

医药行业

行业研究/深度报告

关注基层、关注创新、关注收购兼并

—2012 年度医药行业投资策略

民生精品---深度研究报告/医药行业

2011 年 11 月 14 日

报告摘要:

● 本报告的特色、逻辑及主要结论

从特色的角度讲,我们第一次创造性引入“医药指数相对走势图”,第一次系统地过去十年间驱动医药股相对上证指数涨跌的因素进行全面分析,第一次完整梳理了过去十年间影响行业的重大政策和事件。

我们首先研究了医药指数相对上证综指走势波动的内在规律,我们发现行业政策和行业利润增长情况可以对过去十年间的医药股相对走势进行有效解释。我们进一步从这两个方面对行业进行深入研究,并对 2012 年行业的政策因素和收入利润增长情况进行具体分析。我们认为行业目前估值水平不高,投资策略方面重点关注基层市场、关注创新型企业、关注行业的收购兼并。

● 医药股相对走势取决于行业政策与行业利润的两方面作用

从近十年医药股相对大盘的走势看,医药股 03 年、06 年和 2011 年明显跑输上证指数,原因主要是政策性的,同时行业利润走势也向坏。医药股大幅跑赢上证指数是 08 年、09 年和 10 年,三年间行业利好政策持续出台,行业收入利润保持快速增长。08 年新农合与城镇居民的筹资规模突飞猛进, 09 年和 10 年,医改扶持政策持续出台,国家投入加大,医药行业收入利润保持快速增长。10 年年底安徽模式全国推广,行业政策逐步转向。医改政策进入具体落实阶段,各种问题开始显现;另一方面,人工及原材料成本上升,行业利润增速下滑,并且低于工业企业利润增速。

● 2012 年行业的政策层面及利润层面分析

从政策面看,多个子行业及专项的十二五规划将陆续出台,为行业发展提供政策支持。同时,医保支付方式改革试点与招标降价压力加大对行业构成负面影响。通过对各项政策深入分析,我们认为行业在政策层面喜忧参半,不明显利多或者利空。从收入利润的层面,行业在基层市场的带动下预计收入增长 19.37%,利润在收入与成本降低带动下增长 27.75%。

● 投资策略—关注基层市场、关注创新型企业、关注行业的收购兼并

我们认为基层市场是未来医药市场增长的主要动力,关注基层医药市场从基本药物“独家及类独家”品种开始;我们认为品种的重要性加大,创新及品种储备能力成为企业发展的关键,创新型企业是未来关注的重点;我们认为医药行业整合加速,收购兼并热度在 2012 年将提升,给企业带来外延式发展的机遇。基于前述分析,我们重点推荐爱尔眼科、昆明制药、红日药业和华润三九。

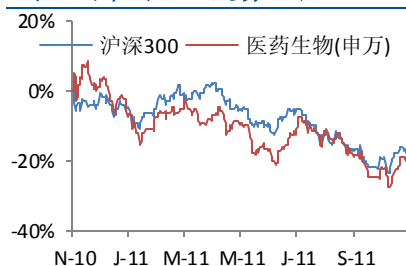
盈利预测与财务指标

重点公司	现价	EPS			PE			评级
	2011-11-11	10A	11E	12E	10A	11E	12E	
爱尔眼科	26.51	0.28	0.42	0.62	95	63	43	强烈推荐
红日药业	26.55	0.67	0.93	1.27	40	29	21	强烈推荐
昆明制药	14.69	0.27	0.40	0.60	54	37	24	强烈推荐
华润三九	20.57	0.85	1.12	1.28	24	18	16	强烈推荐
益盛药业	33.11	0.79	1.06	1.3	42	31	25	强烈推荐

资料来源:民生证券研究所

推 荐 维持评级

行业与沪深 300 走势比较



分析师

分析师:李平祝

执业证书编号: S0100511030004

电话: (8610)85127808

Email: lipingzhu@mszq.com

联系人:吴晓雯

电话: (8610)85127656

Email: wuxiaowen@mszq.com

相关研究

1. 医药板块 2011 年三季报回顾:收入稳定增长,盈利能力进一步压缩 2011-11-1
2. 医药行业深度研究报告:基本药物制度深度跟踪分析(二) 2011-10-11
3. 临床路径对行业影响分析:医药总费用影响有限,利好医疗信息化 2011-09-07
4. 医疗器械行业深度报告:医疗器械是避风港,优选家用类型 2011-09-07
5. 创新药物研发深度报告:透视我国创新药物研发,关注潜在品种 2011-09-06
6. 医药板块 2011 年中报回顾:收入稳定增长,盈利能力受到挑战 2011-09-05
7. 医药行业统计局 1-7 月数据点评:毛利率再降低,盈利回升趋势受到挑战 2011-09-01
8. 华润三九(000999)三季报点评:药材成本压力见顶,明年弹性显现 2011-10-28
9. 爱尔眼科(300015)三季报点评:进入利润增速超越收入增速时代 2011-10-27

目录

一、医药指数相对上证综指走势规律探寻	3
二、行业政策回顾及前瞻研究	5
(一) 政策梳理与展望-公立医院和医保支付机制改革是未来重点	5
1、政策回顾-医药股牛市在政策配合下完成	5
2、新医改的总结与展望-公立医院改革与医保支付机制改革是未来重点	9
(二) 2012 年重点关注政策剖析—多项十二五规划支撑行业发展	12
(三) 2012 年重点关注政策剖析—医保支付机制改革	12
(四) 2012 年重点关注政策剖析—福建第八标	16
三、医药市场结构分化，2012 年行业利润增速将反弹	16
(一) 市场结构发生变化，医院市场与基层市场出现分化	16
(二) 医院与基层药品市场分化溯源	20
(三) 2012 年医药行业的收入利润预测	22
四、投资策略-关注基层，关注创新，关注收购兼并	23
(一) 行业估值情况—整体估值不高	23
(二) 关注基层医药市场从基本药物“独家及类独家”品种做起	24
(二) 关注创新，重申品种的重要性	27
(三) 关注产业结构调整，行业收购兼并可能加剧	28
五、重点推荐公司	29
(一) 爱尔眼科—不受各项行业负面政策影响，业绩增长确定	29
(二) 昆明制药—难得的基药市场收益品种	30
(三) 红日药业—配方颗粒增长确定，血必净销售恢复	31
(四) 华润三九—短期成本压力缓解，远期发展前景广阔	32
插图目录	33
表格目录	33

一、医药指数相对上证综指走势规律探寻——政策和利润驱动

我们对过去十年的医药股相对上证综指的走势进行分析，以期从历史中寻找医药股涨跌的逻辑。我们发现从政策和行业利润的角度，可以对医药股相对走势进行有效的解释。

我们首先对上证综指与医药指数进行同基化处理，以 2000-1-1 为基数，上证综指与医药指数统一以 1000 点为起点，以医药指数减去处理后的上证指数代表医药指数相对上证综指的走势。因此我们制作的医药指数相对上证综指走势图中曲线向上代表医药股跑赢上证综指，向下则代表医药股跑输上证综指。

从近十年医药股相对大盘的走势看，医药股 03 年、06 年和 2011 年明显跑输上证综指，原因主要是政策性的，同时行业利润走势也向坏。医药股大幅跑赢上证指数是 00 年、08 年、09 年和 10 年，我们认为 08 年跑赢上证指数一方面是医药在熊市中防守性的体现，更重要的是，新农合与城镇居民的筹资规模突飞猛进，医药行业收入利润保持快速增长。09 年和 10 年是在医改扶持政策持续出台，国家投入加大，企业收入利润快速增长的情况下，医药股持续大幅跑赢上证综合指数。其中 09 年医药企业高于工业企业整体利润增速，10 年医药企业利润增速保持快速增长，但是工业企业整体利润增速反跳的更高。

2011 年二级市场进入熊市，医药指数在熊市中进一步跑输了上证综指。同样是政策和利润两方面的原因。一方面，医改政策进入落实阶段，各种问题开始显现；另一方面，行业利润增速下滑，并且低于工业企业利润增速。

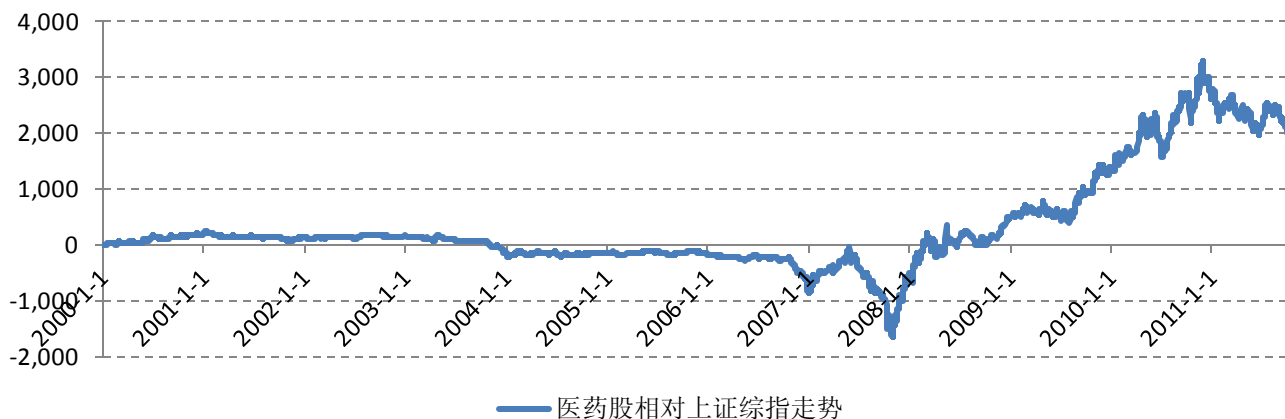
通过前述的分析，我们认为影响医药股相对上证综指走势的因素主要是政策和行业利润状况。

表 1: 2000 年至今医药股相对上证指数表现及其内在逻辑分析

	上证指数	医药股相对上证综指	注释
2000 年	牛市	跑赢	
2001 年	牛尾到大熊市	跑输	
2002 年	慢熊	跑平	
2003 年	震荡	下半年大幅跑输	临近 gmp 强制认证大限，同时医药行业利润增速低于工业企业利润增速
2004 年	先牛后熊，大幅震荡	跑平	行业利润增速受 gmp 认证影响而降低，且明显低于工业企业利润增速
2005 年	震荡	跑平	利润增速相当
2006 年	牛头	医药股大幅跑输	打击商业贿赂，行业盈利受到影响
2007 年	牛市中下场	牛市中中期跑赢，末期跑输	一方面补涨，另一方面被上一年度政策压制的销售强势反弹，利润快速增长
2008 年	大熊市	跑赢	防御性体现，利润保持高增长
2009 年	牛市	跑赢	医改政策陆续颁布，利润保持高增长
2010 年	震荡向下	跑赢	医改政策陆续颁布，利润保持高增长，但工业企业利润增速反跳的更高
2011 年	熊市	跑输	医改政策进入落实阶段，各种问题开始显现；行业利润增速下滑，并且低于工业企业利润增速

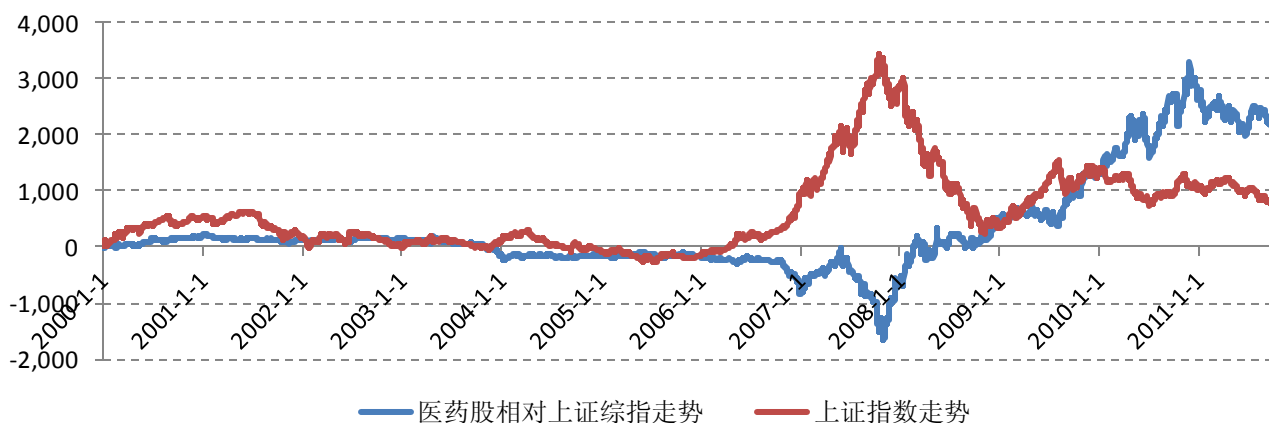
资料来源：民生证券研究所

图 1：医药指数相对上证综指走势分析（向上表示跑赢，向下表示跑输）2000-1-1--2011-10-24



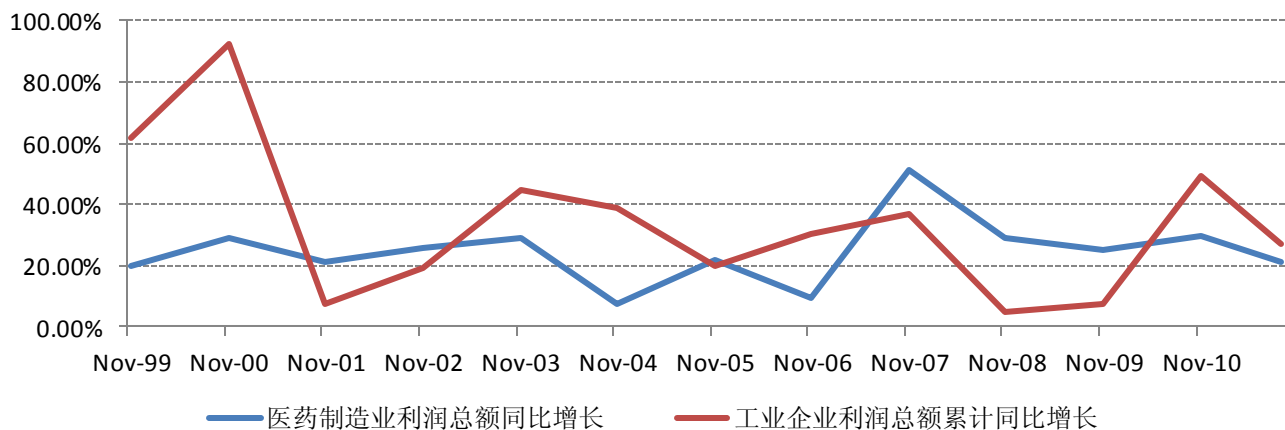
资料来源：民生证券研究所 注：我们首先对上证综指进行同化处理，以 2000-1-1 为起点，二者均为 1000 点，该图以医药指数减去处理后的上证综指反映医药股的相对上证指数走势

图 2：医药指数相对上证综指走势图与上证指数走势叠加分析（向上表示跑赢，向下表示跑输）2000-1-1--2011-10-24



资料来源：民生证券研究所 注：我们首先对上证综指与医药指数进行同化处理，以 2000-1-1 为起点，二者均为 1000 点，该图以医药指数减去处理后的上证综指反映医药股的相对上证指数走势

图 3：医药制造业与工业企业利润增速对比图



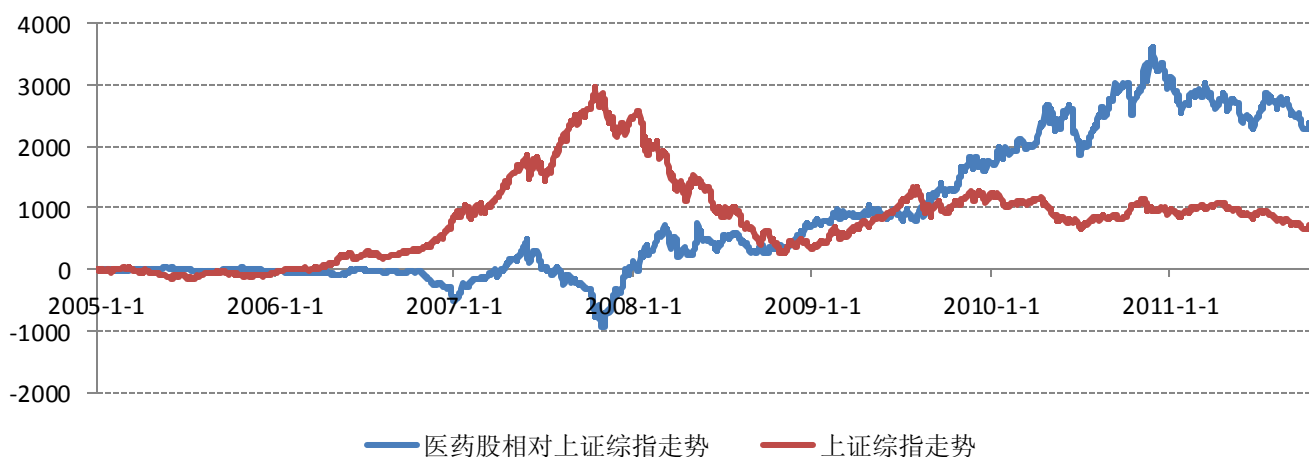
资料来源：民生证券研究所

图 4：医药指数相对上证综指走势图与上证指数走势叠加分析（向上表示跑赢，向下表示跑输）2000-1-1—2004-12-31



资料来源：民生证券研究所

图 5：医药指数相对上证综指走势图与上证指数走势叠加分析（向上表示跑赢，向下表示跑输）2005-1-1—2011-10-24



资料来源：民生证券研究所

二、行业政策回顾及前瞻研究—12 年政策多空倾向不明显

（一）政策梳理与展望-公立医院和医保支付机制改革是未来重点

1、政策回顾-医药股牛市在政策配合下完成

（1）行业激荡，负面政策与事件笼罩，积极因素开始发酵（2000年-2007年）

2000 年-2007 年间，行业经历了强制 GMP 认证、药监腐败及连续的中药注射剂安全事件、医改的失败与反医药商业贿赂运动的冲击。同时一些积极因素开始发酵。一方面，新农合制度建立，覆盖人口快速上升，在随后的 08 年，筹资水平也取得了飞跃式突破；另一方面 07 年城镇居民医保试点也开始运行。覆盖中国人的医疗保障网络逐步健全。

1998 年城镇职工医保建立。

1999 年强制推行 GMP 认证，规定：自 2004 年 7 月 1 日起，凡未能取得认证的企业，将一律不准进行药品生产。

2000 年药品集中采购试点启动。

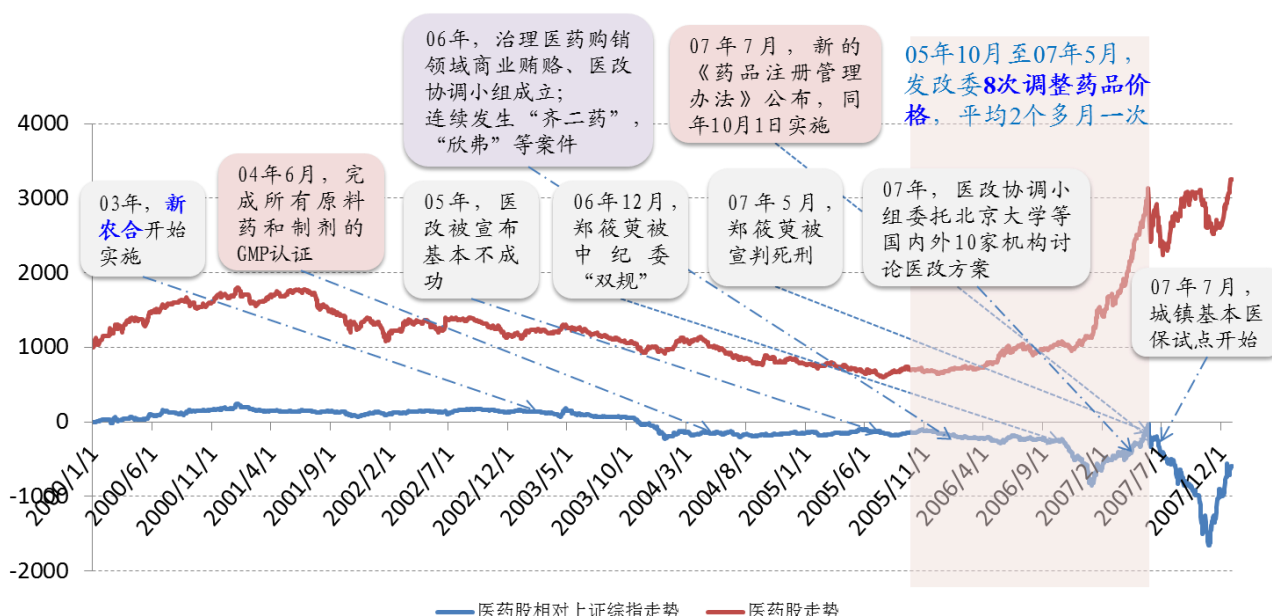
2003 年新农合制度开始建立。2008 年新农合筹资水平得到较大幅度提升。2011 年政府对新农合和城镇居民医保补助标准均由上一年每人每年 120 元提高到 200 元。

2004 年 6 月 30 日，完成所有原料药和制剂的 GMP 认证。

2005 年，医改被宣布基本不成功。

2006 年，全国各级卫生行政部门和医疗卫生机构开展了全国卫生系统治理医药购销领域商业贿赂专项工作。医改开始新一轮筹划，16 个部委组成的医改协调小组成立。

图 6：2000-2007 影响医药行业的重要政策和事件



资料来源：民生证券研究所

2006 年，连续发生了“齐二药”假药案、安徽华源“欣弗”劣药案、鱼腥草等 7 个中药注射液因不良反应被暂停使用和审批事件。

2006 年 12 月 26 日，原药监局长郑筱萸被中纪委“双规”。

2007 年，医改协调小组委托包括北京大学、世界卫生组织等在内的多家海内外机构提交、讨论医改方案。

2005 年 10 月至 2007 年 5 月经历了 8 次发改委调整药品价格，平均每两个多月一次降价。

2007 年 5 月 29 日，原药监局长郑筱萸被宣判死刑，罪名为受贿罪、玩忽职守罪等。

2007 年 7 月，国务院关于开展城镇居民基本医疗保险试点的指导意见发布。医保制度进一步完善。

2007年7月，新的《药品注册管理办法》公布，并于当年10月1日起执行。药品注册的荒唐时代结束，新药标准提升。此后新药审批情况正常化，受理及获批数量急剧下降，新药的稀缺性开始渐渐显现。

（2）进入新一轮医改，行业利好政策持续出台支撑医药牛市（2008年-2009年）

2008-2009年是医药股持续大幅跑赢上证指数的两年，行业利好政策对该轮医药股的牛市形成了良好的支撑。这两年间对医药行业的利空政策几乎没有。同时前期建立的新农合和城镇居民医保在08年都取得了十足的进步。08年，新农合的人均筹资水平较07年增长63%，新农合基金筹资额增长83%，支出额增长91%；城镇居民医保覆盖人数过亿，较前一年增长了1.76倍。09年，新一轮的医改正式推出，配套的资金支持及子行业扶持政策持续出台这些政策都对医药股形成了有力的支撑。

2008年10月，关于深化医药卫生体制改革的意见（征求意见稿）发布。

2009年1月17日，国家公布《进一步规范医疗机构药品集中采购工作的意见》。药品采购进入以省为单位的阶段。该政策使得招标机构数量大幅减少，也更容易被社会关注到，政府的行政使命更易于传达，同时议价能力加大，这为2010年的安徽模式以及2011年的福建第八标的大幅降价埋下伏笔。

图 7：2008-2009 影响医药行业的重要政策和事件



资料来源：民生证券研究所

2009年1月21日国务院会议披露了未来3年内（09-11）各级政府预计投入8500亿元配合新医改推进。

2009年4月，发布《中共中央 国务院 关于深化医药卫生体制改革的意见》、《医药

卫生体制改革近期重点实施方案（2009-2011年）》。

2009年5月7日，国务院印发了《关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》

2009年6月5日，国务院印发了《关于印发促进生物产业加快发展若干政策的通知》

2009年8月18日，卫生部、国家发展改革委等9部门制定了《关于建立国家基本药物制度的实施意见》，卫生部发布了《国家基本药物目录（基层医疗卫生机构配备使用部分）》（2009版）

2009年10月2日，发展改革委发通知公布国家基本药物零售指导价。

2009年12月，新版医保目录发布，目录药品数量扩容。

（3）负面因素发酵升温，招标降价压顶（2010年-2011年）

2010年-2011年的两年间，医药行业的政策环境发生了较大的变化，主要是医改政策的落实从易到难，逐渐进入实操阶段，迈向深水区。新药典标准的提升对部分疫苗企业构成了冲击；基药制度的落实引发了以降价为最主要特色的安徽模式，并向全国蔓延，甚至向非基药招标蔓延；新医保目录配套的价格调整陆续推出；医药卫生费用的控制及医保支付方式改革成为焦点。

图 8：2010-2011 影响医药行业的重要政策和事件



资料来源：民生证券研究所

2010年2月11日，卫生部等五部委联合发布《关于公立医院改革试点的指导意见》

2010年6月17日，药监局印发《关于实施《中国药典》2010年版有关事宜的公告》，2010年10月1日起执行。疫苗等产品的标准得到大幅提升，部分企业生产受到影响。

2010 年 8 月，安徽出台《安徽省基层医疗卫生机构基本药物集中采购实施方案（2010 年版）》制定包括双信封招标、量价挂钩、单一货源承诺、生产企业承担配送责任等创新亮点，被业内归纳为“安徽基药采购模式”。9 月，安徽完成基药采购。

2010 年 10 月 9 日，工业和信息化部、卫生部、国家食品药品监督管理局等三部门联合印发了《关于加快医药行业结构调整的指导意见》

2010 年 11 月 19 日，国务院印发《关于建立和规范政府办基层医疗卫生机构基本药物采购机制的指导意见》，确保基本药物制度顺利实施。安徽模式得到认可并向全国推广。

2010 年 11 月，发改委降低头孢曲松等部分单独定价药品的最高零售价格，涉及抗素、心脑血管等 17 大类药品。

2011 年 3 月，调整部分抗微生物类和循环系统类药品最高零售价格，涉及 16 个品种，近 1285 个品规。

2011 年 3 月，《抗菌药物临床应用管理办法》、《抗菌药物临床应用分级管理目录》开始反复在内部征求意见及修正，**对抗生素的限制运动逐渐升温**。

2011 年 7 月，福建省公布《福建省医疗机构第八批药品集中采购议价规则》。对医药目录药品招标模式进行了创新。该文件有两个方面比较苛刻，一是限价原则非常苛刻，基本上要求不超过全国其他省的最低价。二是对于独家和生产家数少的非独家品种，按照降价幅度来决定是否中标。

2011 年 8 月，调整部分激素、调节内分泌类和神经系统类等药品最高零售价格，共涉及 82 个品种、400 多个剂型规格。

2011 年 8 月，卫生部公布新版《抗菌药物临床应用管理办法(征求意见稿)》。分级管理目录由省一级卫生行政部门制定，但是对抗生素管理的严格程度并未降低。

2011 年 10 月，福建《福建省医疗机构第八批药品集中采购中标候选品规目录》。此次福建第八批药品招标创造了品规数新低（约 4361 种）。多数品种创出价格新低。

2、新医改的总结与展望-公立医院改革与医保支付机制改革是未来重点

（1）新医改前传

新医改之所以称之为新医改是相对于之前的医改而言。本轮医改实为第三轮医改，1985-1999 为第一轮医改，2000-2005 为第二轮医改。

通常认为 1985 年是医改元年。1985 年 4 月 25 日，国务院批转了卫生部 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，开阔发展卫生事业的路子，把卫生工作搞好。”由此，中国的全面医改正式启动。核心思路是放权让利，扩大医院自主权，**基本上是复制国企改革的模式**。

1992 年是医院迈向所谓的“市场化”之年。1992 年月 23 日，国务院下发《关于深化卫生改革的几点意见》，其要点为：……拓宽卫生筹资渠道，完善补偿机制；转换运行机

制，推进劳动、人事及工资改革加强经营开发，增加卫生经济实力……。根据这个文件，卫生部按“建设靠国家，吃饭靠自己”的精神，要求医院在“以工助医、以副补主”等方面取得新成绩。

2000 年进一步向“市场化”迈进。2000 年 2 月 21 日，国务院办公厅转发国务院体改办、卫生部等 8 部委局办起草的《关于城镇医药卫生体制改革的指导意见》。《意见》要求，建立新的医疗机构分类管理制度，将医疗机构分为非盈利性和盈利性两类进行管理。并“鼓励各类医疗机构合作，台并”，“共建医疗服务集团，盈利性医疗机构医疗服务价格放开，依法自主经营，照章纳税”。这些措辞被解读成为完全“市场化”的医改开了绿灯。

2005 年宣布医改基本不成功，新医改进入筹划阶段。2005 年，在卫生部筹划新一轮医改工作之时，在数易其稿的《关于深化城市医疗体制改革试点指导意见》(由国务院办公厅颁发)，仍然只是在系统内部广泛征求意见之时，7 月 28 日，由国务院发展研究中心社会发展研究部副部长葛延风担任课题组负责人的最新医改研究报告称，“目前中国的医疗卫生体制改革基本上是不成功的”。

(2) 新医改的诞生及近年发展现状剖析

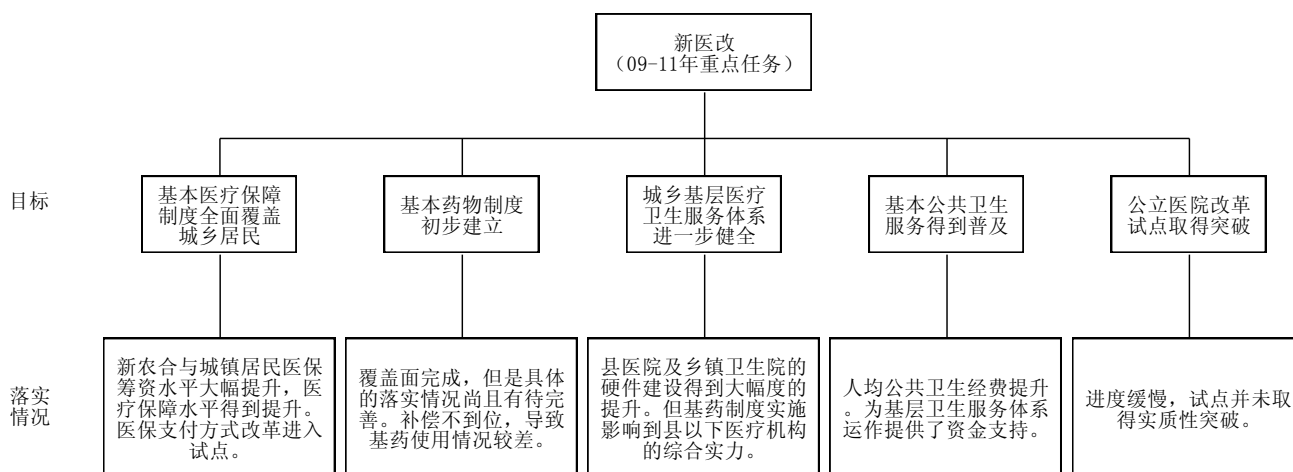
新医改经历了长达三年(2006 年-2008 年)孕育，于 2009 年正式推出，并以 09-11 三年为第一阶段。我们对过去三年的医改进行总结。从 09-11 年的五项重点任务落实情况看，公立医院改革最为滞后。其他是四项工作都取得了不小的进展，详细数据见下文图表。

2006 年，16 个部委组成的医改协调小组成立。

2007 年，医改协调小组委托包括北京大学、世界卫生组织等在内的多家海内外机构提交、讨论医改方案。

2008 年 10 月，关于深化医药卫生体制改革的意见(征求意见稿)发布。

图 9：新医改第一阶段五项任务及其落实情况



资料来源：民生证券研究所

2009年1月21日国务院会议审议了《中共中央 国务院 关于深化医药卫生体制改革的意见》、《医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009-2011年）》，未来3年内（09-11）各级政府预计投入8500亿元配合新医改推进。

新医改是个漫长的过程，医改的总体目标给到了2020年，其中2009-2011为第一阶段。2009-2011年，规划了五项重点改革内容，并提出了阶段性目标。我们回过头对这些改革项目进行回顾与展望。

表 2：2009-2011 三年医改的目标与当前实施进度对比

五项重点任务	实施进度
基本医疗保障制度全面覆盖城乡居民	覆盖率：2010年底三大网络覆盖12.69亿人，覆盖率为92.6%。近两年变化较大的是新农合和城镇居民医保。2010年底新农合参保率达到96%。 筹资额：2011年起新农合和城镇居民医疗保险人均筹资额大幅上涨至250元以上。 保障力度：①城镇居民医保、新农合政策范围内住院费用支付比例已经达到60%以上，部分统筹地区提高到70%。所有统筹地区职工医保、城镇居民医保和新农合政策范围内统筹基金最高支付限额分别达到当地职工年平均工资、当地居民年可支配收入和全国农民年人均纯收入的6倍以上，且均不低于5万元。②重大疾病医疗保障：11年9月底，全国所有农村儿童白血病，儿童先心病都受益于新农合（个人支付不到20%医疗费用），今年要重点考虑将乳腺癌、宫颈癌、重性精神病、终末期肾病、耐多药肺结核以及艾滋病机会感染等疾病纳入新农合大病救治试点。③门诊统筹：超过90%的统筹地区开展了门诊统筹。
基本药物制度初步建立	覆盖面：全国31个省（区、市）和新疆生产建设兵团均实现了在所有政府办基层医疗卫生机构配备使用基本药物，并实行零差率销售。 招标进度：①2011年9月底，共有29个省份出台了新的基本药物采购机制文件，26个省份启动了新一轮采购。②除上海外，均采用了双信封法。③基本药物在基层的销售价格较制度实施前平均下降约25%④针对双信封导致的低价，卫生部明确提出“指导督促地方研究制定基本药物采购实施方案，进一步完善双信封招标制度”。 实施范围扩大进度：1：村卫生室。①基本药物制度在上海等6个省份和新疆生产建设兵团所有村卫生室实现全覆盖，在北京等7个省份60%以上的村卫生室实施。②在村卫生室实施的障碍被移除，辽宁等11个省份将村卫生室纳入新农合门诊统筹，公共卫生经费中有10元左右归村卫生室，各地为村医解决养老问题。2：县级医院。目前县级医院使用基本药物各地做法不一，随着基本药物目录2012年扩容，在县级医院的使用将更为广泛。
基本公共卫生服务得到普及	人均公共卫生经费提升：2011年从15元涨到25元/人/年。 服务项目：2011年起，儿童保健管理人群从0-3岁扩大到0-6岁；增加儿童口腔保健等项目；提高服务频次，增加孕产妇、65岁以上老人的检查项目；增加健康教育等。 公共卫生经费也是基层医生的重要收入来源。
城乡基层医疗卫生服务体系进一步健全	基层医疗卫生机构的硬件建设提升明显，基层医疗卫生队伍建设进度缓慢。 ①2006-2010年，发布《农村卫生服务体系建设和发展规划》，投资216.84亿元改善中西部及东部贫困地区约24875所（镇）卫生院、1216所左右的县医院、496所左右的县中医（民族医）医院以及1008所左右县妇幼保健机构基本医疗设备短缺的状况。 ②2009年~2011年，中央财政安排360亿元重点支持全国2176所县级医院建设。 ③到08年底，中央专项共支持建设乡镇卫生院27,943所，加上地方到2007年底利用省级财政支持的4,828所，2004年以来建设的乡镇卫生院达到了32,771所。按照1个乡镇建设1所卫生院的要求，全国34,685个乡镇中安排过建设的比例达到了94.5%。 按照每个县需要有一个完成标准化的县医院来估算，我国需要标准化的县医院为2800所左右。由上述分析，06年扶持了1216所，08年扶持了72所，09年开始扶持2176所，这还没有把地方政府投入计算在内。11年底我国的县医院将基本达到标准化水平。
公立医院改革试点	2010年选定16个城市进行公立医院改革试点；2011年选定300个县医院进行综合试点改革。从目前

点取得突破 的试点情况看公立医院的试点并未取得明显突破。今年卫生部推荐学习上海申康模式，北京成立医管局。

资料来源：民生证券研究所

（3）新医改未来工作重点展望

从前述的医改第一阶段目标落实情况看，未来几年医改工作的两大焦点是公立医院改革和医保支付方式改革。基药制度的推行已经毋庸置疑，其落实情况的改善也将是未来的一个工作重点。

（二）2012 年重点关注政策剖析—多项十二五规划支撑行业发展

1、多项“十二五”及专项规划将出台--预计创新仍是扶持重点，研发型企业将被支持

我们了解到即将出台的新规划包括，发改委关于战略新兴产业-生物医药的十二五规划、工信部关于医药工业的十二五规划、国务院医改办关于医改的十二五规划、由科技部牵头、其他相关部委合作起草的《“十二五”生物技术发展规划》、《“十二五”医疗器械产业科技发展专项规划》、《“十二五”医学科技发展专项规划》、《“十二五”先进生物制造科技发展专项规划》。此外，值得关注的还有《中药产业“十二五”规划》。

生物医药产业发展十二五规划将以结构调整作为关键，扶持创新。在未来五年，生物医药的发展将主要强调用于重大疾病防治的生物技术药物、新型疫苗、诊断试剂、化学药物等创新型药物品种。具体扶持方向包括重大新药创制、转基因生物新品种培育、艾滋病和病毒性肝炎等重大传染病防治、疫苗与抗体产品研发、体外诊断重大产品开发、数字化医疗以及生物医用材料。

关于医药工业十二五规划。规划设定“十二五”期间,我国医药工业总产值年均增长 20% 以上,到 2015 年达到 3 万亿元。关键点集中在产业集中度的提升、制剂国际化和对创新药的扶持。

医改十二五规划的关键是破除以药养医的体制。医改十二五规划较 09-11 年的第一阶段相比，重点是医保管理体制和运行机制的改革，公立医院改革和药品生产流通领域的改革将深入破除以药养医的体制上，同时人才的培养也是医改十二五规划的重点。

（三）2012 年重点关注政策剖析—医保支付机制改革

1、2011 年医疗保险付费方式改革持续推进

5 月 31 日，人力资源与社会保障部发布《关于进一步推进医疗保险付费方式改革的意见》（人社部发〔2011〕63 号）。

7 月，人力资源与社会保障部发布《关于建立医疗保险付费方式改革重点联系工作制度》（人社厅函〔2011〕321 号）。

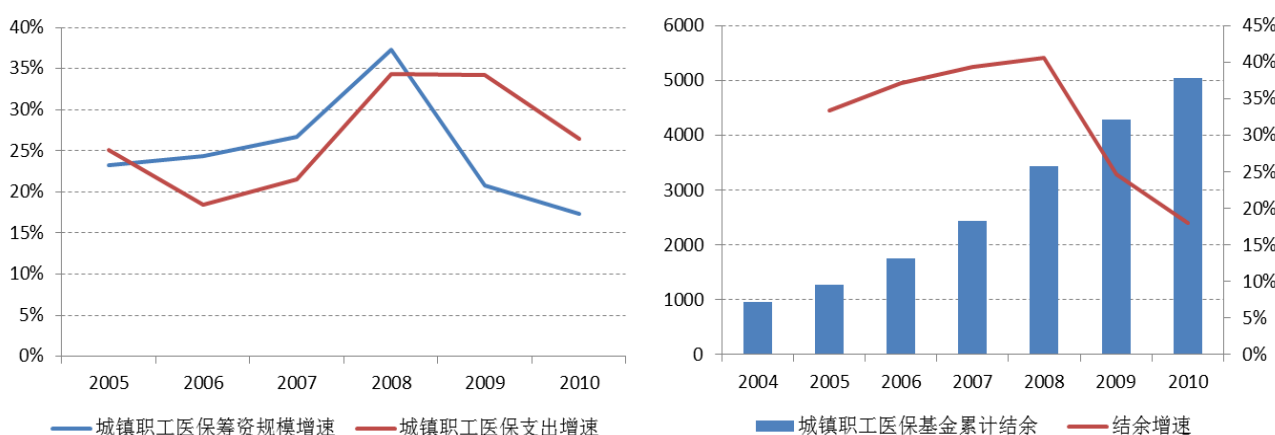
10 月 31 日人力资源与社会保障部发布通知，确定北京等 40 个城市作为首批付费方式改革部重点联系城市。

2、医疗保险付费方式改革推进的原因是医保基金收支增速的分化

医疗保险付费方式改革推进的原因是医保基金支出的高增长。近两年，各类医疗保障的保障水平均有所提高。具体表现有：①新农合及城镇居民医保的门诊纳入统筹；②起付线降低；③诊疗项目和药物报销范围扩大；④报销比例提高。同时，两年来我国城镇职工医保收入增速低于支出增速，公费医疗转医保更加加重了医保的负担。

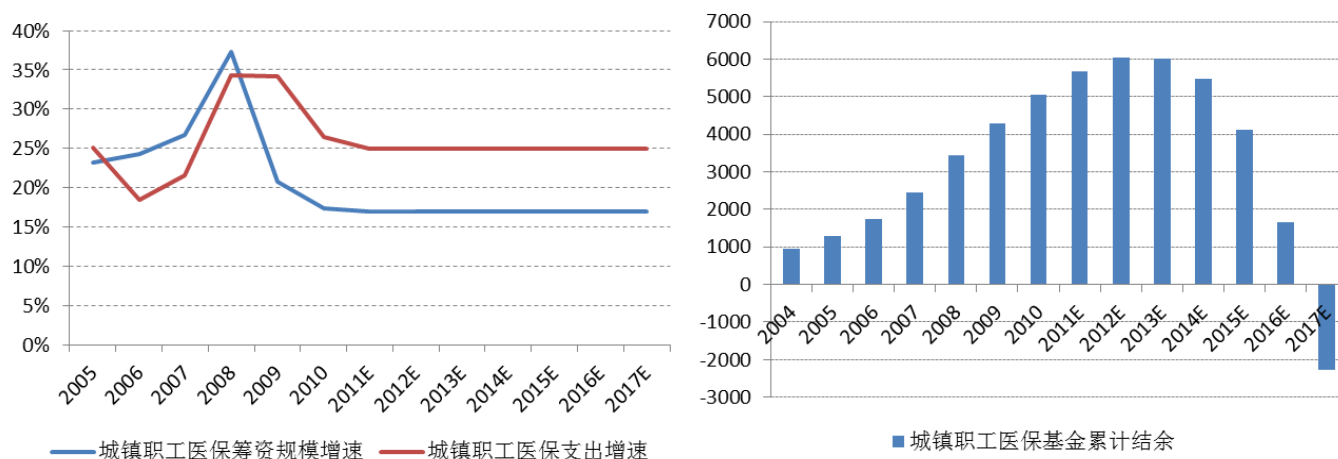
因此医保部门迫切需要节流。新农合与城镇居民医保的节流手段主要是推行基本药物制度。城镇职工医保节流的手段主要体现在，控制大处方，具体措施包括支付方式改革、临床路径管理等方面。

图 10：我国城镇职工医疗保险筹资、支出及结余情况



资料来源：民生证券研究所

图 11：对未来几年我国城镇职工医保基金筹资支出及结余情况的模拟图



资料来源：民生证券研究所

2、我们对医保支付制度改革的多角度分析

我们从医保基金收支及各项医保支付手段运行条件的角度对付费机制试点的分析如下：

(1) 医保基金资金实力尚且雄厚，可以为试点留出足够时间

医保基金收支角度。城镇职工医保基金 2010 年收入增速为 17%，支出增速为 25%。如果医保基金收支增速保持不变，6 年后，即 2017 年医保结余方被耗尽。因此医保基金可以支持医保支付制度改革逐步在几年内完成。

(2) 多项支付方式的探讨

《关于进一步推进医疗保险付费方式改革的意见》中提到支付方式改革的思路是“结合基金收支预算管理加强总额控制，探索总额预付。在此基础上，结合门诊统筹的开展探索按人头付费，结合住院门诊大病的保障探索按病种付费。”

A、总额预付—处于探索阶段，存在诸多不合理之处，推广难度大

国内某些地区目前探索总额预付，但是与其他国家成熟情况截然不同。成熟的总额预付是针对的是大型的医疗联合体，当病人与这个医联体保持一种稳定的联系时，这个医联体才有可能对固定的病人进行管理，才有可能承担这部分人的医疗风险和财务风险。只有在病人人头固定和具有足够大人群的基础上，一个医联体才具备承担医保总额预付带来的风险。我国的做法是根据历史情况来计算总额，在往年医保费用基础上规定一个增长幅度上限，这样的做法会产生诸多问题：①处于高速发展期的医院业务量增速很快，此时医保费用将成为医院发展瓶颈；②接近年底时，当预付总额使用完后，医院便不愿意接受医保病人，或者采取各种办法来拖延治疗，避免超出总额限制。

表 3：医联体与单个医院的比较

	医联体	单个医院
规模	大	小
与患者关系	稳定	不稳定
面临风险	小	大
抵御风险能力	大	小

资料来源：民生证券研究所

上海选取的试点多为三级医院，由于接受许多外地的自费病人，所以总额预付制给他们带来的影响相对有限。北京 10 月份出台文件规定“三级医疗机构的费用增长率不得超过 18%；二级医疗机构增长率不超过 25%；一级及一级以下定点医疗机构增长率不超过 30%。”颇有总额预付的影子，但是这是由于北京市今年医保基金基本无结余，而且明年将有大批市区公务员由公费医疗转医保，医保基金紧张的情况下采取的临时举措。因此，我国的总额预付费依然处于探索阶段，存在诸多不合理之处，属于过渡性政策。

B、按人头付费

“按人头付费”改革，主要针对的是门诊，将从社区卫生服务中心(站)的全科诊疗做起。普通门诊一般涉及金额较小，施行按人头收费，对医药行业的影响比较小。

C、按病种付费

住院及门诊大病医疗费用的支付，探索实行以按病种付费为主的付费方式。有条件的地区可逐步探索按病种分组(DRGs)付费的办法。

按病种付费目前包含简单的单病种付费和 DRGs。单病种付费使用的范围有限，因此 DRGs 才是关键。

确立临床路径是DRGs的前提，临床路径正处在大范围实施的前夜

制定临床路径是 DRGs 实施的前提。在实施 DRGs 后由于医生在控制费用方面的压力，容易出现在临床服务上“偷工减料”的倾向，而临床路径正是配套 DRGs 实施后避免医疗质量下滑的必要措施。

7 月卫生部发布了外科 10 个病种县医院版的临床路径，标志着临床路径的推进范围进一步扩大到县级医疗机构。我们认为临床路径正处在从大范围试点向大范围实施的转折点上。（详见我们 9 月 8 日发出的深度报告《医药总费用影响有限，利好医疗信息化-临床路径对行业影响分析》）

卫生部近两年在推广临床路径试点方面做的工作主要有：

（1）不断扩大临床路径的病种种数和试点医院数量。经过分批研究制定，卫生部至今共发布了 309 个病种的临床路径，全国已有 30 个省（区、市）共 1383 家三级、二级医院开展了临床路径管理试点。

（2）在机构建设上加强临床路径的工作。成立了“临床路径技术审核专家委员会”，聘请了 22 个临床学科及相关专业知名专家 204 名作为专家组成员，负责临床路径的审核和技术指导。成立了临床路径试点管理办公室，由医政司司长担任办公室主任。

（3）先后召开召开第一和第二期临床路径管理试点工作培训班、内科专业临床路径培训班等，对各地医院工作人员展开技术培训。

表 4：最近两年关于临床路径的相关政策文件

时间	文件名称	主要内容
2009 年 6 月	《卫生部办公厅关于印发 8 个病种临床路径的通知》	制定了急性单纯性阑尾炎、结节性甲状腺肿、乳腺癌、股骨干骨折等首批 8 个病种的临床路径，开始进入正式试点阶段
2009 年 10 月	关于印发《临床路径管理指导原则（试行）》的通知	从临床路径的组织管理、开发制定、实施、评价与改进等方面做出了原则规定
2009 年 12 月	《关于开展临床路径管理试点工作的通知》	在北京等 12 个省（市）部分医院开展临床路径管理试点工作，下发《临床路径管理试点工作方案》。
2010 年 1 月	《关于印发临床路径管理试点工作试点医院名单的通知》	遴选了 14 个省、市共 73 家医院作为卫生部临床路径管理试点医院，确定了各试点医院开展的试点专业。
2010 年 2 月	《关于增加临床路径管理试点工作试点医院的通知》	增加同仁医院等 13 家医院作为临床路径试点医院
2010 年 4 月	《公布第三批临床路径管理试点工作试点医院名单的通知》	增加鞍山市中心医院等 24 家医院作为第三批临床路径管理试点工作的试点医院
2010 年 6 月	《关于成立卫生部临床路径管理试点工作办公室的通知》	成立卫生部临床路径管理试点工作办公室，具体负责组织实施临床路径管理试点相关事务性工作。
2011 年 6 月	《关于进一步加强临床路径管理试点工作的通知》	各省级卫生部门要将试点医院扩大到 50% 的三级甲等综合医院、20% 的二级甲等综合医院；要求细化完善临床路径，落实绩效考核指标。

资料来源：卫生部网站，民生证券研究所

我们认为临床路径经过这两年来推广，积累了一些成功的经验，卫生部给各地方卫生行政部门的要求也越来越具体。目前不仅要求试点医院的数量，而且包括了试点病种数、病例入组率和完成率、乃至试点前后医疗费用和医疗质量指标变化情况更全面的信息。

卫生部门积极试点临床路径，其意义不仅在于临床路径本身可以提高医院的效率和质量，而且在于临床路径是为单病种付费乃至 DRG 试点铺路。鉴于卫生部今年已经提出了“50% 的三级甲等综合医院、20% 的二级甲等综合医院”的试点覆盖目标，以及公立医院改革的迫切性，我们预计目前临床路径正处在从大范围试点向大范围实施的转折点上。

按病种付费对行业总体偏负面，有抑制医疗费用的作用，就我们走访的医生看，都不太好意思开药超过限额。但是在目前的分配机制下医生也没有动机将费用大幅压缩，因为省下来的钱返点给医生的比例尚未确定，相关部门也一直语焉不详，从积水潭的情况看，省下来的钱全部归医院，医生得不到好处，医生甚至有动机尽量少收单病种病人，我们将继续密切关注省下的钱如何在院内进行分配。

我们认为当医院内部分配机制理顺后，各种预付费制度将有利于①性价比高的药，包括大量国产药和仿制药；②疗效确切的药，尤其是在临床路径中提及的药品。

各种预付费制度将利空于①性价比低的药品，包括专利药和进口药品；②目前医保范围内的辅助类药品，在预付费制度下，这些可用可不用的药使用量会受限。

预付费制度对非医保药品的影响较小。

（四）2012 年重点关注政策剖析—福建第八标

福建第八批药品招标创了品规数新低，约 4361 种。与其他省份一般在 10000~20000 种的品规的数目相差甚远，也远低于福建省上一次非基本药物招标的历史中标数（15000 种左右）。同时，据统计福建省此次中标比率仅为 38%，同时，多数企业的中标品种价格创全国新低。

我们认为福建的医保招标模式难以像“安徽模式”一样推广，主要原因是政府可以财政出资来运营基层医疗机构而不可能用财政来维持公立医院的运转。同时，目前连基层医疗机构的补偿尚且不能到位。同时，公立医院的改革不到位，福建模式难以推广。

三、医药市场结构分化，2012 年行业利润增速将反弹

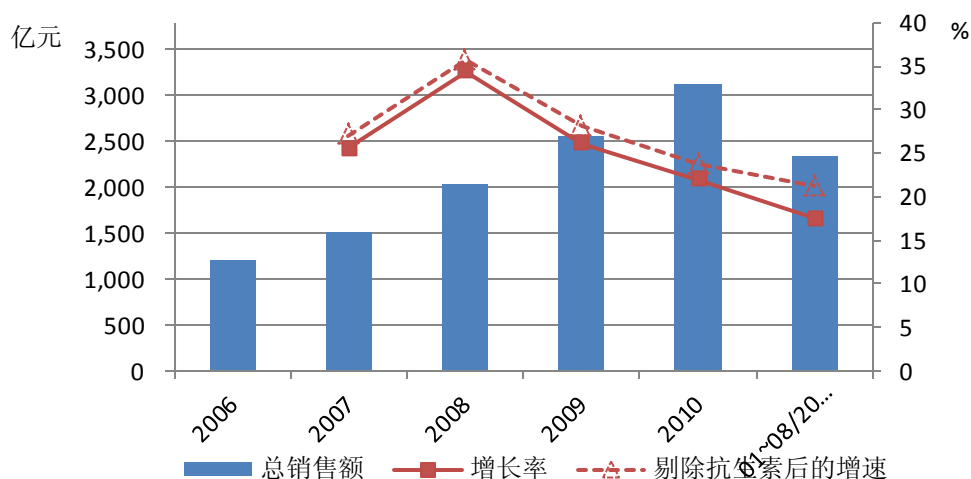
（一）市场结构发生变化，医院市场与基层市场出现分化

我们认为行业的收入增长情况反映了行业的景气度。本部分我们整合不同数据源的行业数据，并深入剖析数据的差异，进而得出医院市场与基层市场出现分化的结论。我们认为医院市场的增速远低于基层市场的增速。我们在本部分引用并分析的数据包括 IMS 医院终端数据、统计局医药工业数据及医药上市公司历年报表数据。

数据源一。IMS 数据显示，08 年以来医院市场增速逐年降低。2011 年前 8 个月医院

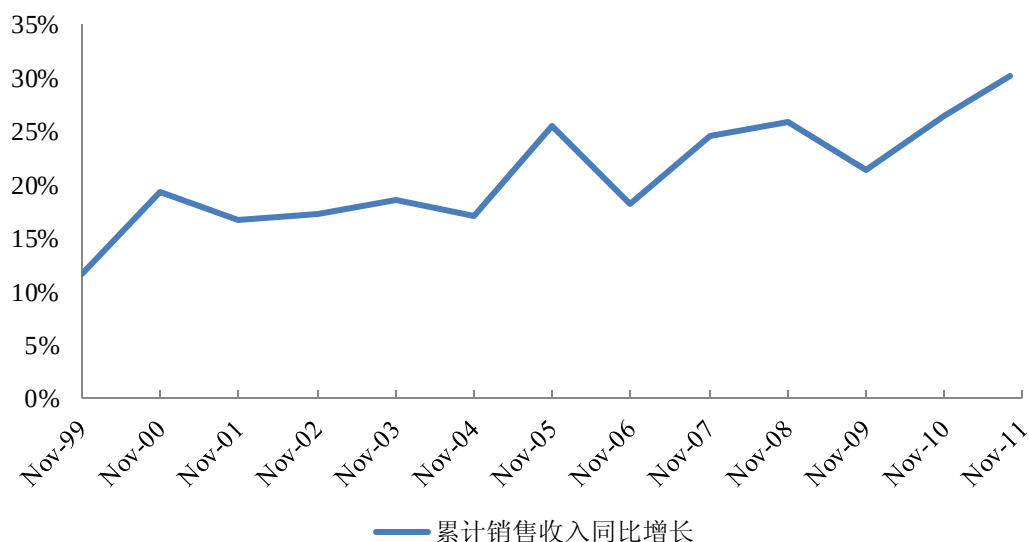
市场同比增速为 17.52%，而去年全年医院市场增速为 21.94%，增速降低 4.42 个百分点。受 2011 年的抗生素管理限制运动的冲击，抗生素市场增速仅为 7.11%，而去年同期为 17%。如果剔除抗生素的影响，行业增速在 20.17%，较去年同期的 23.65% 降低 2.22 个百分点。抗生素增速低于行业平均增速，占比逐年下降。

图 12: 我国医院药品市场规模及其增速 (IMS)



资料来源: 民生证券研究所

图 13: 医药制造业累计销售同比增速



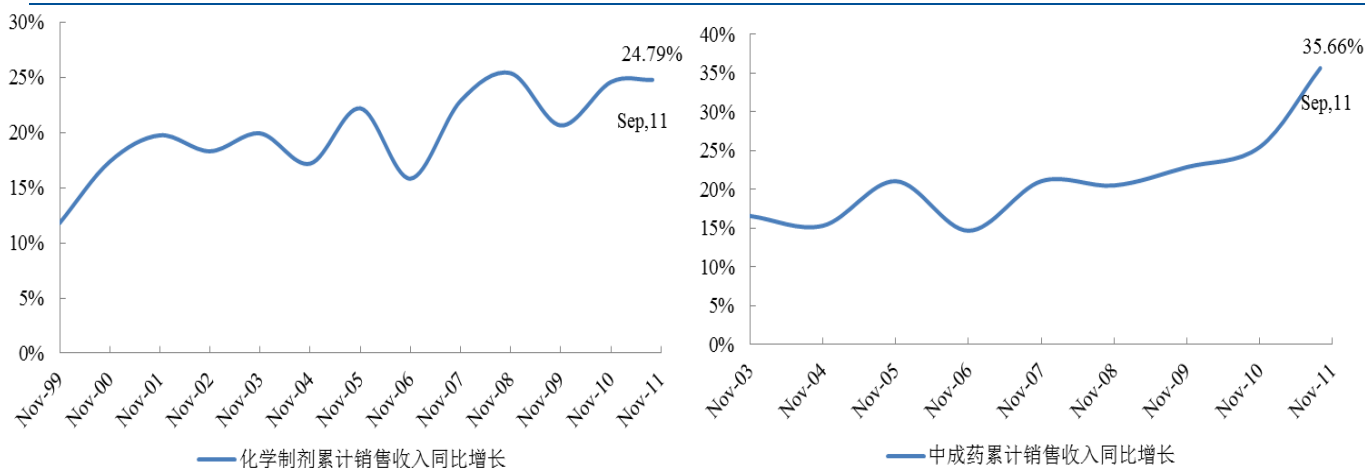
资料来源: 民生证券研究所

数据源二。从统计局的数据看，今年行业收入增速创 99 年以来的新高，1-9 月份累计销售增长 30.17%，其中化学药品制剂累计增长 24.79%，中成药累计同比增长 35.66%。

分析一：统计局的行业增速明显高于 IMS，意味着行业的增速高于医院的增长速度。提示基层市场或者零售市场增速快于医院市场。我们认为是基层市场增速更快。

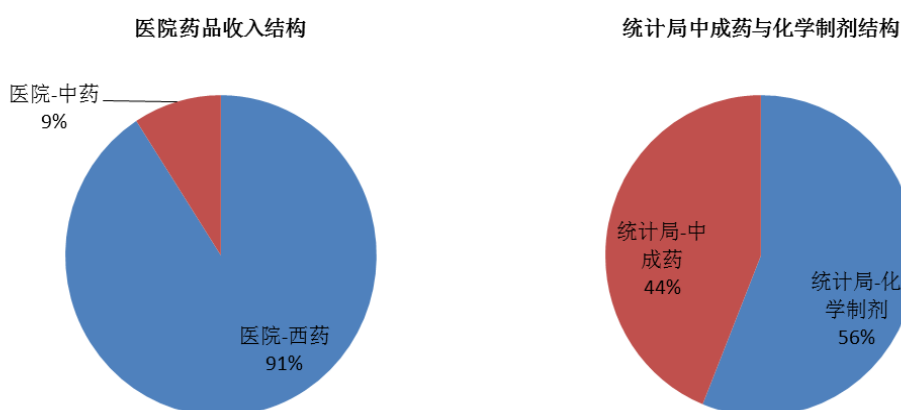
分析二：根据统计局的数据 2011 年前九个月化学药品制剂销售额 2934 亿元、中成药销售额 2295 亿元，二者比例为 56:44。而卫生部统计年鉴显示全国医院平均西药和中药的比例为 91:9。两个数据的差异表明，中西药销售市场的差异，中药的销售可能更多是在医院系统之外的基层市场或者零售市场。1-9 月份化学药品制剂和中成药增速分别为 24.79%和 35.66%，该数据进一步支持了基层市场增速远快于医院市场的结论。

图 14：医药制造业中的化学制剂子行业和中成药子行业累计销售同比增速



资料来源：民生证券研究所

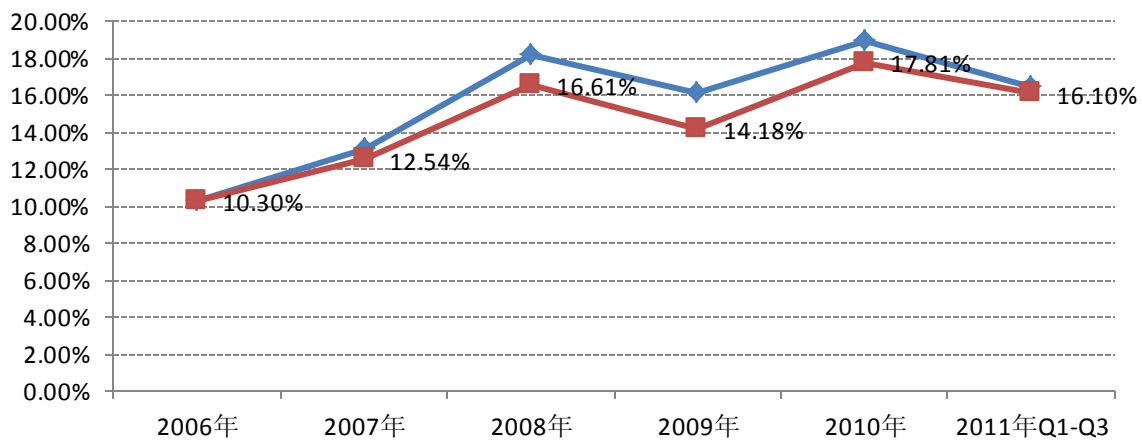
图 15：医院药品收入结构与统计局中成药与化学制剂的结构对比



资料来源：民生证券研究所

数据源三。我们也对上市公司历年的数据进行了分析。从 09 年 7 月桂林三金上市开始，医药股新上市了 58 家，而当前总数仅为 178 家。因此新股的比重较大。考虑到新股对上市前三年的数据美化，我们在近几年的数据分析中，一方面剔除掉合并报表范围变化的不可比公司，另一方面也给出了同时剔除新股的数据，如下图所示。我们认为剔除新股并剔除并表范围发生变化的公司的数据更有意义。我们从该数据分析可以发现，近几年行业的销售收入增速保持上升态势。今年前三季度行业的收入增速低于去年全年的增速，但仍高于 2009 年的行业增速，与 2008 年的行业收入增速次高点接近。据此数据我们也认为不应对当前的医药行业景气度过于悲观。

图 16: 近年来上市公司可比口径收入增速变化情况



资料来源: 民生证券研究所

表 5: 06 年至今上市公司营业收入增速及其调整情况

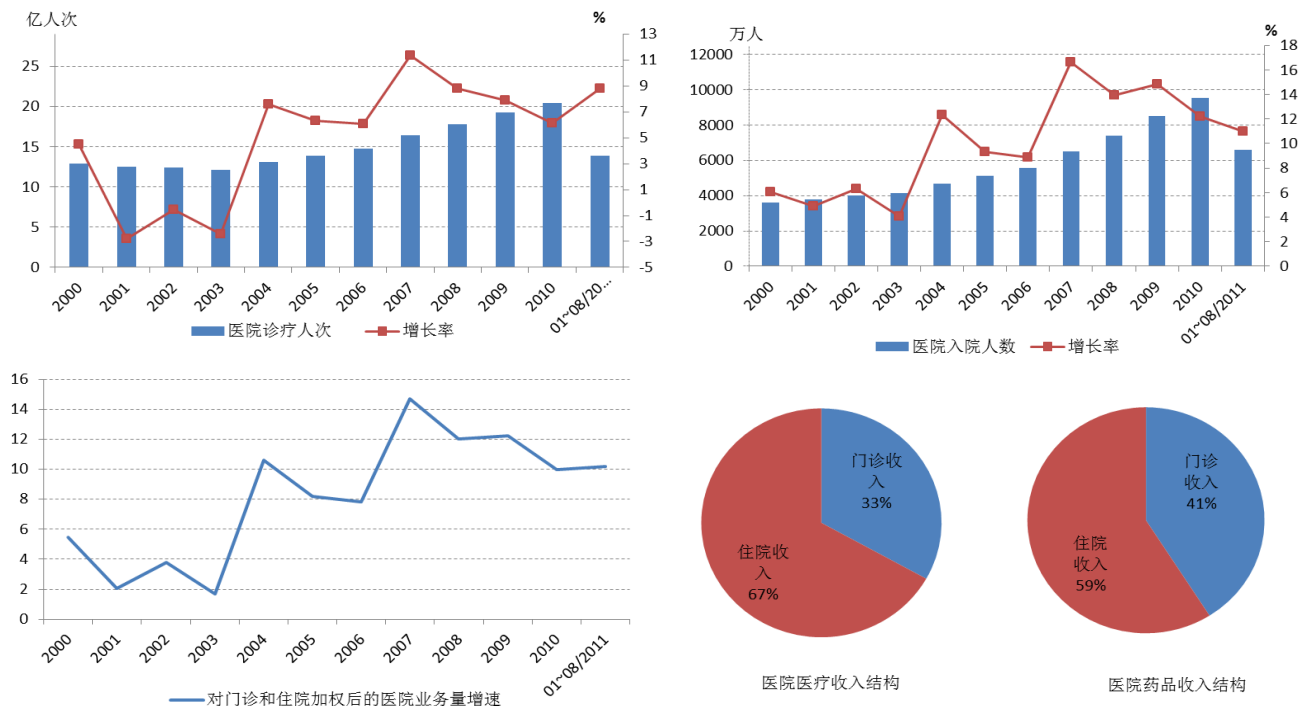
年份	2011 年 Q1-Q3	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年
收入增速	16.47%	18.93%	16.10%	18.18%	13.15%	10.30%
注释 (剔除并表范围变化)	剔除仁和药业、西南合成、华北制药、上海医药	剔除华北制药、上海医药、仁和药业、亚宝药业、华润三九	剔除西南合成、天康生物、中国医药	剔除广州药业、天康生物、南京医药和 ST 东盛	剔除南京医药、ST 国药、仁和药业、天康生物、益佰药业	剔除仁和药业、ST 金花、通策医疗、中汇医药、一致药业、上海辅仁、天士力、康恩贝、太龙药业、双鹤药业、同仁堂
收入增速	16.10%	17.81%	14.18%	16.61%	12.54%	10.30%
注释	剔除合并报表范围变化及 09 年至今上市的新股	剔除合并报表范围变化及 09 年至今上市的新股	剔除合并报表范围变化及 09 年至今上市的新股	剔除合并报表范围变化及 09 年至今上市的新股	剔除合并报表范围变化及 09 年至今上市的新股	剔除合并报表范围变化及 09 年至今上市的新股

资料来源: 民生证券研究所

(二) 医院与基层药品市场分化溯源

医院药品市场与基层药品市场分化的背后其实是医院和基层医疗卫生机构的诊疗业务量增速的分化。更深层次的原因是新农合筹资增速与城镇职工医保筹资增速的分化。

图 17: 我国医疗机构的业务量增速变化

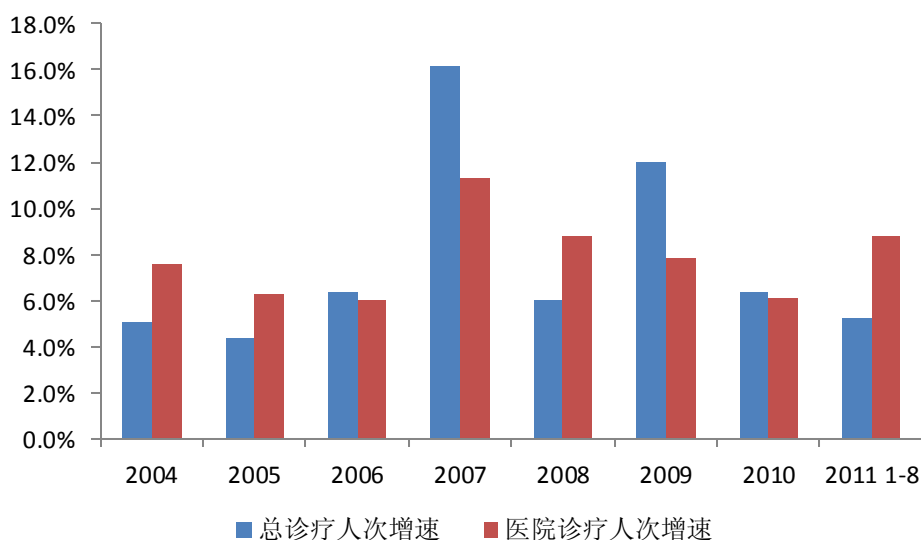


资料来源: 民生证券研究所

从医疗机构的诊疗情况看, 医院的诊疗与入院业务量的增速从 07 年以来呈现出逐年递减的态势。同时, 我们可以看到, 随着新农合的推广以及国家的基层医疗机构投入加大, 2006 年开始基层的诊疗人次的增速高于医院的诊疗人次增速, 以 07 年和 09 年最为明显, 2010 年基层诊疗人次增速略高。这一数据解释了医院药品市场与基层药品市场分化的原因。

同时我们看到, 今年基层的诊疗人次增速明显降低了。我们认为这与这两年基层推行基药零差率销售而补偿尚未配套有关。我们认为目前基药制度推行伴随的补偿的落实情况有待改善。我们推测基药制度推行过程影响了基层诊疗人次的增长, 其中对乡镇卫生院的影响可能更为明显。基药补偿的落实将会扭转这一现状。

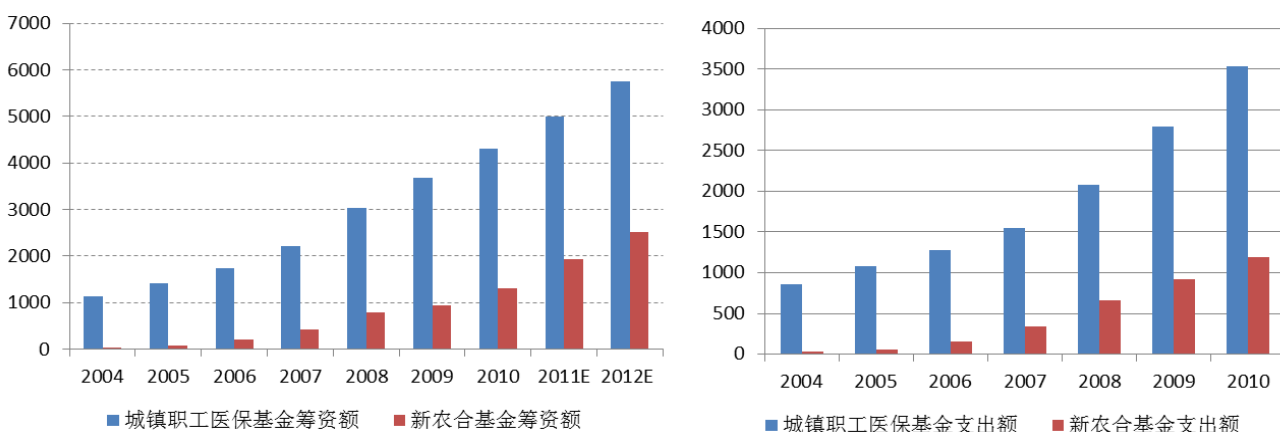
图 18: 近几年我国诊疗人次增速结构变化



资料来源: 民生证券整理

近年来基层诊疗增速较快的原因是新农合人均筹资水平的迅速提高和新农合基金筹资规模增速的快速增长。到 2012 年新农合基金增速仍将大幅超越城镇职工医保基金。根据我们的假设, 预计 2012 年新农合基金的筹资规模达到 2508 亿元, 城镇职工医保基金的筹资规模为 5748 亿元。新农合基金的规模已经与城镇职工医保基金的筹资规模位于同一数量级, 可以相提并论。

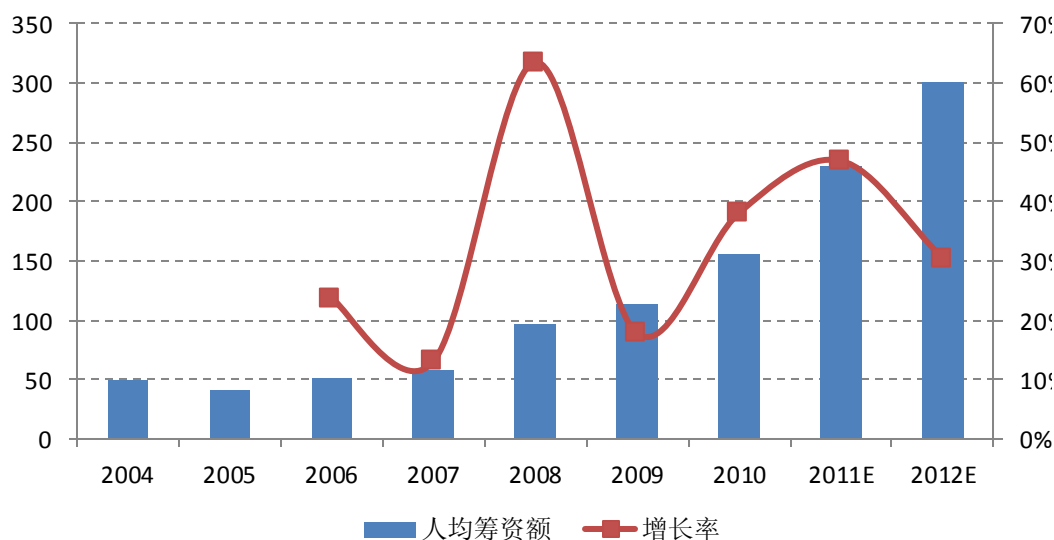
图 19: 我国城镇职工医疗保险及新农合筹资额及支出情况



资料来源: 民生证券研究所

前述预测的假设条件是: 2011 年, 我们预计新农合人均筹资水平为 230 元; 从当前国家对新农合的人均筹资规划看, 2012 年人均筹资达到 300 元。同时考虑到城镇职工医保基金筹资规模与在职职工数目和人均工资水平挂钩, 我们预计未来两年城镇职工医保基金的筹资规模增速分别为 16% 和 15%。

图 20: 新农合人均筹资额

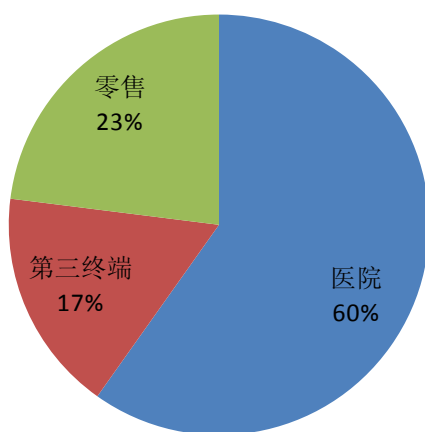


资料来源: 民生证券整理

(三) 2012 年医药行业的收入利润预测

收入预测。根据南方所的数据, 药品市场的结构如下图所示, 结合前面的分析, 我们保守预测明年医院市场、第三终端和零售市场的增速分别为 18%、30%、15%, 以此计算的行业整体收入增速为 19.37%。

图 21: 我国药品市场结构



资料来源: 民生证券整理、南方所

利润预测。近几年医药制造业毛利率相对稳定, 呈微幅下滑态势。07 年至 10 年平均降幅为 0.29 个百分点。而今年毛利率受中药材价格上涨成本影响降幅高达 1.4 个百分点。其中中成药毛利率下降了 3.1 个百分点。而目前中药材价格指数暴跌, 从趋势上看明年中成药行业的整体毛利率有望回升至 10 年水平, 即提升 3.1 个百分点。仅考虑中药材价格

的影响，以中成药在行业中的权重计算，我们预计明年全行业毛利率将回升 0.696 个百分点，预计明年行业的毛利率为 29.52%。在三项期间费用率不变的情况向，行业税前利润率提升 0.696 个百分点，而今年前九个月行业的税前利润率为 9.91%。因此，行业收入增长 19.37% 的情况下，考虑上毛利率的回升，行业的利润增速可望达到 27.75%。

四、投资策略-关注基层，关注创新，关注收购兼并

（一）行业估值情况—整体估值不高

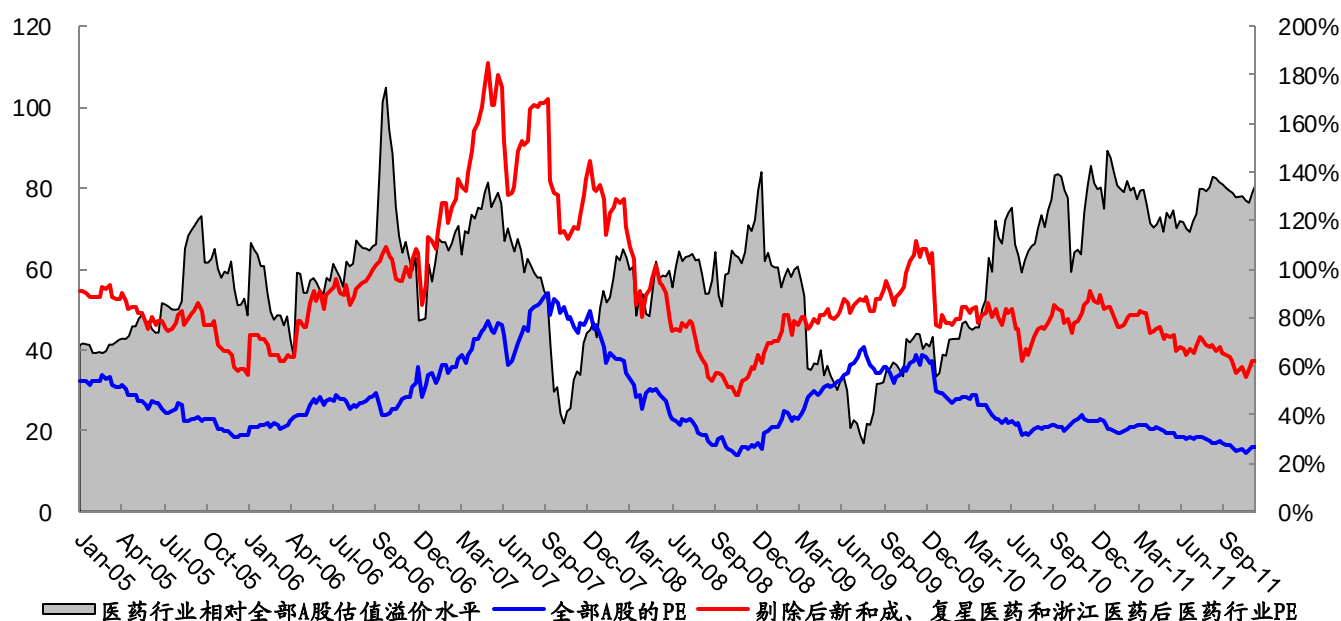
以 2011 年 11 月 11 日收盘价计算，医药行业一年滚动市盈率为 34.71 倍，如果剔除浙江医药、复星医药和新和成，则为 37.21 倍，全部 A 股为 15.85 倍，分别较 05 年以来的历史均值低 14.9 倍、16.6 倍和 12.0 倍。

假定今年四季度行业净利润同比增长 20%，根据前述计算的行业利润增速 27.75% 计算，则当前股价对应的行业 2012 年动态市盈率为 26 倍或 28 倍（剔除浙江医药、新和成和复星医药）。与前述的行业利润增速相匹配。

行业估值溢价率方面，目前医药股的股溢价率较历史平均水平高 39 个百分点，当前值为 119%，历史均值为 80%。如果以剔除浙江医药、新和成和复星医药计算，则估值溢价率高于历史平均水平 38 个百分点，当前值为 135%，历史均值为 97%。

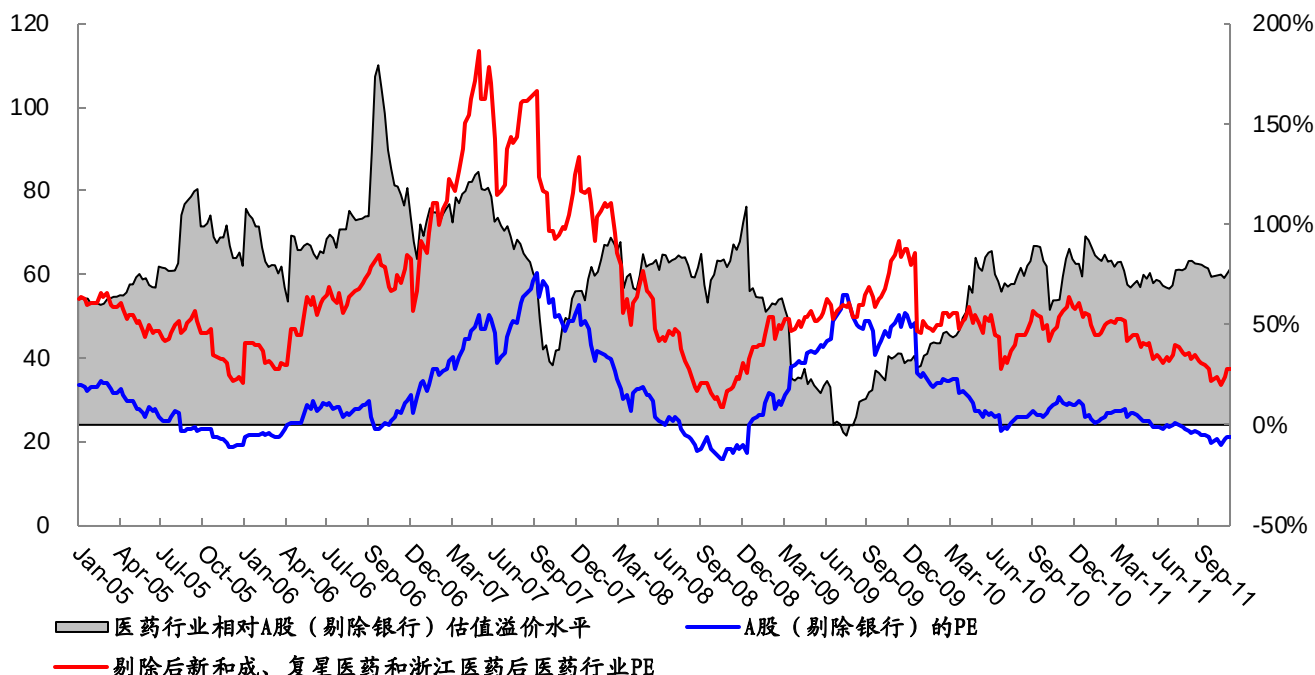
如果剔除银行股，再考虑医药股的估值溢价情况，则当前医药股的股溢价率较历史平均水平高 5 个百分点，当前值为 66%，历史均值为 61%。如果以剔除浙江医药、新和成和复星医药计算，则估值溢价率高于历史平均水平 3 个百分点，当前值为 78%，历史均值为 75%。

图 22：医药股估值溢价情况



资料来源：民生证券整理、南方所

图 23: 医药股估值溢价情况-剔除银行股



资料来源：民生证券整理、南方所

（二）关注基层医药市场从基本药物“独家及类独家”品种做起

基于前面的分析，我们认为基层市场将会保持快速的增长。新农合筹资规模已经可以和城镇职工医保的筹资规模相提并论。

目前我国在政府办基层医疗机构全面推行基本药物制度。因此，我们首先关注的是国家基本药物目录品种。我们前期的跟踪分析发现，对于普药品种而言，在安徽模式推行后的基药招标中价格降低过大。而对于基药的独家品种中标率和中标价均有不错的表现。（详见我们前期发布的两篇基本药物制度深度跟踪报告，《医药行业深度报告：基本药物“安徽模式”深度跟踪分析》和《医药行业深度研究报告：基本药物制度深度跟踪分析（二）》）。

本报告中，我们对前述的跟踪情况进行进一步的更新。一方面，截止目前已经 20 个省公布了基本药物的中标结果，9 月份我们的第二份报告发出时尚且只有 13 个省公布中标结果。另一方面，本次分析我们引入了“类独家”品种的概念。我们发现昆明制药的血塞通冻干粉针的竞争结构合理，在基药招标中的表现并不逊于基药独家品种。

我们认为独家品种和类独家品种的中标率和中标价均不错。按照我们下表中的统计，中标价平均降幅为 0%，表示降价很不明显。我们认为这些品种已经取得了放量的资质与潜力。然而能否真正放量完全取决于企业的营销。基药制度的实施改变了基层的销售模式，目前基层从销售的体制机制上讲类似于大医院，并且较大医院少了开户环节。因此能够快速适应基层市场销售模式变化的品种和企业将会有不错的表现。我们目前注意到昆药的销售体系已经能够深入到基层乡镇卫生院，并进行临床推广工作。我们建议强烈关注。

表 6: 截止当前基药独家及类独家品种的中标情况汇总分析

公司	品种	规格	安徽 (10/8)	四川 (11/4)	黑龙江 (11/4)	山东 (11/5)	上海 (11/5)	云南 (11/5)	湖北 (11/8)	河南 (11/7)	广西 (11/8)	甘肃 (11/8)
金陵药业	脉络宁注射液	10ml*1支	限价	9.01	9.19	9.14						9.28
		10ml*10支					89.57	89.6	90.2			
天士力	复方丹参滴丸	27mg*180	25.07	25.2	25.01	25.9	25.55	25.8	25.48	25		25.3
		27mg*150										
中新药业	速效救心丸	40mg*150	24.53	25.48		25.47	25.45	24.55	25.13			25.47
		40mg*100										
		40mg*120										
中恒集团	血栓通注射液(冻干)	0.1g	限价	23.83								24.45
		0.15g		32				35.5				
		0.25g						52.6				
千金药业	妇科千金片(胶囊)	144片	23.9	23.87	24.61	23.2		24.62	24.85	24.7	24.7	24.19
		胶囊 0.4g*24	22.31	36	23.11	23.9	23.41	24.96			23	
		胶囊 0.4g*36					37.34			36		37.3
马应龙	马应龙麝香痔疮膏	10g	7.9	7.95	7.99	7.98		8	8	7.9	7.98	7.96
		20g				7.98	13.83		15.28		15	
		2.5g*5	12.5		12.61		13.77					
三九医药	三九胃泰颗粒	20g*10	13	13		12.99	13.03		13	12.99		13.04
		无糖 2.5g*10	14.40			14.40	14.63	14.78	14.52	14.40	14.72	14.78
		硬胶囊 12粒*12										
	正天丸(胶囊)	6g*10						12.17				
		6g*15								18.26		18.26
云南白药	云南白药(胶囊、膏、酊、气雾剂)	6g*25	30.10			30.09	30.13					
		散剂	10.35			10.40	10.45	10.52	10.34			10.40
		酊剂 30ml	7.65				7.68	7.74	7.59	7.65		
		酊剂 50ml	12.14				12.35	12.44				
		酊剂 60ml					14.60					
		酊剂 120ml					27.75		14.54			
		气雾剂 50g/60g	29.40	29.50	29.34		29.60	29.74	29.48	29.40	29.40	29.40
		气雾剂 85g/30g	29.50	29.60	29.47		29.85	30.00	29.66		29.70	29.66
		胶囊剂	35.60			35.80	34.95	35.13	34.50		34.71	35.60
		橡胶剂 6.5*10cm*4									17.03	
广州药业	消渴丸	橡胶剂 6.5*10cm*10	43.20			43.80		44.34		42.50		43.20
		52.5g	24.68			24.72	24.78		24.71		24.71	24.78
		30g					14.78	14.78		14.37		
	华佗再造丸	60g										
		8g*12	限价		36.50	37.46	37.56	37.10	36.82	36.00	36.45	36.92
双鹤药业	降压0号	10片			8.69	8.33			8.50	8.30	8.49	8.50
		30片	限价	24.10			24.37					
以岭药业	通心络胶囊	0.26*30	26.60			27.50	26.40	27.45	27.31		25.80	27.39
		0.26*40		34.10			39.96				34.04	
	参松养心胶囊	0.4g*36				26.80	25.83		26.20	26.01	26.30	

昆明	注射用	0.2g				24.92		24.00		25.20
制药	血塞通	0.4g	45.50		55.20	42.16	66.09		41.4	49.75

资料来源：民生证券整理

表 7：截止当前基药独家及类独家品种的中标情况汇总分析（续）

公司	品种	规格	山西 (11/9)	江西 (11/9)	辽宁 (11/9)	新疆 (11/9)	吉林 (11/9)	湖南 (11/10)	青海 (11/10)	内蒙 (11/10)	河北 (11/11)	均价	历史	降幅
金陵药业	脉络宁	10ml*1支				9.68	9.39		9.36	9.36		9.29	8.95	4%
		10ml*10支										89.79		
天士力	复方丹参滴丸	27mg*180	25	25.2	25.82		25.48		25.6	25.38	25.4	25.41	27.36	-7%
		27mg*150			21.66							21.70	21	3%
中新药业	速效救心丸	40mg*150				25.48	25.28	25.108	25.43		25.31	25.29	25.48	-1%
		40mg*100										16.60	17	-2%
		40mg*120										19.92	20.5	-3%
中恒集团	血栓通注射液（冻干）	0.1g			23.37		23.5			25.21	23.64	24.00	22.99	4%
		0.15g					32		35.89		32.25	33.53	32	5%
		0.25g		48			49.5		54.43			51.13	52.6	-3%
千金药业	千金片、胶囊	144片	24.3	24.3			24.2	23.507	24.5	24.86	24.05	24.27	24.62	-1%
		胶囊 0.4g*24					23.7	24.62	25.6	24.4	23.6	25.00	22.31	12%
		胶囊 0.4g*36							37.4			37.01	36.3	2%
马应龙	麝香痔疮膏	10g	7.9	7.9	7.89		7.95	7.98	8	8		7.96	8	-1%
		20g	15.01		14.98	15.38	14.98		15.25			14.26	13.8	3%
		2.5g*5										12.96	12.4	5%
三九医药	三九胃泰颗粒	20g*10	12.99				13		13.03		13	13.01	13	0%
		2.5g*10	14.40	14.00			14.40	14.44	14.50		14.40	14.46	14.00	3%
		硬胶囊 12粒*12				13.46						13.46		
	正天丸、胶囊	6g*10							12.17			12.28	12.00	2%
		6g*15				18.26	18.08	18.75			18.06	18.28		
		6g*25										30.22	30.00	1%
云南白药	散剂					10.50	10.37		10.40	10.42	10.35	10.41	10.52	-1%
	酊剂 30ml						7.63				7.60	7.66	7.73	-1%
	酊剂 50ml					12.25	12.25			12.32		12.32	12.14	1%
	酊剂 60ml								14.62			14.61	14.37	2%
	酊剂 120ml					27.50			27.90			24.42	27.30	-11%
	气雾剂 50g/60g	29.40	29.50		29.70	29.30	29.26	29.50	29.33			29.46	29.69	-1%
	气雾剂 85g/30g				30.00	29.55	29.49	29.85				29.74	29.83	0%
	胶囊剂				34.88	35.46		35.00	34.89	34.43		35.08	35.60	-1%
	橡胶膏剂 6.5*10cm*4					17.45						17.24	17.14	1%
	橡胶膏剂 6.5*10cm*10				44.30	42.19		43.65				43.43	42.20	3%
广州药业	消渴丸	52.5g			24.60		24.68	24.60		25.00	24.71	24.73	24.78	0%
		30g		14.77					14.75			14.69	14.58	1%
		60g							24.77			24.77		
	再造丸	8g*12	36.99		35.71		36.92	36.19	37.30		36.84	36.77	37.55	-2%

双鹤	降压	10 片	8.50	8.34			8.36	8.45	8.58	-2%	
药业	0 号	30 片			24.11		24.09	23.88	24.71	-3%	
以岭 药业	通心	0.26*30	28.55	28.55	26.63	28.00	27.90	27.50	27.44	27.45	0%
	络	0.26*40		37.51	37.67		38.00		36.88	34.72	6%
	养心	0.4g*36	26.10	26.78	26.15	25.84		26.20	26.19	26.25	0%
昆明	血塞	0.2g					28.77		26.76	29.56	-9%
制药	通	0.4g	56.00	50.45		67.80		44.75	51.91	50.54	3%

资料来源：民生证券整理

（二）关注创新，重申品种的重要性

我们一直认为品种对于医药企业的重要性将日益提升。

目前，医药市场竞争日益激烈。我们认为中标价下降将是行业的主旋律，降价来自于竞争的加剧。竞争加剧的背后是新药评审的严格化。新药评审政策的严格化导致近几年每年上市的新药速度极大程度减少。我国制药企业以仿制药生产为主，同质性较强，因此在新药批准数量大幅减少的前提下，制药企业难以寻找新品种以进行差异化竞争。因此在新的药品评审政策下，药品的价格竞争加剧。与此相应的是新品种的资源属性日益显著，品种对于企业的重要性将越来越重要。

07 年新的药品管理办法推出，药审中心受理的注册申请数量大幅度减少，2010 年境内新注册申请数为 2418 个，同比 2005 年降低了 89.1%。2010 年受理的申请数量约为 2005 年的十分之一。

从投资的角度，我们建议长期关注有较好的品种储备的企业。一方面关注研发实力较强的企业，另一方面是关注对品种资源整合能力较强的企业。因此，我们认为从长期的角度来看医药股的投资重点关注品种储备丰富，研发实力较强的制药企业，如恒瑞医药、海正药业、华东医药、誉衡药业等。

表 8：2005 年至 2010 年我国药品注册申请受理情况

	境内新注册申请	境外新注册申请	补充申请	合计
2010 年	2418	648	3228	6294
2009 年	2336	614	3478	6428
2008 年	2634	593	3235	6462
2007 年	3245	603	3226	7075
2006 年	16728	448	4187	21363
2005 年	22166	518	3710	26394

注：以上数据以受理号计；补充申请包括境内、境外的补充申请。

（三）关注产业结构调整，行业收购兼并可能加剧

我们认为明年医药行业的收购兼并可能加剧。一方面，产业结构调整是当前的政策基调。另一面，医药行业竞争加剧，部分品种招标价下降明显。此外，2013 年注射剂的新版 GMP 大限临近。

2010 年 10 月，工信部、卫生部、SFDA 三部委联合印发了《关于加快医药行业结构调整的指导意见》，重点内容是扶持创新及技术提升、推进并购重组、提升行业集中度。

2011 年 3 月 27 日，国家发改委公布了《产业结构调整指导目录（2011 年本）》（自 2011 年 6 月 1 日起执行）。

五、重点推荐公司

（一）爱尔眼科——不受各项行业负面政策影响，业绩增长确定

爱尔眼科的投资价值主要体现在以下几点：

1) **高行权价彰显管理层信心。**2011年5月6日公司向管理人员和核心技术人员授予了期权，授予价格41.43元，除权后为25.89。比当日收盘价高出17.5%，彰显高管对公司发展的信心。

2) **老店盈利稳定增长，新店将逐步释放业绩。**10年公司未进行增资的老店（09年前成立）营业收入增长27.86%，营业利润增长51.70%。10年新建和收购的新店贡献营收不足一个亿，亏损3553.2万元。亏损的主要原因是采购新设备折旧增多导致毛利率减少，大量的销售、管理费用导致三费占比增加。随着新店纳入公司三级经营模式，可以获得上级医院的技术和财务支持，同时后续管理和销售费率会下降，从而进入发展快车道。

3) **公司进入利润增速超越收入增速时代。**2011Q3，收入同比增48%，增长较快，成熟医院品牌知名度和服务质量不断提高，业务不断扩大，新建医院业务量逐渐增加。归属上市公司净利润同比增53%，超越了收入的同比增速。我们认为从公司的业务模式推断公司在快速扩张期由于利润被新开店吞噬，公司的利润增速会低于收入增速，随着公司的发展壮大，扩张速度降低，公司利润增速会逐渐追上收入增速，并最终保持在超越收入增速的水平。未来随着南宁爱尔、昆明爱尔、南昌爱尔及天津麦格等利润出血点的逐步减亏扭亏，公司的利润增速将进一步超越收入增速。

4) **发展前景展望。**短期来看，公司专注于眼科领域，12年底完成对省会城市和湖北地级市的布局。长期来看，公司的业务仍有扩展性。首先，随着医学眼光配镜的认可度增强，公司的医学眼光配镜业务有望超预期发展。同时，眼部手术领域可以扩展到眼部的整形美容，如去皱等。其次公司也可以走出眼科领域，发展眼耳鼻喉和口腔等相关领域。从数量上看，公司连锁医院家数最终有望达到150-200家。目前公司仅有35家，仍有较大的发展空间。

我们预计公司11-13年EPS分别为0.42元、0.62元、0.93元，以11日收盘价26.51元计算，对应动态PE分别为63倍、43倍和29倍。简单来看，公司的估值水平过高，但是，我们认为公司处于扩张期，不适合简单的PE倍数估值。分拆来看，我们估算成熟的12家医院2010年的税后净利润约为1.5亿，全年利润增速约为40%，2011年净利润达到2.1亿。我们认为受益于医改及人口老龄化和经济发展，未来5-10年，这些医院的发展前景较为明朗，我们给以2011年30-35倍的动态PE，则这12家医院的价值为63-74亿元。公司处于扩张期，我们认为3-5年后公司的成熟医院将成倍增加。假设五年后，在这12家医院之外新增24家成熟医院，即新增价值高达126-148亿元，将这部分价值折现到当前，即为85-100亿元。如此计算，仅考虑36家医院的情况下，公司的价值已达148-174亿元，对应股价34-41。随着居民收入的不断增长和医疗保障的进一步完善，医疗消费支出将继续保持快速增长，公司业绩将保持快速增长。我们维持“强烈推荐”的投资评级。

（二）昆明制药—难得的基药市场受益品种

从我们的前述分析来看，基药“独家与类独家”品种值得重点关注。而这些品种能否真正受益于基药制度的推广，完全在于企业自身能否适应基层市场销售模式的变化。政府已经搭建好了平台，中标率与中标价均不错，剩下的工作就看企业的了。从我们的跟踪的情况来看，昆药血塞通今年的放量来自于销售人员在基层的临床推广工作。我们认为从基药放量的角度来讲 2011 年只是起步。建议重点关注。

1) **血塞通冻干粉针招标成绩优异。**我们对公司的血塞通冻干粉针的基药招标情况进行了跟踪分析。公司的血塞通冻干粉针主要有 200mg 和 400mg 两种规格，以两种规格算，安徽模式后公司中标的省份达 13 个，未查到中标记录的省份为湖南、江西、甘肃、云南、新疆、安徽和黑龙江等 7 个省份，均不是医药大省。从中标均价看 200mg 和 400mg 分别为 29.2 元和 53.08 元，较前期的均价变化不大，从我们对照的省份看，均价分别降 9% 和升 3%。整体来看我们认为血塞通冻干粉针的中标价和中标省份数均有不错表现。我们认为基药制度的落实情况来看，今年只是开始。目前产业界对于基药制度的推行已经不存在质疑，基药制度的落实情况将会好转。公司去年的血塞通冻干粉针销量约为 1200 万支，预计今年将突破 2000 万支，整体基数仍较小，我们认为公司明年的销售仍有望超预期。

2) **营销改革与大产品战略配合助推公司快速成长。**公司当前处于改革期，改革的效果也已经逐步在销售业绩中得到体现。公司的大产品战略主推的品种包括络泰、天眩清和血塞通软胶囊。络泰在基药放量的大背景下保持快速增长。天眩清在销售体系改革的背景下，销售加速增长。血塞通软胶囊去年销售 3000 万元，今年预计 5000 万元，增长势头迅猛。同时昆云公司搭建完成后，口服制剂也成为下一个销售增长的重点，主要品种是血塞通软胶囊，天麻素胶囊、乙酰天麻素片、银灯脑通等品种。公司的营销改革将过去相对粗放的销售体系精细化运作。目前公司细分为七条销售队伍，七个销售分公司分别向公司总裁和责任副总裁汇报。主要的分公司如昆南、昆北、昆西公司再下设医院、商务、招商三个组。每个组再进一步按产品细分，以保证产品做透。公司的销售人员的激励也大幅提升。

3) **投资建议。**我们预计公司 2011-2013 年分别实现 0.40 元、0.60 元和 0.84 元，以 11 月 11 日股价 14.69 元计算，对应动态 PE 分别为 38 倍、24 倍和 17 倍。鉴于公司真正受益于基药制度推行，基层市场潜力较大，公司业绩有望超预期。我们给以“强烈推荐”的投资评级。

（三）红日药业—配方颗粒增长确定，血必净销售恢复

目前，红日药业的业绩逐步走出低谷，重回快速增长，主要体现在：

1) **血必净营销调整结束，三季度恢复增长。**公司在今年进行了营销改革，推行渠道改革，逐步向主流商业归拢，实现终端数据的精确掌控。目前，这一营销改革已纳入正轨，血必净三季度单季度增速恢复到 10%，改革更加明显的效果将在明年的销售进一步体现。同时，公司 12 年血必净产能将达到 2600 万支，我们认为新增产能的释放将助推公司业绩增长。

2) **配方颗粒业务延续高景气度，产能瓶颈明年有所缓解。**子公司康仁堂的配方颗粒业务近 3 年持续快速增长，收入复合增长率超过 90%，净利润复合增长率超过 100%。目前，康仁堂已覆盖北京大多数目标医院，并进入天津市场。公司的配方颗粒业务的快速增长既有整个中药配方颗粒市场景气度的因素，也有公司自身调整营销战略，以通过向医院提供整套的自动配药设备、简化医生工作流程、提高服务质量的因素。当前，在拥有配方颗粒生产资质的 6 家企业中，康仁堂的发展速度最快，已经从 09 年的第六名跃升至今年的第三名，和第二名的差距在逐步缩小。目前康仁堂产品供不应求，在东直门医院一家年销售额就超过 5000 万，天津的最大的医院销售额也超过 1000 万，新增 300 吨产能将在明年达产，今年年底会有部分产能建成。维持对配方颗粒成长性的乐观判断，其在大中城市中医院中药收入中的比例能够达到 20%。

3) **法舒地尔和肝素钙对业绩的负面影响逐步下降。**法舒地尔和肝素钙是去年业绩的负面因素。法舒地尔近两年接连经历医保受限、降价 10% 以及竞争加剧（新增三家进入者）三个利空，销量进一步下滑。不过由于法舒地尔在公司收入利润占比越来越小，因此影响逐步淡化。由于今年肝素原料药价格大幅下滑，加上出厂价的提高、产量增加和技改等因素，肝素钙业务今年将恢复盈利。

我们预计公司我们预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.93、1.27 和 1.71 元，以 11 月 11 日收盘价 26.55 元计算，对应市盈率 29 倍、21 倍和 16 倍。公司市值和股本较小、主营清晰，拳头产品血必净注射液和中药配方颗粒在医药股中独具特色，具有业绩弹性充分和成长性好的特点，且估值合理。除了现有产品外，公司还储备了丰富的后续品种。公司可享受一定溢价，维持“强烈推荐”评级。

（四）华润三九—短期成本压力缓解，远期发展前景广阔

目前，我们认为华润三九的短期成本压力见顶，明年拥有较大的业绩弹性。同时，公司作为华润北药的中药发展平台，北药集团多个产品的注入将为公司中期增长助力。此外，外延式发展已经是公司很明确的一个发展路径。在未来两年行业的收购兼并浪潮中，可望取得超预期的发展。

1) **成本压力在三季度见顶，四季度毛利将有所恢复。**2011Q3，公司毛利率为 57.51%，同比降 3.44pp，环比二季度降低 1.91 个百分点。我们认为公司的成本压力见顶。本轮药材涨价在 7 月份见顶，目前中药材价格指数较七月高点已经下跌了 25% 左右。考虑到库存的周转需要两三个月左右的时间，三季度的药材成本价格将是最高值。因此三季度公司的毛利率较二季度进一步下降。目前的中药材指数点位在 2010 年的平均水平上，预计本轮药材价格的下跌有望持续到明年中期，因此我们认为一方面公司的毛利率在四季度将有所回升，另一方面我们认为公司明年的平均药材成本将会低于 2010 年。公司明年的业绩弹性较大。我们简单测算一下，公司药材成本占总成本的 40% 左右，预计在 7 个亿的水平。我们预计明年药材平均成本较今年至少降低 25%，因此药材成本的降低明年简单计算可以贡献明年税前利润 1.8 亿左右，增厚公司业绩 0.18 元。同时今年白糖价格较去年及前年涨幅也较大，目前国内食糖的现货价格已经于 8.18 见顶，回落两个月有余，明年白糖价格虽然难以大幅下降，但是进一步上升可能性较大。从白糖价格走势看，今年白糖平均价格估计在 7400 元/吨左右。从目前郑糖期货价格看，明年白糖价格当前的预期均价在 6700 元左右，较今年降低 9.5%。白糖在公司成本中占 10% 左右的权重，按照前述的降幅增厚业绩约 0.018 元。因此我们认为总体而言公司目前的成本压力已经见顶，明年将明显下降。此外，公司的主要产品属于 OTC，有一定的自主调价能力，因此明年公司可能是成本降低而售价相对前期有所提升。因此业绩弹性较大。

2) **华润北药注入品种助推公司发展，外延式发展值得期待。**2011 年 9 月 29 日，公司发布公告拟收购北药集团持有的本溪三药、合肥神鹿双鹤、双鹤高科、北京北药四家公司 100% 股权。这几个企业主要领域为感冒、皮肤、胃肠，为公司丰富品种，提供外延式增长能力。此次内部整合的完成将较大程度丰富公司的产品系列。同时公司一直积极进行外延式发展的努力，我们认为未来几年会是医药企业并购整合黄金时代，公司有望在华润集团的扶持下借助外延式收购取得快速增长。

我们预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.85 元、1.12 元和 1.28 元，以 11 月 11 日元收盘价 20.57 元计算，对应 PE 分别为 24 倍、18 倍和 14 倍。我们认为公司目前的估值水平较低，明年业绩弹性较大，有可能取得超预期的增长。同时我们看好公司外延式发展的前景，给予“强烈推荐”评级。

插图目录

图 1: 医药指数相对上证综指走势分析 (向上表示跑赢, 向下表示跑输) 2000-1-1--2011-10-24	4
图 2: 医药指数相对上证综指走势图与上证指数走势叠加分析 (向上表示跑赢, 向下表示跑输) 2011-10-24	4
图 3: 医药制造业与工业企业利润增速对比图	4
图 4: 医药指数相对上证综指走势图与上证指数走势叠加分析 (向上表示跑赢, 向下表示跑输) 2011-10-24	5
图 5: 医药指数相对上证综指走势图与上证指数走势叠加分析 (向上表示跑赢, 向下表示跑输) 2011-10-24	5
图 6: 2000-2007 影响医药行业的重要政策和事件	6
图 7: 2008-2009 影响医药行业的重要政策和事件	7
图 8: 2010-2011 影响医药行业的重要政策和事件	8
图 9: 新医改第一阶段的五项任务及其落实情况	11
图 10: 我国城镇职工医疗保险筹资、支出及结余情况	13
图 11: 对未来几年我国城镇职工医保基金筹资支出及结余情况的模拟图	13
图 12: 我国医院药品市场规模及其增速 (IMS)	17
图 13: 医药制造业累计销售同比增速	17
图 14: 医药制造业中的化学制剂子行业和中成药子行业累计销售同比增速	18
图 15: 医院药品收入结构与统计局中成药与化学制剂的结构对比	18
图 16: 近年来上市公司可比口径收入增速变化情况	19
图 17: 我国医疗机构的业务量增速变化	20
图 18: 近几年我国诊疗人次增速结构变化	21
图 19: 我国城镇职工医疗保险及新农合筹资额及支出情况	21
图 20: 新农合人均筹资额	22
图 21: 我国药品市场结构	22
图 22: 医药股估值溢价情况	23
图 23: 医药股估值溢价情况-剔除银行股	24

表格目录

表 1: 2000 年至今医药股相对上证指数表现及其内在逻辑分析	3
表 2: 2009-2011 三年医改的目标与当前实施进度对比	11
表 3: 医联体与单个医院的比较	14
表 4: 最近两年关于临床路径的相关政策文件	15
表 5: 06 年至今上市公司营业收入增速及其调整情况	19
表 6: 截止当前基药独家及类独家品种的中标情况汇总分析	25
表 7: 截止当前基药独家及类独家品种的中标情况汇总分析 (续)	26
表 8: 2005 年至 2010 年我国药品注册申请受理情况	27

分析师与联系人简介

李平祝，北京大学药理学硕士，具有证券投资咨询执业资格。3年证券从业经验，2011年3月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹塘	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。