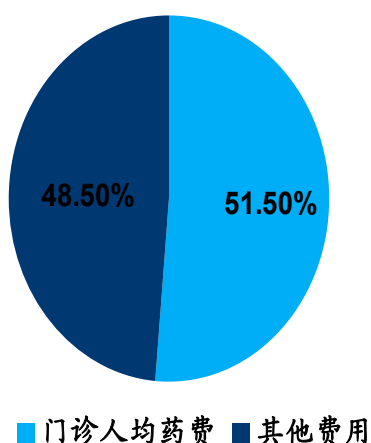
1.2 中国医改按时成功的可能性不大

按原来的时间表 2011 年将是医改的收官之年，那么这次医改能成功吗？

从目前我国医疗消费结构上看，药费在医疗总费用中所占比例约一半，其余费用则是各类检查、化验以及医生出诊和手术费用。其中农村地区药费所占比例稍高，城市则较低。在我国城市医院中，进口药物和单独定价的“原研药”占药品总量的 80%以上（按购药金额算），因而与屡次降价无关。造成看病贵的大处方、反复检查等因素并未消除。

图 2：2009 年医院门诊病人均医药费构成（%）

图 3：2009 年医院住院病人均医药费构成（%）

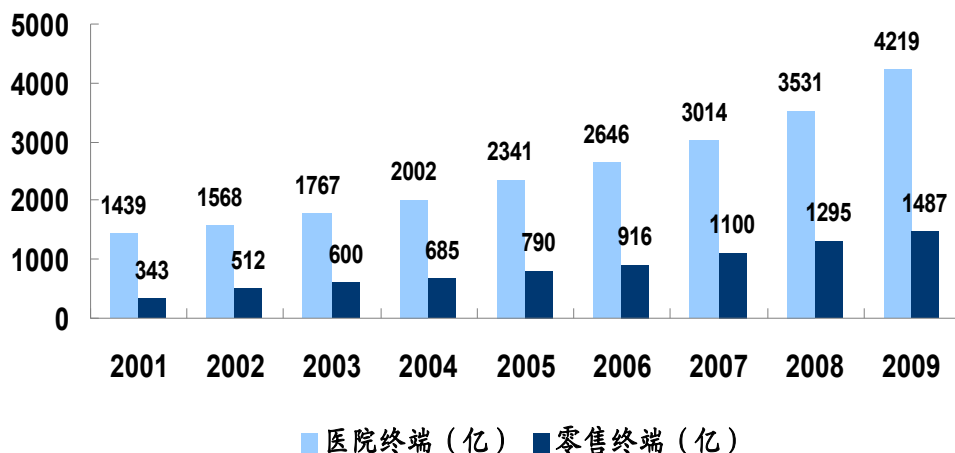


数据来源：2009 年中国卫生事业发展统计公报 渤海证券研究所

从消费的场所来看，占据绝对地位的是各类医院，其中又以公立医院为主（从业人员和床位均占 80%以上），由于我国特殊的二元经济体制，绝大多数优质医疗资源都集中在大中型城市医院，再加上医院医药不分，既有处方权（这点无可厚非），又有在医院药房购药的半强制性（这点世界绝无仅有），在医疗消费市场上自然全国制霸。

目前医改所推行的是政府加大投入和补助，多投钱，多盖医院多培养医生，实行基药目录、新农合和医保制度努力扩大覆盖面，是一种“量”的增加，而带来看病贵的体制性因素并未消除（医院医药不分，卫生部对医院管办不分，即当裁判又当玩家），我们认为未来政府向医疗体系内投入的资金是有限的，也不可能全部包办下来。

图 4: 2001-2009 我国药品市场终端分类情况 (单位: 亿)



数据来源: 南方所 渤海证券研究所

首先, 因为我国人口众多, 国家财政全额拨款保障公立医院人员经费, 我国现有财力尚无法承担和维系。这对政府的财政和行政资源消耗巨大 (13 亿+人口老龄化=天文数字), 且建立起来的体系往往效率低下, 并不能很好的履行医疗服务 (如俄罗斯和英国的 NHS, 老百姓有条件更愿意去私人诊所.)。

其次即使包办在现有体制下推行有可能在基层造成更严重的以药养医问题, 因为这些政府举办的基层医疗机构自然也是医药不分 (指定在自家药房取药), 原来在城市医院出现的问题也会下沉, 难以做到象古巴那样全部举办又全部免费。

从国外经验看, 目前发达国家多是由政府举办的公立医院提供基本的医疗服务, 高端市场则完全商业化 (包括各类专科、全科诊所), 而发展中国家较好的医疗计划则明显向贫困人口倾斜 (印度、泰国), 且他们 (发达或发展中国家) 的医院无论是公立还是私立均不会大范围的“以药养医”向患者半强制性出售药品 (急救和手术、住院除外), 各类医院医生只负责看病并收取服务费, 药品或由患者自行去药店购买, 或有病人在医院药房按市价购买。同时许多国家规定了一定范围的基本药品, 在此范围内的则由政府买单, (如英国、德国等发达国家和泰国的“30 泰铢计划”)。

全国人大常委会委员任茂东, 说中国的医改特别是公立医院改革“仍然停留在试点层面上或者说纸上谈兵层面!” (2010 年 12 月 24 日, 十一届全国人大常委会第十八次会议期间就国务院的医改工作报告进行专题询问。)

我们认为, 目前造成看病贵和看病难的体制内因素并未消除, 那些主张政府全包

公立医疗资源的主张，其实质是想继续垄断医疗市场，并竭力排斥其他资本进入，而托政府以改善民生和公益性之名行垄断之实。医改按时成功的可能性不大。

1.3 症结何在

自从 2009 年开始的这一轮新医改，以盖大楼，买设备，医疗人员数量为代表的“增量”改革进展较快，有许多数据可以炫耀，但作为医疗资源主体的公立医院在体制和机制上改革进展较慢，以药养医的问题依然没有改变，看病难和贵的问题（无论是城市还是农村）并没有得到很好的解决。那么问题到底出在哪里？

前美国国家总精算师、哈佛大学公共卫生学院的萧庆伦教授担任过三任总统（尼克松、卡特、克林顿）的社保和养老金改革方面的政策顾问，他也是现在公认成功的台湾医保制度的设计者之一，在考察了我国的医疗制度和现状之后，他对中国医改有一个精辟的论断，我们在此全文引用：

“大约 20 年前，中国把公立医院改成一个私人营利的单位，追求金钱，而且没有股东，缺乏监管，这些钱被医院和医生分了。他们的生活好了，但他们也变成一个强大的利益团体。所以这次改革很难真正动摇这些既得利益团体，对于这些问题，大家看得都很清楚。可是在这个政治环境下因为每个强大的既得利益团体都在政治上有他的力量，所以很难出台一个明确的政策。”（《中国医院院长》2009 年第 18 期）

萧教授在此说出了医改难成症结的几个问题：

第一是由于以药养医的问题，中国的医院将患者视为直接的挣钱手段，许多医院为搞创收盈利，将创收指标下达到各个科室的每个医生，要求力保达到。加上我国医生的基本工资原就不高，在这样的内外压力下，光强调医德是不够的，医生也是社会上的自然人，也有各种需求（职位升迁、养家糊口等）他们自然会开出大处方，高价药、以及要求患者反复检查的要求。这是造成看病贵的直接原因。

第二是医院法人缺乏监管：现在的中国，有哪一个行业，每天有大量的现金收入又完全脱离政府的工商、税务、财务、行政的监管？医院首当其冲，因为是“公益性单位”它不纳税、也不是企业法人，工商税务没法介入，公立医院由于不是股份制，自然也谈不上财务公开。

在改革开放之后相当长一段时间（1979-2000），我国政府财政对医院实行按编制床位补助，大医院床位多的医院补助就越多，结果在这段时间里造成卫生资源加

快向城市集中（原本就很集中）。而且一直以来，均严格限制各类资本进入公共医疗领域，所以 80 年代以后，当财政拨款已不能满足医院发展需要之后（之前财政拨款能满足城市医院需要是有特定历史条件的，下文将说明），各地医院的发展要靠自己（不给钱就给政策，以药养医就起源于那时）。同时医院行政上依附于卫生行政部门，虽然各地卫生厅负责当地医院的监管，但医院在经济经营管理上则独立自主经营。实际的监管效果有限。

因为中国的医院院长大多是从各主要科室主任升上来的（之前要先升到主任医师再到科室主任），他们自身就是这个牟利链条中的重要一环，同时各地卫生部门的一把手或高官也往往兼任当地最大医院的院长或副院长（如河南），中国各家医院的财务情况只有自己的院长和财务负责人才能知道清楚（例：哈尔滨 550 万天价药费事件），而当地卫生部门往往要么知道的并不具体，要么知道了也没有监管动力，管办一家，自然没有人去为难即为卫生事业干活又自我良好发展的医院。相比之下，国外的医院院长多是职业经理人，自身并不学医但长于管理，通过承接教学和科研项目提高知名度吸引患者实现盈利。

客观的讲，虽然我国医院独立自主经营的体制尚不完善，但他提高了医院管理和医务人员的积极性（在一定时期），千方百计搞创收。这几十年我国医院医疗水平也确实获得了很大发展，同时稳定了医生队伍（副作用是看病难和贵），那么现行的这个体制又是如何形成的呢？

2. 白色巨塔：我国医疗体系的历史

2.1 过去的辉煌

研究我国的卫生服务体系，需要结合当时的社会活动形态和经济组织性，因为卫生服务的对象是人，是有经济属性的。“看病难和看病贵”的问题是上世纪 90 年代中后期才慢慢浮现的，在这之前全民医疗问题是如何解决的呢？

我国自建国后实行计划经济体制，从农村到城市，中国的居民都是有组织有“单位”的，个人经常以集体的面貌出现和行事，以人为本的理念那时还不流行。城镇里不管是大中型国企、学校街道小厂、政府部门和科研院所只要达到一定规模，均办有职工食堂、托儿所、职工医院或医务所（甚至还有火葬场），即所谓企事业单位的社会福利。其中医务所医务室很多，几乎百人以上的单位就有，有的单位太

小（如商店和街道小厂），职工看病就挂靠在附近其他单位的医务室。于是人有单位，看病也由单位的医务室医务所负责（医药费单位负责），生产型企业职工的医药费计入企业的生产成本。

这些厂医、校医平时看小病开常用药，遇上较棘手的病人就开具转诊证明（要附单位的介绍信），病人到大医院治疗。对于老人小孩及其它没有单位的人，只要家里有正式职工，就可享受一定医疗待遇。如国有或集体企业职工直系亲属可按一定比例在单位报销药费。计划经济网络的发展和完善使得城镇医疗卫生服务也达到了精细化程度，城中的男女老幼几乎“一网打尽”。（前体家里有人是“职工”）

这套国有（或集体）企事业单位的卫生-劳保体系直到 90 年代中期仍在运转，单位中的医务所卫生室起了初级卫生体系中基层诊所的“把关”作用，使城镇居民在普通疾病时并不需要挤到大医院，它们是当时基层医疗最关键的第一道墙。

2.2 阴影初现

上世纪 90 年代，在朱镕基总理的主持下，中国公有经济开始全面转型，在部分领域实行“国退民进，放开搞活”，城市经济体制改革推行后，国有和集体企业改制，破产，兼并，减员增效，工人大量下岗。企事业单位不再办“社会福利”，部门行业和大量国有企业、单位里的医务所医务室通通取消。企业甩了包袱，负担轻了，中国城镇里原有的基层卫生体系也全面崩溃。

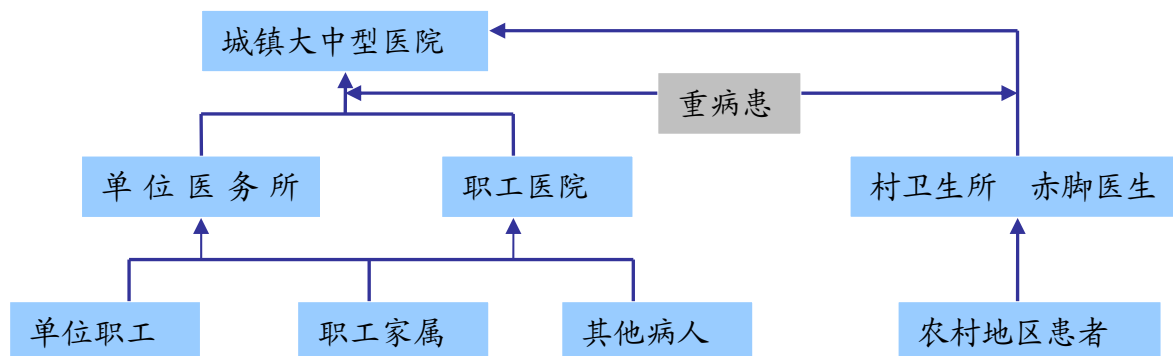
这次经济改革的变化翻天覆地，重塑中国经济体带来的阵痛至深却意义深远。

单位的卫生劳保制度几年内退出历史，数千万的工人下岗待业。实现再就业，吃饭和生存成为城镇下岗职工，特别是 40-50 岁的职工的首要问题，哪里还顾得上看病呢？当时迅速发展的民营和三资企业自然不会设立医务所卫生室。没了基层医疗机构作为疾病治疗的第一道防线，病人（不论大小病）全都挤到了医院，特别是城市中的综合医院、大医院、专科医院开始承受空前的压力。

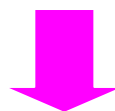
医院突然面临人手不够，病房床位不够，诊疗设备不够。这些要改善需要大量资金投入，而这时政府的财政拨款已不能满足需要，要靠银行贷款，幸亏中国有 10 多亿人口，医院有源源不断涌来的病人可以收费还贷。赖于以药养医及良好的盈利性，中国的城市医院开始大发展的新时期

城市居民的看病难、看病贵问题这时开始显现。

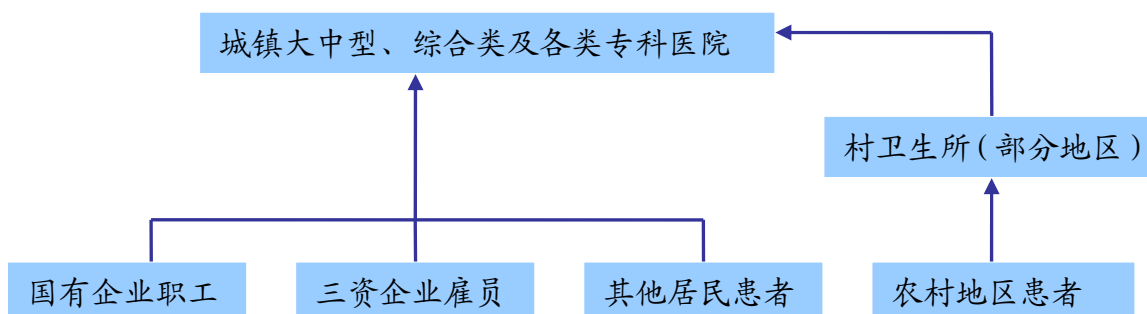
图 5: 过去 60 年我国城镇医疗卫生结构的变化 (截止 2009 年)



90 年代前公有经济转型前的城镇三级医疗制度结构图



2009 年前我国大多数地区的城镇医疗制度结构图



数据来源: 渤海证券研究所

而在农村地区,直到 1965 年,当时中国 140 多万名卫生技术人员,高级医务人员 80%在城市,其中 70%在大城市,20%在县城,只有 10%在农村,医疗经费的使用农村只占 25%,城市则占了 75% (卫生部 1965 年资料)。为改变这种情况,毛主席发表了著名的“六二六卫生工作讲话”,之后诞生了颇有中国特色的“赤脚医生制度”(不脱产的中医)解决广大农村地区人口就医情况。

但这套制度在改革开始的 80 年代以后随着农村劳动生产率提高以及大量富余农村打工人口(农民工)出现而消亡了。这些打工者及农村地区的就医问题逐渐向邻近城市转移。进一步加剧了看病难、看病贵的问题。

这个大格局即使是在新医改实行两年后的 2011 年初也没有太大变化，当初医改方案提出的五项改革里（1：医保制度确立、2 基本药物制度、3：建立基层医疗体系、4：公共卫生服务均等、5：公立医院改革。），涉及医药行业（准确的说是制药行业）的只有“初步建立国家基本药物制度”这一条，就这五方面改革来看，卫生医疗，药品行业，与医保的比例大致在 3:1:1。

由此可以看出，我国的公立医院不仅垄断医疗资源，还利用处方权垄断全国的药品销售（OTC 药品金额始终是少数，见图 4）这是中国医疗服务行业的一个尴尬特色。我国医改的关键是在公立医院上，而药品行业则始终受到公立医院的“裹挟”和制约，药做得好不如卖得好。我国制药行业普遍存在的创新性低、不重视研发、重复建设、比拼仿制等问题的根源就在于此。医改绝不仅仅是药改。

那么在此环境下的我国制药行业有啥特点呢？

3. 上柱于天 下立于渊：我国现代制药行业

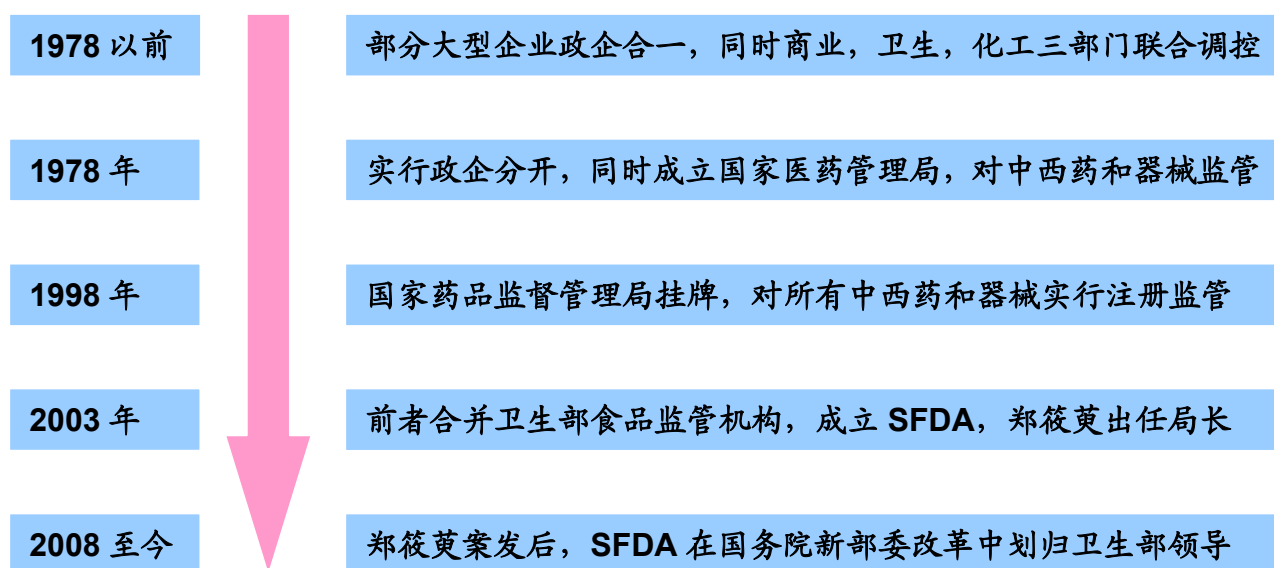
3.1 本土药企：生于红旗下，崛起于开放后

中国现代制药工业始于新中国成立，华北制药、东北制药、山东鲁抗药业、生物六大所等成为我国医药工业各行业的“长子”，这些大型药企最早隶属中央轻工业部医药局，政企合一（副部级单位），他们不但打破了 80 年代前西方国家在一些重大药品（如抗生素和疫苗）上对我国的限制和垄断，也成为了各类制药人才的“摇篮”。而地方管理的制药企业叫“地方国营”（如恩华的前身徐州三药和力生药业）。计划之网恢恢，再密也有疏漏，当时国内的药品市场供需失衡给计划外的药企提供了生存和发展的空间。

1978 年后我国医药行业开始新的大发展，在这之中：国内原有的国营药厂方阵开始整合和分化，原来的大型药企有的实行实行政企分开，在产权不变的前提下逐渐融入到市场经济中并发展壮大至今，如华北制药、哈药、上海医药集团、广州医药集团等。有的地方国营药企例如扬子江和三九集团，他们的创始人（徐镜人和赵新先）因创立时间早，只好分别挂靠在泰州当地仪表厂和军队系统内的药厂，取得政治上的庇护（80 年代初禁止私人办企业）。这些调控计划外的非医药行业的药企（包括后来的民营药企）是最先发现并依靠市场产销的，因没有调控计划的限制，所受体制和行政的束缚也少，通过仿制热门紧俏药品和开发自己的特色

药（紫杉醇、三九胃泰等）主动派出销售人员上医药公司和医院推销药品，利用国营药厂研发销售的呆板和外资合资药品的高价在市场的混乱中找到自己的空间，扩大地盘。如恒瑞、九州通、益佰制药、鱼跃医疗、天士力、齐鲁制药等。还有的国营药企集结在央企这面大旗下合并，继续成为我国医药市场宏观调控和在国际市场上施加影响力的强大政策工具，如中国医药集团总公司。

图 6：建国后我国医药行业的监管部门变化及 SFDA 的成立



数据来源：渤海证券研究所

而我国医药行业的监管在 1978 年以前：象华北制药这样的大型药企和商业、卫生部中的负责中西药品的生产流通的部门共同管理我国的制药行业。1978 年，为适应新形势监管的需要，政府将原来分布于化工、商务、卫生部门的医药管理机构 and 人员合并成立国家医药管理局，负责我国医药行业的生产经营管理，1998 年国家药品监督管理局挂牌成立，2003 年在与卫生部食品监管部门合并后正式成立 SFDA。郑筱萸任第一任局长，2008 年 SFDA 划归卫生部领导。

30 多年来，我国已成为世界上的药品生产大国和最大的原料药出口国，医药工业产值 2009 年已超过万亿。并在某些方面有了自己的创新，例如恒瑞的瑞格列汀和许多中药企业的中药制剂（如中药注射剂和滴丸），市场显示了他真正的力量！

但客观上讲本土药企（国有和民营）的高端化学药和生物制剂创新和产业化能力还是技不如人，差距较大。即使是通用名药品在医院市场中也难以和外资同类产品种在招标政策和定价上公平竞争（如恒瑞和阿斯利康的奥沙利铂之争和石药的恩

必普的遭遇)。恒瑞、扬子江、石药、齐鲁制药这些综合实力和仿制能力均强的中国药企与外资在医院市场中较量倍感艰辛，且经常面临国家强制降价的调控。

那么，医院中的外资合资高价药、原研药占据优势的市场格局秘密何在呢？

3.2. 外资药企：原研药的故事

外资和合资药品进入我国是上世纪 80 年代末的事情，他们的到来引入一个新的概念“原研药”，根据发改委的定义：化合物专利过期（包括行政保护期结束）的专利药品和同类药品（未能申请中国专利保护，但在国内首次上市的药品）共同构成“原研制类”药品。在我国市场上，“原研制类”药品主要集中在国外独资、中外合资的制药企业中，它们也是医院用药市场中相当大的一块。

自 2000 年以来，我国给予原研药“单独定价”的权利，并且在一品两规的省级药品招标中同类外资药品享有优先权，不必费劲参与招标。让这些药品得以在不受“国家降低基本药物价格”制约的前提下，能顺利列入基本药物目录并同样享受全额报销的条件。目前在基本药物目录 307 个品种中，就有 70 多家企业的 325 个西药品种享受单独定价的政策。事实上，原研药都是专利保护期已经失效的药品，国内外均已存在大量仿制药，但原研药依然享受单独定价和招标优先的超国民待遇。

我国多数城市医院中外资及合资药品已占总销量的一半以上，在个别地方占到 70%，这才是之前 20 余次药品降价却无实际效果的真正原因（幸运的是最近几次降价终于对原研药动手），之前的降价目标主要定在内资药企的产品上，难以撼动依靠行政保护的高价原研药。而内资药企在医标中面临其它内资药企的价格竞争和外资品种超高地位（涉及一品两规，下文详述）的打压，生存一直不容易。

这个原研药的概念可以溯源到 1992 年中美两国签订《关于知识产权领域的谅解备忘录》它给予了当时未在中国注册专利的国外专利药品以追溯性行政保护，这在世界知识产权史上较为罕见，但他的签订有一定的历史特殊背景（我国当时外部政治环境较被动）。说到底这份《备忘录》是中美之间的一个“密约”，它的全文从未公开过，也未经当时全国人大的批准。（朱幼棣《大国医改》214 页）

从 1997 年 10 月开始，为应对当时出现的看病贵问题，发改委出面调控药价，有关历年 27 次调控的概况见下表，该表信息汇总为安信证券研究所，我们在此引用，并对他们的工作表示感谢。

表 1: 1997 年以来发改委历次药品降价概况

序号	时间	概况	降价金额(亿)	平均降幅
1	1997 年 10 月	国产 15 种抗生素和 32 种生物制品	20	15%
2	1998 年 4 月	解热镇痛类等 38 种药品	15	10%
3	1998 年 4 月	21 种头孢类及其它药品	20	20%
4	1999 年 4 月	西力欣等 150 种进口药	8	5%
5	1999 年 6 月	降纤酶等两种生化制品	1.2	15%
6	1999 年 8 月	人血白蛋白等 12 种生物制品	3.4	10%
7	2000 年 1 月	抗生素头孢拉定等 9 种药品	12	15%
8	2000 年 6 月	氨苄青霉素等 21 中抗感染药品	18	20%
9	2000 年 10 月	当时医保目录里收录的 69 种抗感染药	20	20%
10	2001 年 4 月	当时医保目录中的 49 种中成药	4	14%
11	2001 年 7 月	医保目录里抗癌、神经用药等 383 种化学药	30	
12	2001 年 12 月	医保里消化、血液、诊断等 199 中化学药	20	
13	2002 年 12 月	规定医保 267 中中成药的最高零售价	15	
14	2003 年 3 月	调整枸橼酸芬太尼等 3 种特殊药品价格		
15	2004 年 5 月	调整 24 种抗感染药价格	35	30%
16	2004 年 6 月	18 种药品单独定价的方案		
17	2004 年 7 月	下调抗生素、生物制品、维生素等 22 种药价	40	40%
18	2005 年 10 年	下调 300 多个剂型规格的抗生素抗肿瘤药物	23	23%
19	2006 年 3 月	下调 99 种抗真菌抗感染药品	43	30%
20	2006 年 8 月	调整 32 种抗肿瘤中成药零售价格	13	15%
21	2006 年 11 月	调整国产的心脑血管 354 种药品最高零售价	70	20%
22	2007 年 1 月	调整 278 种内科中成用药	50	15%
23	2007 年 2 月	调整 188 种内科中成用药		16%
24	2007 年 4 月	调整 260 种化学药的最高零售价	50	19%
25	2007 年 5 月	调整 296 种基本药物零售指导价		12%
		174 种单独定价最高价调低, 16 种取消单独定价		
26	2009 年 10 月	心血管、抗生素等共 162 个品种, 大部为外资品种	20	19%
27	2011 年 3 月		100	21%

数据来源: 发改委 安信证券研究所 渤海证券研究所

3.3 摸清河底的石头

3.3.1 药品流通的利润分配环节

现在药品通过层层公关加价才能走入医院大门，销售出去，在这其中生产、流通、医院三方是如何分割药价收入的呢？具体的细节如回扣占比多少我们并不清楚，因为这随环节和地域的不同变化。只知道它占相当大的一块（发改委数据：全国医院药品公开的加价超过 40%），我们要弄清楚的是为何他要这么弄？

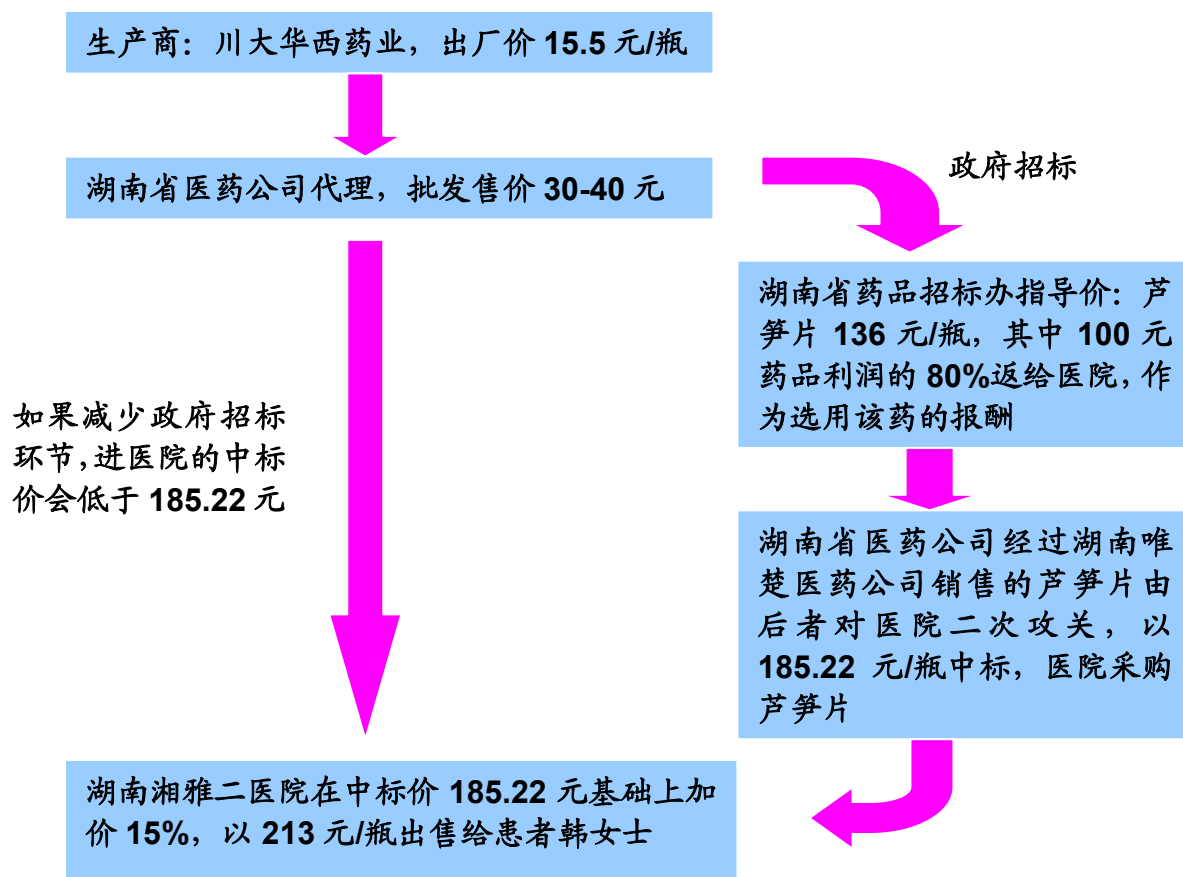
答案是现金或者叫利润。因为倒手，通过税票买卖，才能倒出相当数量的现金利润来在各个环节分配。

因为医院的回扣需要现金，医药代表送给医生的处方费、统方费、处方提成也需要现金（也叫临床费用，最近的例子是浙江和武汉协和的回扣清单事件）。此外省级地区招投标的额外费用、评审专家的劳务费用也需要现金。有业内人士披露现金在一些药品的最终价格中占到一半。某种药品可能只在厂家和商业的物流仓库中搬运几次，但在流通环节上显示已多次交易，不断升值。

外企的方式相比内资要专业得多，鲜有直接给钱，但一些不易被人察觉的学术推广环节中手段很多。例如，大量超出实际需要的出国“学术交流”、奢侈招待、以及部分药品的 IV 期临床试验（注意：只有 IV 期），是跨国药企常用的方法。2009 年和 2010 年，默克、葛兰素史克、辉瑞、百时美施贵宝、阿斯利康、礼来等制药巨头都在美国司法部的反海外贿赂法(FCPA)调查之列，其中中国大陆成为调查的重点地区。这本身就说明了部分问题。

回到上面那个问题，这个药品流通环节的利益群体由医药生产企业、药商、卫生等政府部门官员，医院相关人员，有重要处方权的医生组成。在这个流通链条上制药企业明显处于利益链条的底端，而主导患者药品消费的医院则处于链条上部。某种药品（特别是处方药）在政府招标、中标，医院的采购，处方的每一个环节都需要现金的“润滑”。我们在此用去年爆出的“天价芦笋片”事件来对此说明，该药品由于不是医保及基本药物覆盖（不受物价部门的监控），所以在加价环节上表现的颇有中国特色。

图 7: 2010 年 6 月天价芦笋片的价值链升值过程



数据来源：互联网公开资料 湖南省物价局调查报告 渤海证券研究所

这是个行业内公开的秘密。中国医药企业管理协会会长于明德曾对此表示“这是个不成文的行规行约，所有的品种都是这样的。”于明德举例说，头孢国家定价 7 块多钱，市场上最贵的卖到 90 块，三甲医院采购的绝大部分是后者。医院采购药品时，有意回避低价药而主动选择高价药，利润更高，钻药价加价政策的空子。

而且由于医院消费的强势地位，拖欠购药款是常见现象，2009 年国内医院平均拖欠药企和药商货款为八个月（朱幼棣《大国医改》244 页），长的有超过一年的，在中国鲜有那个内资药企或商业公司可以保证控制医院回款速度的，因为医院管办不分，无法监管。近年全国医院每年的药品加价获利收入 500 多亿元，医院和医生每年从药企获得的“公关费和回扣”也有数百亿元，这近千亿元的费用及医院无偿占用医药企业的 1000 多亿元流动资金。医院凭其买方市场的强势地位，压缩医药企业的生存空间，致使药企在经营时面临严重困难。（数据来源：《2007 年重要技术经济信息技术资料选编》，《中国青年报》2007 年 3 月 2 日刊）

3.3.2 集中招标与一品两规

集中招标

以前医院的购药自主性较大，医院内部自己决定即可进货。2000 年实行药品招标制度后，各医院采购药品的行政审批权逐渐集中到 30 余个省级药品招标采购办。初衷是抑制药价，但它通过对药品在该地区准入资格进行审批管理，人为地又设立了一道流通门槛。某种药品的中标只是进门费，后边还要去医院二次攻关，该做的功课一次都不能少。最终的药品只要不超过国家限定的最高零售价就行，药品销售中易出问题的环节不但没少，反而又出了一个。因为企业除了要搞定医院外，又加上了当地招标办的人。在上文中的天价芦笋片中，芦笋片从一级代理商的 40 元不到在招标中窜到 136 元的招标指导价以及最后 185 元的中标价，就是发生在这个环节。

制药企业既然不能从虚高药价中受益，为什么要申报这样高的药价呢？

由于制药企业 70%到 80%产量都销到医院，而药品从生产到患者手中，必须要经过经销商、医药公司、医院招投标这样的过程，所以药厂在定价时，须考虑给每个环节，留下足够的利润空间，这已成为行业的潜规则。而且如果生产处方药的企业不将价格空间拉大，很难打动医院和医生，因为许多仿制药处方类药品同质化严重，临床医生有更多的选择，肯定会选择对自己最有利的企业进行合作。

因此，川大华西药业副总经理贾颖（芦笋片的生产企业）认为，这是特殊的药品价值链导致的虚高药价，它不是某个产品和企业的问题，是整个行业的问题。

一品两规

这在目前也是一个好心办坏事的规定。

它始于 2007 年卫生部出台的《处方管理办法》。根据这个新规定，医院里使用的同一种通用名药品，按照剂型被分为口服和注射两类，而口服和注射药分别只能购进两种厂家的药。。这就是现在医院和药商口中时常提到的“一品两规”。该规定对特殊患者需要不做限制，且在执行中因环境有不同理解（但偏差不大）。

它的本意是控制药价的同时，提高国内内资药企的行业集中度，但在实际生活中，医院里中标药品往往一种是国产的低价药，另一种是进口药或是外资或合资品牌的高价药。外资品牌几乎不用竞争就可获得一个名额（且维持高价），而内资药企

则要使出招标公关，低价、质量比拼等多种手段来竞争剩下的一个中标名额，在这里，价格和地方保护主义是影响结果的主要因素。

虽然医保目录对于我国药品的划分定下了 7 个层次，但实际执行中只有 3 个层次：原研药、专利药属第一层次；单独定价、优质优价的药品属第二层次；符合 GMP 生产规范的属第三层次。很多国内大企业的知名产品与小企业的低廉产品一起竞价，国内知名药企如华北制药、浙江海正、广州白云山等生产的药品质量常不亚于国外同类品种，因为有较高的质量保证体系和污染治理工序，其同类药品成本也高于国内其它小药厂的“超低价”药品。但在一品两规的限制下，经常出现内资知名药企的被排除在部分省市之外（资料来源：两会代表、步长制药董事长赵超、科伦药业董事长刘革新在两会中的关于医改的发言），在这些地区医院就会出现不用进口外资药，就只有小药厂的劣质药可选的尴尬局面。

中国医药行业分散，集中度低，不重视创新和研发，重复建设的格局，多年来未变的原因就在于我国的医药行业和企业虽有自己的特色（如中药和部分化药的创新）但受到买方医院市场的强力裹挟，经黄金十年的发展，实力大增，但业内话语权仍有限。

那么未来医改能成为医药行业新的助推器吗？

4. 巨塔攻略：未来医改对医药行业的影响

4.1 结论

先从结论说起：虽然短期内会有各种政策、新闻及疫情刺激给医药行业带来波动，但他们不会明显改变整个行业的格局。因为未来数年内我国的药品消费格局和主导方不会有重大改变，医改长期来看对我国药品制造行业的影响重大，肯定会极大地扩张基层医药市场，但这是一个渐变的过程，所以我们认为未来 2 年内仍是涛声依旧，蛋糕变大的速度并不快。

中央政府是计划在 2020 年左右建成覆盖全国全体公民的基本医疗卫生制度（在 2009 年 4 月 6 日发布《中共中央 国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》中首次提出），而在这之前，实质上的医改任重道远。所列的医改五大目标里，关键的体制改革暂时未有触动。

医改已实行近三年，从计划投入的 11000 余亿元（远超过规划的 8500 亿）用途来看，投向两方面：一是在建立城乡基层医疗网络（城里的社区医院和乡里的县级医院）及配套的人员培训（城乡医生的对口轮训和支援）的投入。二是为新农合和城市医保拨款，是为培育这个体系内有较大话语权的付费方。而新版 GMP 和新的医疗器械标准（96 项）是为了提高医药行业自身的素质，同时安徽模式及上海等地区试行零差率药品销售模式、以及最近推出的按病种收费试行规定和医院抗生素等合理用药的监督检查（2011 年 4 月 7 日首届全国合理用药会议上卫生部副部长马晓伟的讲话）等一些规定则是在医院内部逐步规范用药，虽然这些政策目前大多在试点，实质影响有限，且存在漏洞。

但从按部就班推出的政策能看到一点：中央政府这次对医改是玩真的了！

表 2：医改五大任务的实施情况

医改提出的五项任务及到 2011 年初时的实施进度		
1	建立全民医保体系，实现人人享有基本医疗保障目标。	截至 2010 年 10 月底，城镇职工和城镇居民医保参保人数增加到 4.24 亿人；新农合参保人数达到 8.35 亿人，到 2011 年三项基本医保参保（合）率均达到 90% 以上。
2	建立国家基本药物制度，减轻群众用药负担。	2009 年 9 月 21 日施行《国家基本药物目录（基层医疗卫生机构配备使用部分）》（2009 版）共 307 种药物，截止 2010 年底，全国已有 26006 个政府办乡镇卫生院和社区卫生服务机构实施了基本药物制度，占总数的 51%。
3	健全基层卫生医疗服务体系，有效利用基层医疗机构。	2009 年以来，我国投入 530 余亿元资金支持 1877 所县级医院、5169 所中心乡镇卫生院、2382 所城市社区卫生服务中心和 1.1 万所边远地区村卫生室建设，近三年分别为乡镇卫生院、城市社区卫生服务机构和村卫生室培训医疗卫生人员 36 万、16 万和 137 万人次。
4	促进基本公共卫生服务逐步均等化。	解决历史遗留问题，各级财政对居民医保参保补助标准迅速提高，从 2007 年的人均 40 元提高到 2010 年的 120 元，今年进一步提高到 200 元。其他方面，暂无具体政策和数据说明。
5	推进公立医院改革试点，提高医院绩效。	探索公立医院门诊药房改制为零售药店等医药分离的有效途径，逐步取消以药补医机制；鼓励民营资本创办非营利医院。该项改革难度最大，目前政策大多仍停留在试点阶段。

数据来源：渤海证券研究所

那为什么在最近两年对医药行业的实质影响不大呢

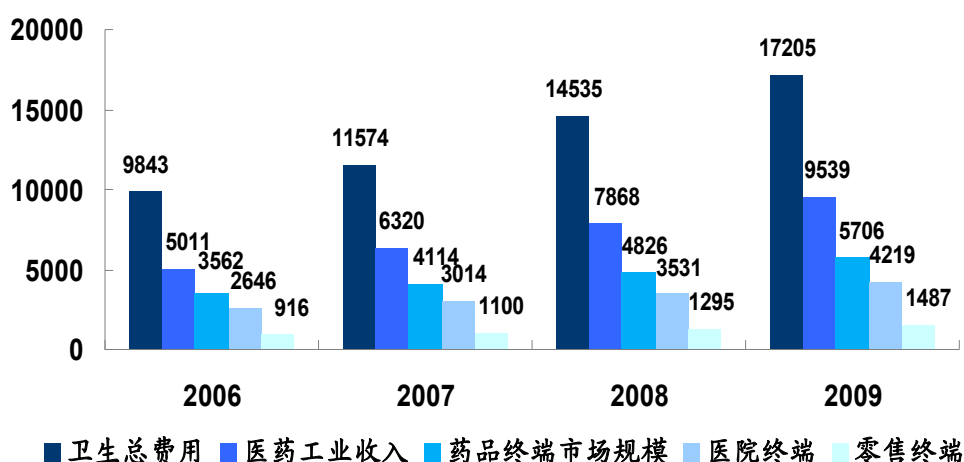
4.2 为什么？

得出这个结论基于以下几个方面：

首先城镇公立医院的主导地位未变。此次医改并未对城市公立医院的体制作出重
 请务必阅读正文之后的免责条款部分

大改变，而且最近发改委和卫生部推出的按病种收费（104 个病种）还处于试点阶段，未来会不会像公立医院改革一样试点近十年却未有重大改变尚难下结论。可以预见，我国医院及各级公共卫生机构仍是药品消费的主体，他们的体制和地位优势将不会有改变（主抓医改工作的李克强副总理，一再强调卫生领域公立医院的主导地位不可动摇）。未来有可能做出变化的是通过引入医保这个第二付费方，来逐步引导和规范大医院的用药习惯。而这种改变需要一个过程，患者自主性较大的零售市场虽然发展迅速，但相比医院市场要形成较大规模还需时日。

图 8：我国近年医疗卫生市场及药品市场的格局（单位：亿）



数据来源：南方所 渤海证券研究所

其次，也是最关键的一点：药费的补偿机制。看病花钱，这些钱从哪里来？指望政府加大投入其实就是问财政要钱。但在这方面政府（无论是中央还是地方）还真是余力不大。因为中国虽然 GDP 世界第二，但有些水分，政府支出（那才是真金白银）可是他们不可能全部满足药费的补偿。这是因为：

第一点，由于我国实行中央、省、（地）市、县、镇五级行政体系及配套的五级财政系统（是世界上层级最多最复杂的行政体系）。按照国际经验，政府层级越多则要求更多的税种与之匹配才能运转顺畅也有利于收入分配。但现有的 22 个税种（我国实行分税制）在五级财政中分配即难又不平衡（成熟国家多是三层体系），中央政府垄断几乎所有的主要税源（收完后部分回拨给各地政府），加上区域经济发展的不平衡性，造成基层政府财政紧张，行政能力都受到制约，更不要说自己投资建卫生所和医院了。

许多省和直辖市一级的政府都缺乏主要税源，只好靠其他项目来创收。象上海和

杭州这样的富裕地区当地政府的收入相当一部分还是来自于土地交易(2009 年杭州政府卖地收入 1025 亿全国第一, 上海第二, 北京第三; 2010 年上海 1369 亿第一, 北京第二大连第三。)经济发达的地区, 收入虽多但花钱的地方也多, 比如上海地区的社保近年每年出现百多亿元的亏空需要政府投钱补贴。不然“没法维持上海的可持续发展”---俞正声语, 其他经济发达地区地方政府也存在同样问题。那些中低收入水平的省及地方财政就更容易捉襟见肘。简单地讲, 国内的许多地方财政既不能一碗水端平也不能实现完全自给。

图 9: 历年中央和地方财政收入占比 (%)

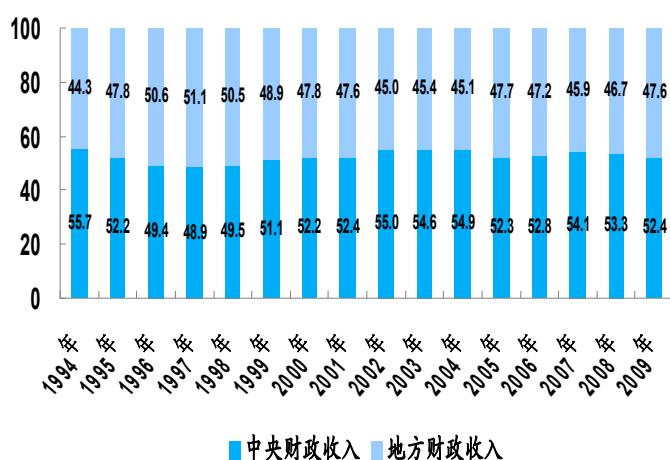
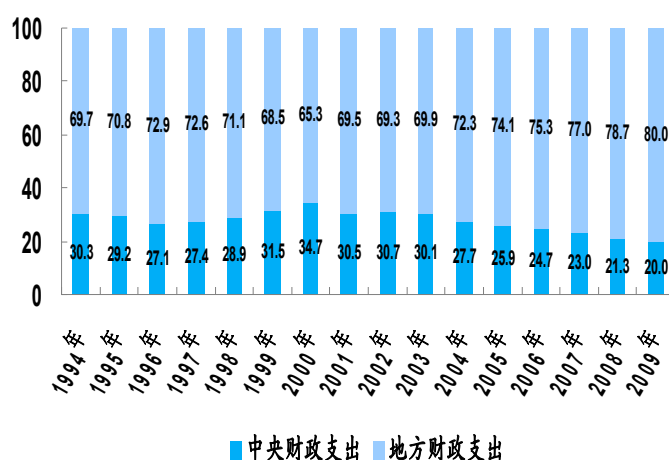


图 10: 历年中央和地方财政支出占比 (%)



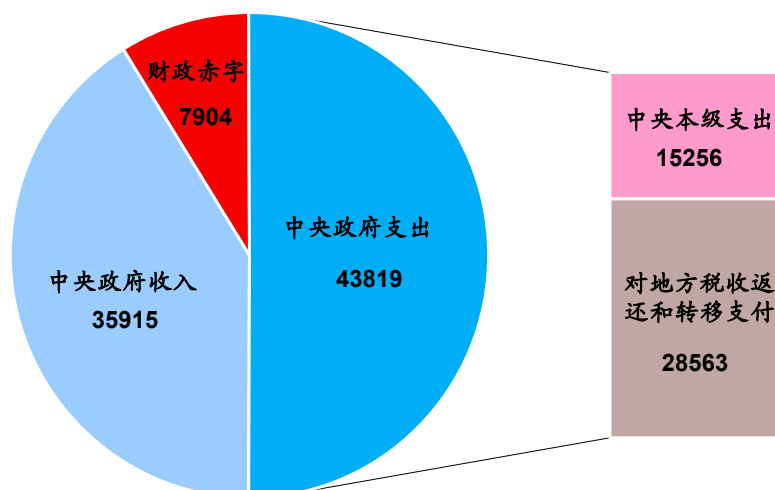
数据来源: 国家统计局 渤海证券研究所

第二点, 中央政府也差钱, 不可能负担太多。我国分税制在实施原则上是以中央政府的收入占全部政府收入的 50%-60%, 地方政府收入占 40%-50%, 而中央政府支出占全部政府支出的 30%-40%, 地方政府支出占全部支出的 60%左右。从历史数据来看, 自 1994 年实施分税制改革来, 10 多年一直维持该局面。中央政府多收入的约 20-30% 的政府财政收入一部分需要补贴收入较低的中西部省份 (特别是西北部省份) 的地方财政。这类地区由于经济发展水平较低, 本身财政的造血能力就差, 如果没有补贴基层政府连运转都有问题 (如新疆)。还有一部分需要投入大型基建、农林建设及补贴 (一直和国防、科技投入同列中央拨款大头)、国防等这样的中央财政的吞金大户。

以 2009 年为例, 当年中央财政收入 3.5 万余亿 (另地方财政收入 3.2 万亿), 但中央财政支出达到 4.3 万余亿, 其中近 8000 亿是赤字, 而支出的 4.3 万余亿中 2.8 万余亿分别是返还地方的税收 (4889 亿) 和补贴不发达地区财政的一般性和专项转移支付 (2.3 万余亿), 目的是实现基本公共服务均等化。真正留在手中可

供中央政府支配的只有 1.5 万余亿。说到底，我国还是一个发展中国家，虽然 GDP 高，但人口和社会结构问题同样很多，在解决这些问题时，政府的手头并不宽裕。

图 11: 我国 2009 年中央政府收入及支出分配情况 (单位: 亿)



数据来源: 十一届全国人大常委会政府 2009 年决算报告 渤海证券研究所

未来随着我国经济的发展，中央和地方财政会逐渐宽裕并慢慢加大对卫生医疗和社保等民生项目的投入，但这是一个渐变的过程，并不会在最近几年内就建成完善的补偿机制和基层医疗网。这就决定了，在基药目录和医保实施上，政府很可能是本着少花钱，多办事，坚持低价和循序渐进的原则。

表 3: 2009 年中央政府本级支出情况

中央政府本级支出明细 (单位: 亿)			
农林水利事务	318.7	国防支出	4825
教育支出	567.6	交通运输	1069.2
医疗卫生	63.5	采掘电力	508.23
社会保障和就业	454.4	粮油物资储备	781.4
保障性住房	26.4	金融事务	778
文化体育与传媒	154.8	公共服务 (疫情)	1084.2
科学技术	1433.8	外交支出	249.7
环境保护	37.9	国债付息	1320.7
政法安全	845.8	其他支出	601
地震灾后重建	130.6	中央预备费	400
合计	15256		

数据来源: 财政部 2009 年政府决算报告

渤海证券研究所

最后一点，来看看另一个付费方医保的情况。截止到 2009 年底，全国参加城镇基本医疗保险人数为 4 0 1 4 7 万人。当年全国城镇职工基本医疗保险基金收入 3 4 2 0 亿元，比上年增长 1 8. 5 %，医疗保险基金支出 2 6 3 0 亿元，比上年增长 3 0. 2 %，年末基金累计结存 4 0 5 5 亿元，其中统筹基金累计结存 2 6 6 1 亿元，个人账户累计积累 1 3 9 4 亿元（数据来源：中央政府网站）。这些钱，由四亿多名投保人分享，人均约 4000 元，本也不多，加上未来城镇化进程（城市就业人口增多），有可能进一步增加，还要考虑到，这些钱是不是一年就能花完，许多病和手术的治疗费用是在万元左右，比如阑尾炎手术，而且再加上各种污染导致的疾病和我国人口老龄化的趋势，付费方医保资金其实也挺紧张。

医疗费用由政府、社会、和个人三块付费补偿。通过前面分析，政府和社会（医保）余力有限，主要兼顾医保和基药目录内的品种，而且还是本着通用药品低价的原则。所以，一味的指望医疗改革是有政府增加投入是不现实，它涉及到体制和税收分配等诸多限制。

我们认为，医改应是有市场参与的，同时政府监管和引导、以及公立医院改革共同作用的结果，而且是一个较长的过程。在医院地位暂时不动的情况下，目前措施如政府自己投资兴建县级医院和社区医院（建立基层安全网）、通过引入新的付费方，制定用药新规则（如医保和基药目录）、按病种收费的试点、对原研药动刀降价，对国内医院用药起到一定的规范作用，但不会迅速改变市场格局。

4.3 未来的可能性：市场化 保基药费 重建基层网

通过上面的分析，所谓医改其实就两个问题：合适的人（公立医院或其他机制医院）和足够的钱（补偿机制），目前公立医院已逐渐开始试点，未来采用哪种模式（高州、宿迁和神木模式有借鉴意义，但无法全国推广）尚无定论。

至于安徽模式，它是对现行体制的一种修补，并不触动医院利益，而且政府行政干预色彩太浓且有地方保护主义之嫌，推广难度有较高。退一万步讲，即使在全国部分地区推广，那种一味求低价和赢者通吃的策略并不利于综合实力强的大企业，反倒有利于当地的中小药企，容易造成市场分割。这与中央未来整合医药生产企业的预期并不相符。所以卫生部长陈竺才表示“医改的关键在公立医院的改革上”。

我们认为，未来医改有这么几个方向：

首先，市场化和保基本医药费。这二者相辅相成，前面已经说过，各级政府在医

改上都是一个少花钱多办事和循序渐进的原则，既然政府投入有限，很有可能会引入市场的力量，如允许民营资本开办医院，医院按病种收费等。未来政府保证基本药物目录里甲类全部和乙类的部分报销，而较高端的医疗方式和药品需要病人自主选择和购买，这样也符合我国目前的国情。未来的医改应该是由政府主导和监管，但适当引入市场机制调控的格局。

其次，医改一项重要内容就是重建基层的医疗卫生网络，城市里是社区医院，乡村则是村卫生所，同时保证每个县内有一家综合性的县医院，这就是常说的基层扩容，也是目前医改政府投入的重点。政府希望将来小病在基层就能解决，中高端病人由大医院负责，减轻大医院的负担，从大医院原有利益中切出一块分给基层医院，达到医疗公平。未来新农合新医改都对此有倾斜。

对医药类上市公司来说，除去相关性不大的原料药行业和进出口业务外，几乎所有的公司都会涉及其中，但我们也说过，这是一个渐变的过程，蛋糕不是立刻变大，未来数年内医药行业仍有可能维持之前的状态，稳定高速的增长，同时随着国内环境的变化，慢慢出现自己的特色，比如化学创新药企业（如恒瑞），中药现代化的诸多巨头（步长、天士力、益佰等）。

4.4 最后：相信党和政府 但要有耐心

最后，我们回到上面的结论：虽然短期内会有各种政策、新闻及疫情刺激给医药行业带来波动，但他们不会明显改变整个行业的格局。因为未来数年内我国的药品消费格局和主导方不会有重大改变，医改长期来看对我国药品制造行业的影响重大，肯定会极大地扩张基层医药市场，但这是一个渐变的过程，所以我们认为未来 2 年内仍是涛声依旧，蛋糕变大的速度并不快。

我国是一个 13 亿人口的大国也是一个发展中国家，中央政府在内部政上面临许多艰巨的挑战，比如房价、通胀、能源消费、收入不均、医疗医改等，不客气的说，这些问题哪一个解决不好都有可能影响到政权稳定。近 20 年政府也在慢慢调整，逐渐腾出手来对内调控并取得成功，比如 1994 年的分税制改革和 95 年以后的国企改革。

在发展中解决问题是我国政府一贯的特色，现在中央政府对内调控上千头万绪，热点和重点很多，不可能对医疗方面重点倾斜过多，医改更有可能在未来随着我国社保体系的完备而逐渐改善。我们认为我们应当相信党和政府，但要有耐心。

中央政府已承诺在 2020 年建成国民医疗体系。未来随着经济的发展以及政府政策的完善、投入的加大、以及市场力量的介入，相信那些世界上发达国家国民享受到的医疗待遇我们也会慢慢享受到，但这种事不是一蹴而就。最近的医改和事业单位改革才刚起步，未来随着卫生体制，外资药企的不公平竞争等束缚因素逐渐减弱，我国生物医药行业有可能继续维持前一段的增长特点，医药行业的黄金时代可能才刚刚开始。

4.5 投资逻辑

具体到市场行业问题，我们认为能从医改扩容中较快获得收益的上市医药公司集中在以下几个方面：

首先是生产高价值耗材类及中低端医疗器械的上市公司，如鱼跃医疗。因为从政府对医改投资上看，重点偏向基层医院及相关人员培训，这些医院和卫生所需要配齐医疗设备器械（并不需要太高端的）。

其次，关注那些既有良好口碑和独家品牌，价格又较低廉的中药和化药企业，因为政府在推行医改和医保的报销中是本着少花钱多办事及循序渐进的原则，医保资金有限，疗效好但太贵的药物经不起消耗，相反那些疗效好但价格适中的药物在医保中会受到关注（如丹参滴丸和速效救心丸），同时还要注意这类企业最好能有自己的经销网络和销售队伍。因为这样才可能在全国市场中全局统筹扩张，而不会只满足于一个出厂价及部分固定的市场。（代理制销售无法保证市场掌握在厂家手中，市场其实部分掌握在代理商手里）

公司推荐：鱼跃医疗 益佰制药 恒瑞医药 华东医药

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 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准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君 机构销售部经理

022-28451995

13502040941。

zhuyanjun@bhqz.com

谢晓冬

022-28451849

13820872805

actionfish@live.cn

xiexd@bhqz.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街22号 外经贸大厦11层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真：（010）68784236

渤海证券研究所网址：www.ewww.com.cn