



医药

2011.11.18

格局变幻，突出重围

	李秋实	易镜明
	010-59312730	021-38676779
	liqiushi011821@gtjas.com	yijingming@gtjas.com
编号	S0880511110001	S0880511010019

本报告导读：

医药政策引发行业变局，终端刚性需求持续增长，具有国际化、研发和制造升级的优质企业将突出重围，选择具有超额收益与估值溢价的细分行业及投资主题。

摘要：

- **医药整体持续增长，细分行业增速和估值分化。**医药行业整体继续快速增长，占全球制药业比重不断提升。但 2011 年 1-7 月收入与利润增速背离，各子行业出现较大分化，中药、医疗器械、医院行业仍保持较高增速。2011 年医药指数出现较大调整，细分行业指数表现分化，中药消费品、国际生产转移、医院主题三个细分指数大幅跑赢行业整体指数，行业业绩和投资属性、估值分化趋势日益明显。目前基金仍超配医药，医药行业整体估值合理。
- **医药政策引发行业变局，终端刚性需求持续增长。**药品降价进入新一轮周期，医保支付增长或将减速，同时抗生素用量受到限制等政策因素将引发行业变局，但人口老龄化、消费升级、以及疾病谱变化等内生性因素将继续推动医药终端刚性需求持续增长。
- **具有国际化、研发和制造升级的优质企业将突出重围。**具有国际化发展优势的企业将获得更大的发展空间，顺应全球生产转移的大势，仿制药的市场扩容为中国产业出口升级带来了历史性机会，国内优秀企业**海正药业、华海药业、海翔药业**将全面参与全球制剂市场竞争；技术升级：普药价格下降背景下，只有不断研发出重磅药物的高端专科药企业才能持续成长，关注**恒瑞医药、长春高新、莱美药业**。制造升级：新版 GMP 搅动产业链，优质企业迎来并购良机。
- **选择具有超额收益与估值溢价的细分行业及投资主题。**医疗器械：进口替代、全球出口机遇和并购扩张提供超额收益，关注具有强大渠道+产品优势，不断并购扩张的细分行业龙头企业**宏达高科、鱼跃医疗**；中药消费品：消费升级背景下，大品牌中药企业从药品向消费品领域全面延伸，关注**东阿阿胶、云南白药、同仁堂**；医院主题：医改进入下一轮攻关，部分领域的国退民进可能密集出现，产业资本通过收购方式进入医疗服务领域有望进入高峰期，关注**通策医疗、金陵药业**及后续向医院产业进军的医药企业；中药材贸易、加工规范化规模化趋势下，看好整合者和受益方**康美药业**。

评级： **增持**
上次评级： 增持

细分行业评级

中成药	增持
化学药制剂	增持
化学原料药	增持
生物制药	增持
医疗器械及服务	增持
医药商业	增持

相关报告

医疗器械及服务：《十二五规划即将出台，推动产业升级步伐》	2011.11.12
医药：《中报小结：寻找分化中的确定性》	2011.09.06
医药：《发改委再次降价，“靶子”逐一落地》	2011.08.07
医药：《扬帆正待启航》	2011.06.07
医药：《医药流通十二五规划出台，整合并购将成主旋律》	2011.05.05

目 录

1. 医药行业变局中寻找投资主线	3
2. 医药整体持续增长，细分行业增速和估值分化	4
2.1. 医药行业整体继续快速增长，占全球制药业比重不断提升	4
2.2. 医药细分行业利润增速出现分化	4
2.3. 2011 年医药指数出现调整，细分行业指数表现分化	5
2.4. 基金仍超配医药，医药行业估值合理	5
3. 医药政策引发行业变局	6
3.1. 药品降价进入新一轮周期	6
3.2. 医保支付增长或将减速	6
3.3. 抗生素用量受到限制	8
4. 终端刚性需求持续增长，十二五规划推动产业升级	8
4.1. 内生性因素推动医药终端刚性需求持续增长	8
4.2. 生物产业和医疗器械规划推动产业升级	9
5. 上篇：优质企业，突出重围	11
5.1. 中国制药企业国际化：走出去，引进来	11
5.2. 技术升级：以研发创新突出重围	14
5.3. 制造升级：新版 GMP 搅动产业链，优质企业迎来并购良机	18
6. 下篇：超额收益与估值溢价	21
6.1. 医疗器械：在制造升级中寻找超额收益	21
6.2. 医院主题：国退民进，整合扩张	26
6.3. 中药消费品：大品牌分享消费升级	31
6.4. 中药材行业整合在即	34

1. 医药行业变局中寻找投资主线

近年来，国内各治疗领域药品不断降价，奥巴马政府也在美国推进降低医疗费用的新医改政策，日本医药业的发展也是伴随着不断的降价政策，药品降价已经成为全球大趋势。但这似乎都不能够改变制药业稳健增长的趋势，关键在于制药业发展的另一支巨大引擎——创新。

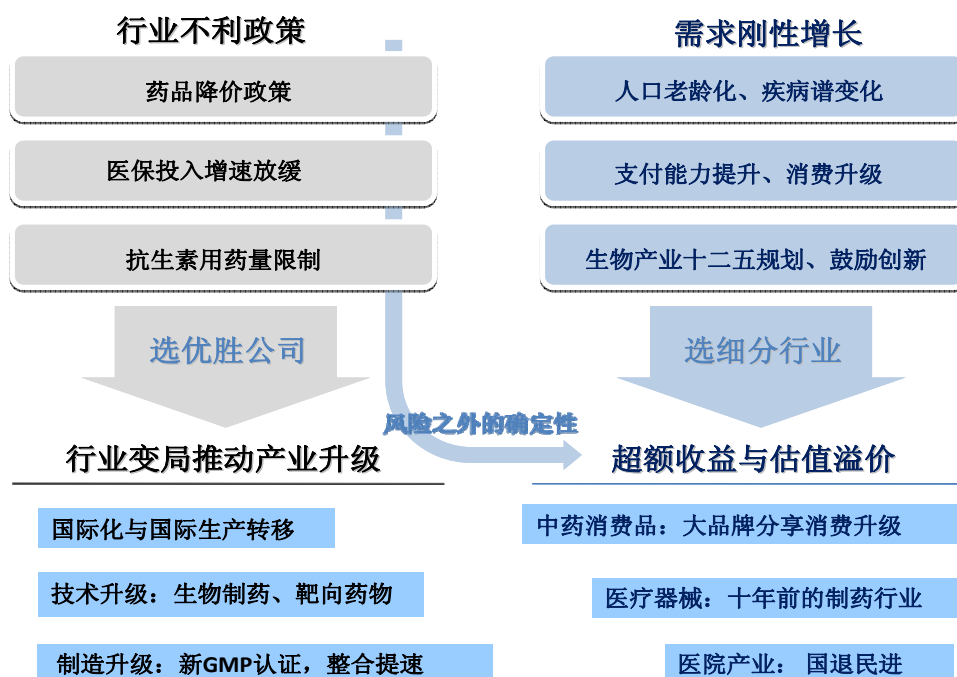
宏观层面，国家产业政策一方面要降低医疗卫生价格，让医疗支出更为有效率，一方面又要鼓励制药业不断创新，攻克重大疾病的治疗难题不但是人类医药科技的终极追求，也是国家建立生物支柱产业的前进动力。微观层面，企业只有通过不断的推出新的重磅品种以抵御专利到期、药品降价的政策威胁，才能够持续的生存发展。

国家“生物产业十二五规划”和“医疗器械产业十二五规划”即将推出，沿着国家政策扶持创新的主线，以及中国医药业正在发生的内生性深刻变革，“制造升级”似乎是医药业这个欣欣向荣的行业摆脱降价阴霾，重新开始新的增长台阶的发展方向。我们正在走着和当年的美国、日本、印度制药业相似的发展之路，但又极其具有中国特色和中国速度。在2020年中国成为全球第一大医药市场的预言下，“制造升级”是医药业所需要匹配这一地位的唯一发展路径。

重新打量正在发生剧烈变革的实业界，我们试图在行业变局中寻找中国制药企业“产业升级”的三大路线：**国际出口升级、研发技术升级、制造标准升级。**

制造升级是制药企业应对降价政策的唯一出路，同时有四个细分领域有望避开药品降价政策风险，寻求快速发展的确定性：它们分别是之前制造升级中提到的**原料药和制剂出口**，以及**医疗器械行业**，**医院产业**，**中药消费品**。

图 1：医药行业变局中寻找投资主线



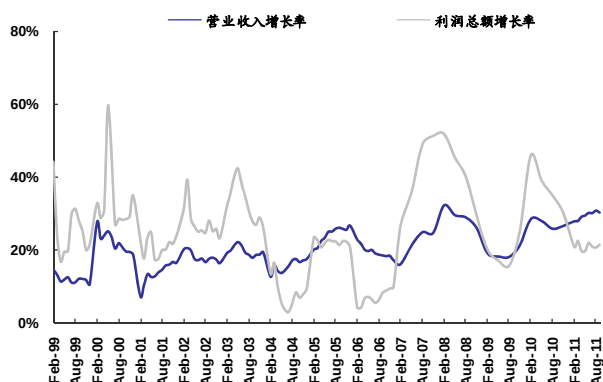
数据来源：国泰君安证券研究

2. 医药整体持续增长，细分行业增速和估值分化

2.1. 医药行业整体继续快速增长，占全球制药业比重不断提升

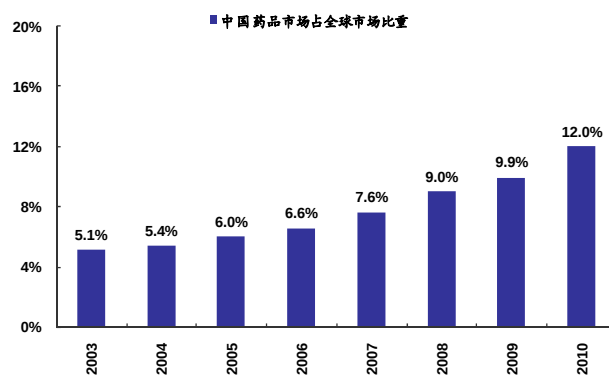
从国家统计局公布的 2011 年 1-7 月医药行业运行数据分析，医药行业整体继续保持了较快增长，销售收入同比增长了 29.99%，但受部分药品价格下降影响，利润总额增速慢于收入增速，同比增长了 20.67%，毛利率同比下降了 1.58个百分点。但中国药品市场在全球市场的地位越发重要，占全球制药市场比重从 2003 年的 5.1%提高到 2010 年的 12%。

图 2：1999 年-2011 年医药行业收入和利润增速



数据来源:南方所, 国泰君安证券研究

图 3：2003 年-2010 年中国药品市场占全球比重



数据来源: 南方所, 国泰君安证券研究

2.2. 医药细分行业利润增速出现分化

尽管医药各子行业的销售收入均保持了 20%以上的增长速度，但利润增速出现较大分化：中药饮片在行业整合和消费升级的推动下利润同比增长 56.45%；卫生材料和医疗器械利润分别增长 47.13%和 21.09%，医疗器械和耗材与药品的消费机构正在发生深刻变革；中成药行业利润同比增长 33.76%，其中受益于消费升级的中药消费品领域是增长的主力；普药和抗生素占主体的化学制剂行业增速有所放缓，利润同比增长 16.09%；生物制剂利润增长 11.95%，主要原因是部分产能过剩和进入一类疫苗品种价格有所下降；由于部分大宗原料药价格出现下跌，化学原料药利润仅增长 9.9%。

表 1：2011 年 1-7 月医药各细分行业运行指标

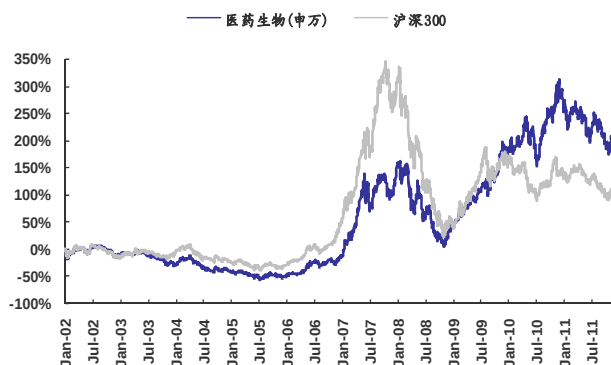
	2011 年 1-7 月 收入 (亿元)	同比 增长	2011 年 1-7 月利 润总额 (亿元)	同比 增长	毛利率	同比 变化
医药制造业整体	7722	29.99%	759	20.67%	28.83%	-1.58%
化学原料药	1702	24.23%	114	9.90%	20.77%	-1.69%
化学制剂	2219	24.48%	246	16.09%	38.23%	-0.08%
中药饮片	416	53.15%	32	56.45%	18.83%	-1.45%
中成药	1729	34.62%	170	33.76%	31.01%	-3.54%
生物制剂	810	29.90%	104	11.95%	27.53%	-1.68%
卫生材料	487	42.47%	45	47.13%	22.93%	1.20%
医疗器械	711	28.33%	73	21.09%	23.41%	-0.08%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究 注: 由于统计局未公布去年 1-7 月毛利率数据, 毛利率与去年 1-8 月比较

2.3. 2011 年医药指数出现调整，细分行业指数表现分化

截止 2011 年 11 月 14 日，年初至今医药生物指数已经下跌了 16.22%，主要是对 2010 年医药牛市所形成的估值调整，以及随着药品降价和限制抗生素使用，行业出现的不利局面，造成医药上市公司利润增速放缓。

图 4：2002 年以来医药股相对沪深 300 指数的走势



数据来源：wind，国泰君安证券研究

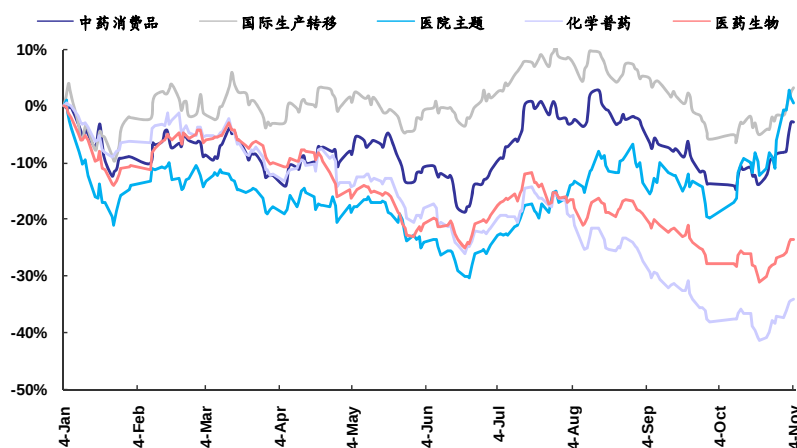
图 5：年初至今医药股相对沪深 300 指数的走势



数据来源：wind，国泰君安证券研究

我们根据医药行业细分行业投资属性构建了中药消费品，国际生产转移，医院主题，化学普药等几个细分行业和主题指数，结果显示，在 2011 年中药消费品、国际生产转移、医院主题三个细分指数大幅跑赢医药行业整体指数，而化学普药指数表现弱于医药生物整体指数。行业业绩和投资属性、估值分化趋势日益明显。

图 6：2011 年医药细分行业和主题指数表现

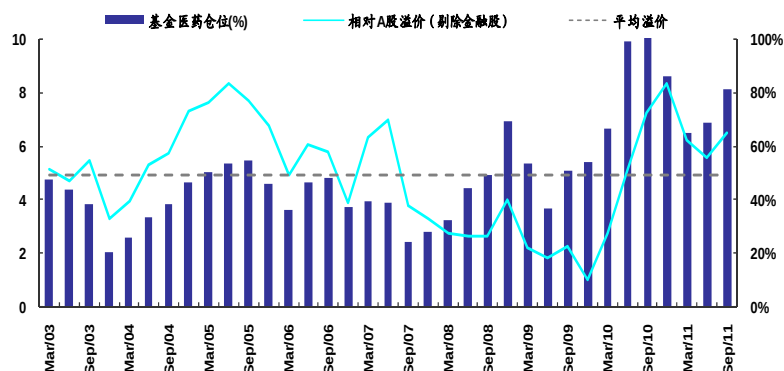


数据来源：wind，国泰君安证券研究

2.4. 基金仍超配医药，医药行业估值合理

根据 2011 年基金的三季报，医药行业的持仓占总持仓市值的比例为 8%，仍属超配，医药行业的防御属性和持续增长的基本面是基金选择超配的理由，由于经济增长的不确定性和全部行业横向比较中，医药行业仍是具有确定性稳健增长的黄金行业，预计未来基金将持续超配医药。根据剔除金融股后计算的医药行业相对 A 股溢价率，经过一年的估值调整，我们看到医药行业估值溢价处于历史平均水平，目前估值合理。

图7： 2003年-2011年三季度基金医药仓位和医药行业估值溢价



数据来源：wind，国泰君安证券研究

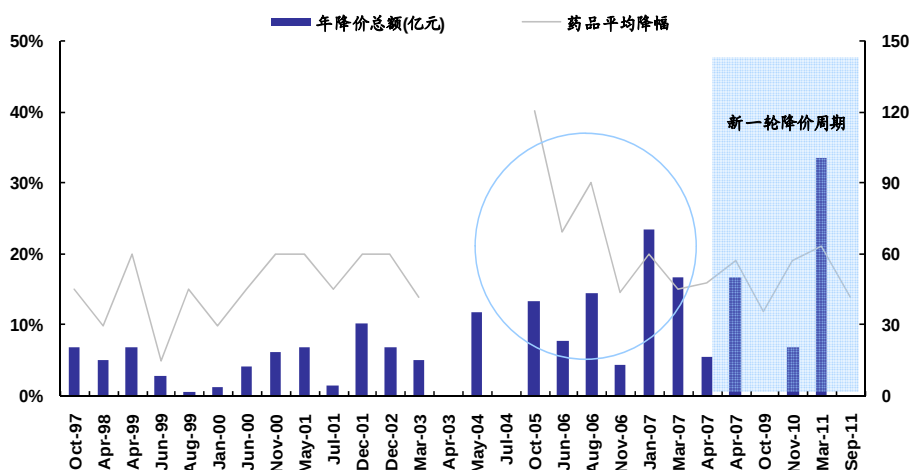
3. 医药政策引发行业变局

3.1. 药品降价进入新一轮周期

医保药品降价是 2011 年市场较为关注的政策，从目前的政策走势分析，国家立足控制医疗费用支出过快增长，药品的持续降价将成主流趋势。

政府在过去 15 年主导了药品降价 27 次，大致可被分为 5 轮调价周期(包括基本药物目录)。在 2009 版医保目录出台后，国家发改委经于 2010 年 12 月重新开始对医保目录品种进行调价，目前正处于新一轮行政调价周期中。2011 年 3 月和 8 月，发改委分别就抗生素、激素等部分品种进行调价，预计仍将会有若干个文件在明年出台。而后续各省招标的降价幅度也难免受到影响。

图8： 2011年步入新一轮调价周期



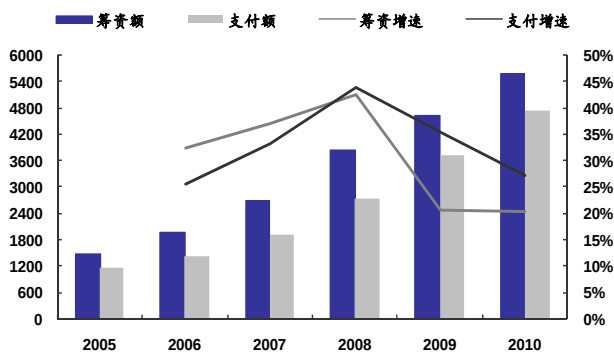
数据来源：国家发改委，国泰君安证券研究

3.2. 医保支付增长或将减速

过去五年增长迅速，筹资格局以城镇职工为主

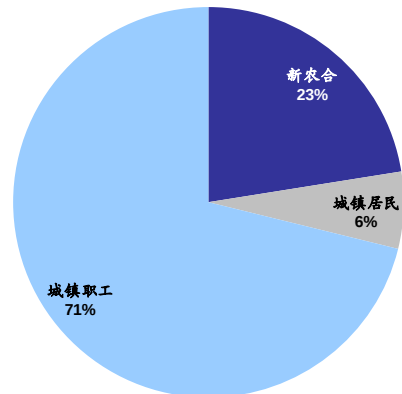
过去五年医疗保障力度逐步强化，筹资和支出的增长提升了需方支付能力，诱导了更多的医疗需求释放，也使众多医保目录内的处方药维持了多年的高速扩张。城镇职工医保和新农合是主要筹资来源，07 年开始铺开的城镇居民医保 2010 年基本实现了全覆盖，占筹资额 6%左右。

图 9：医保筹资、支付力度高速增长



数据来源：人保部，国泰君安证券研究

图 10：2010 年医保筹资构成



数据来源：人保部，国泰君安证券研究

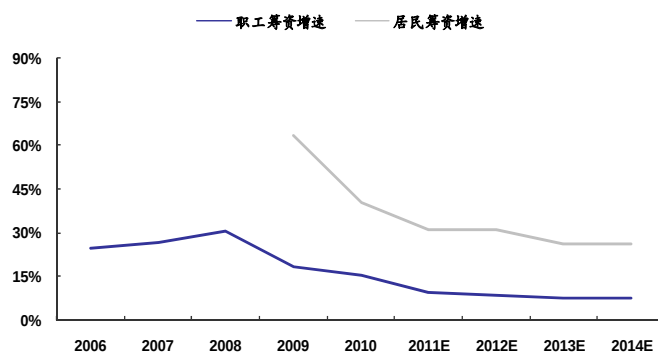
医保筹资预计未来略有减速

我们估算未来医保的筹资额增速略减速到 20% 左右区间。其中：占比 70% 的城镇职工医保的筹资增速将有所下降，20% 以上下降到 10% 左右；城镇居民医保仍维持 20%-30% 的较高增速；新农合与居民医保类似，受筹资强度拉动，增速估计在 30% 左右。

城镇职工和城镇居民医保：覆盖面扩张基本饱和，后期主要靠单人筹资额推动。过去几年城镇医保筹资的高速增长是覆盖面扩张和单人筹资额稳定增长的共同作用，而未来几年：

- 目前城镇医保覆盖面基本饱和，2010 年参保人数合计 4.3 亿，与城镇户籍人口数基本一致，预计未来仅有 1% 左右的人口自然增长。
- 预计未来城镇职工医保单人增长主要与依赖收入增速，估计单人筹资金额增长接近 10%。
- 居民医保单人筹资主要依靠财政补贴，按预算增速估计接近 30%。

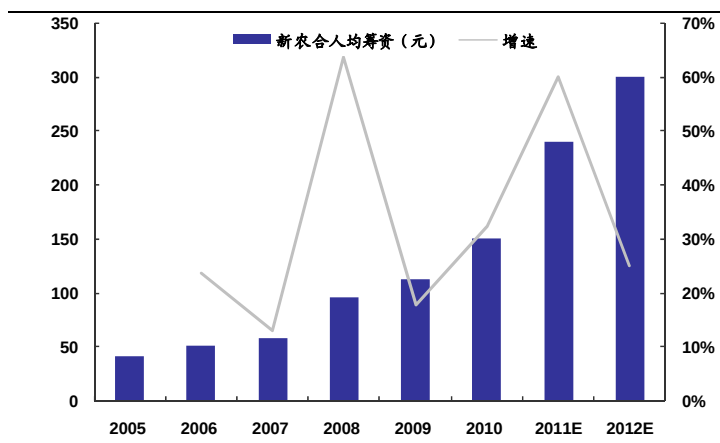
图 11：城镇医保未来靠单人筹资额推动



数据来源：人保部，国泰君安证券研究

新农合未来同样依赖单人筹资水平的增长拉动。预计 2012 年人均筹资有望超过卫生部所计划的 300 元。由于支出增速滞后于筹资一年，因此预计未来三年新农合的支付增速在 30% 有较大保障。

图 12: 新农合在政府补贴下增速维持较高水平



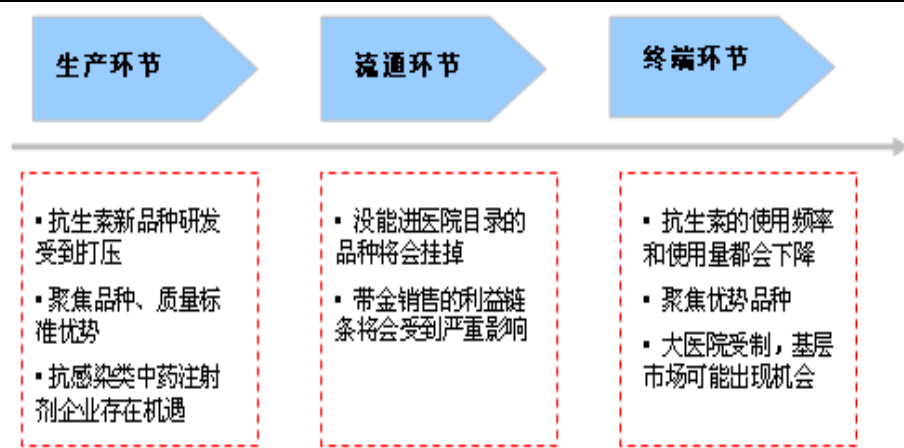
数据来源：卫生部，国泰君安证券研究

3.3. 抗生素用量受到限制

2011 年《抗菌药物临床应用管理办法》的出台对抗菌药使用影响较大，行业增速下滑已成定局，市场整体可能会缩容 20%~30%。实际上，业务订单减少、销售增速下滑的局面就已在不少抗生素类上市公司 2011 年中报有所体现，哈药、华药、鲁抗等业绩均出现了不同程度的下滑。

我们认为抗生素市场正处于 U 型底部，行业整体已进入冬天，但临床抗菌药的刚性需求仍在，从终端使用限制对药企生产环节的影响看，未来将有两类企业会成为最后的赢家：一类是品牌化、规模化的龙头企业，其将受益于行业集中度提升带来的盈利；另一类是聚焦品种、拥有质量标准优势的企业。

图 13: 抗生素政策对医药产业链影响



数据来源：国泰君安证券研究

4. 终端刚性需求持续增长，十二五规划推动产业升级

4.1. 内生性因素推动医药终端刚性需求持续增长

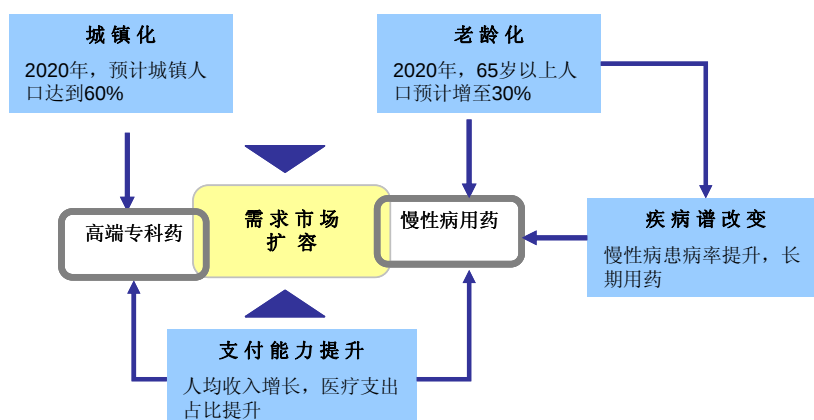
人口老龄化：据预测，到 2020 年，中国的老年人口将达到 2.48 亿人，老龄化水平将达到 17.17%。到 2050 年，中国的老年人口总量将超过 4 亿人，老龄化水平将超过 30% 以上。目前，老年人口的药品消费已占药品总消费的 50% 以上，人口老龄化将持续带动医药需求快速增长。

城镇化: 根据第六次人口普查数据, 2010 年我国城镇人口已超 6.66 亿, 人口占比达 49.68%, 预计到 2020 年, 我国城镇化率将达到 60%。城镇化进程加快也将助推医药消费需求的快速释放。

消费升级: 近年来, 我国人均可支配收入持续增长, 从 2001 年的 6859 元提高到 2010 年的 19109 元, 医疗支出占比不断提高。从我国人均用药费用来看, 已经从 2001 年的 140 元/人提高到了 2008 年的 363 元/人, 增长了将近 3 倍, 并且这几年的增速还在加快, 但与美国人均用药费用的 319 美元、日本的 348 美元以及欧洲其他发达国家相比, 发展空间巨大。

疾病谱变化: 从我国慢性病的发病率来看, 高血压、糖尿病、恶性肿瘤、心脑血管等慢性疾病的发病率出现较快的提升, 而消化系统疾病、血液及造血器官疾病的发病率则出现了一定程度的下滑。从终端数据来看, 肿瘤、心血管等重大疾病的用药占比正在逐步加大。据卫生部报告, 目前慢性病导致了 45.9% 的全球疾病负担, 而中国已达到 60% 以上。世界卫生组织预测, 到 2015 年, 中国慢性病造成的直接医疗费用将达到 5,000 多亿美元。

图14: 四大因素驱动医药刚性需求持续快速增长



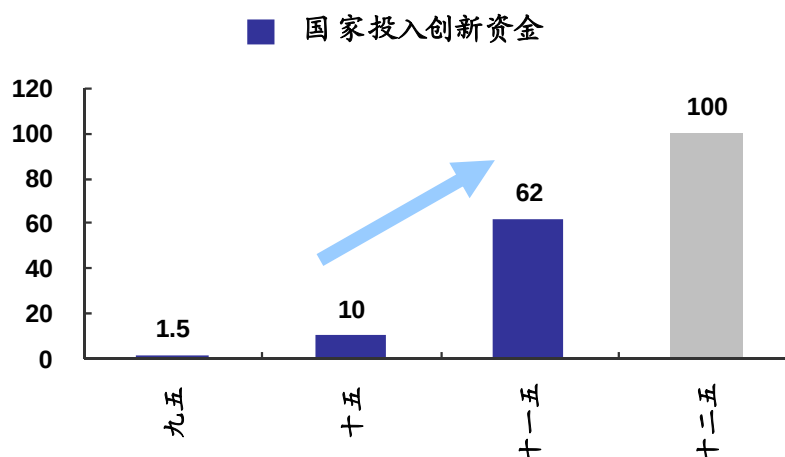
数据来源: 国泰君安证券研究

4.2. 生物产业和医疗器械规划推动产业升级

生物产业规划鼓励创新, 投入巨资孵化新药

《生物产业“十二五”规划》即将出台, 支持创新型企业和技术发展。据主导起草的发改委相关负责人表示, 对生物医药方面的发展将主要扶持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, 配套研发的 100 亿以上的研发专项资金, 平均每个新药将获得 500-1000 万元的项目资金。我们认为目前在相关领域先行一步的优势企业将借力政策支持完成技术升级, 加速产业中落后技术水平的淘汰, 行业集中度将明显提升。根据发改委的预计, 到 2015 年, 百强新药企业销售收入占全行业销售总收入的 50%。

图 15: 国家在“九五”到“十二五”期间生物产业投入的创新基金



数据来源: 国泰君安证券研究

医疗器械十二五规划推动创新+整合

由科技部牵头、其他相关部委合作起草的重点专项《“十二五”医疗器械产业科技发展专项规划》已经完成, 在广泛征求医疗器械企业意见后有望于近期出台。

- 2015 年初步建立完善医疗器械研发创新链, 显著提升我国医疗器械研发的创新能力, 部分领域接近发达国家水平。产品目标是, 突破 20~30 项重点核心技术和关键部件, 创制 80~100 个临床急需产品。
- 产业目标为扶持 10~15 家大型医疗器械企业集团, 40~50 家创新型高技术企业, 建立 8~10 个医疗器械科技产业基地。

《规划》提出加大扶持国内高中低端医疗器械企业。基层医疗将有力推广彩超类设备等 10 类重点设备; 在高端产品领域重点扶持高值耗材, 并争取实现定价权; 医疗器械服务业务将得到支持。同时, 《规划》还特别提出鼓励企业加大外企合作, 实施“走出去”战略。

表 2: 医疗器械十二五规划相关政府部门新闻

政府部门	发言人	发言时间	相关内容
中国医学装备协会	孟建国副秘书长	2011.7	扶持医疗器械领域将是十二五规划重点, 今年中央将斥资上百亿完善信息化医疗系统, 包括武装乡村医疗机构等; 同时, 卫生部今年拨款 24.5 亿元专项资金给予 45 万个村级卫生所配置电脑及网络, 建立数字化医疗档案。
卫生部规划财务司	刘殿奎副司长	2011.6	“十二五”期间将大力支持国产医疗器械发展, 实施集中采购时, 优先采购国产医疗器械, 并以经济手段有效引导医疗机构使用国产医疗器。
科技部社会发展司	某负责人	2010.10	技术研究、产品研发、平台搭建以及基地建设将是“十二五”我国医疗器械发展的重点。未来我国将大力调整医疗器械产业的发展方向和产品结构, 扶持和发展自主知识产权, 推动产业发展。
中国医保商会医疗器械部	蔡天智主任	2010.9	医疗器械产业“十二五”的规划中, 将鼓励企业“走出去”, 鼓励企业加大与外资的合作。

数据来源: 国泰君安证券研究

5. 上篇：优质企业，突出重围

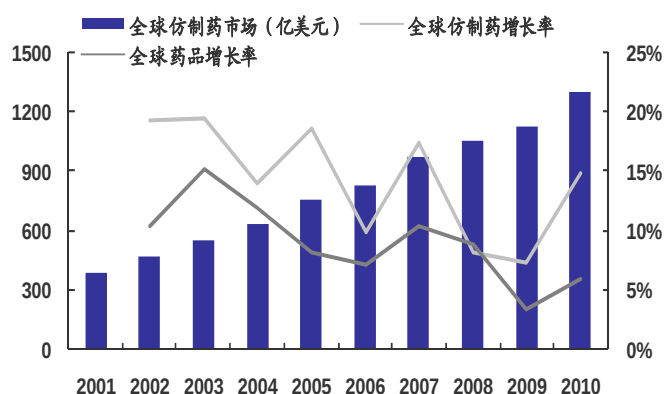
5.1. 中国制药企业国际化：走出去，引进来

从原料药出口升级到制剂出口，到国际制药企业在中国的贴牌生产加工，并在国内销售；中国制药企业的制剂在海外贴牌上市，销售全部通过海外经销商外包。这一切都发生在全球药品降价的大趋势下，国际制药业巨头和国内制药企业合作的愿望从未如此强烈过。

仿制药市场正处于“黄金时代”

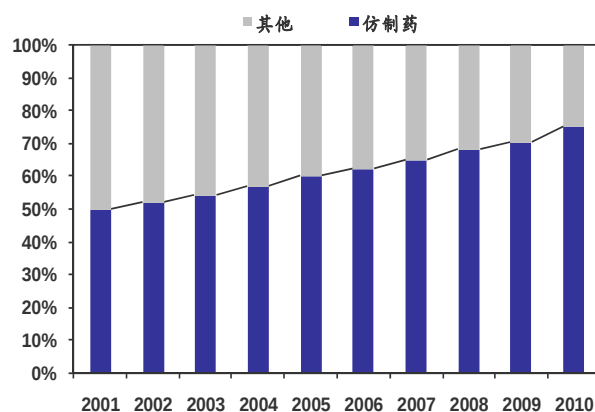
全球仿制药市场正处于快速成长期：2001~2010 期间，仿制药市场规模翻了 3 倍多，预计 2010 年将超过 1300 亿美元，复合增长率 15%，超过同期全球医药整体市场。IMS 预测未来 5 年全球仿制药市场仍将保持 10%~14% 增速，继续高于医药行业预期 4%~6% 的水平。

图 16：仿制药市场增速快于全球药品市场



数据来源：IMS，国泰君安证券研究

图 17：2001 年以来美国仿制药处方比例迅速上升

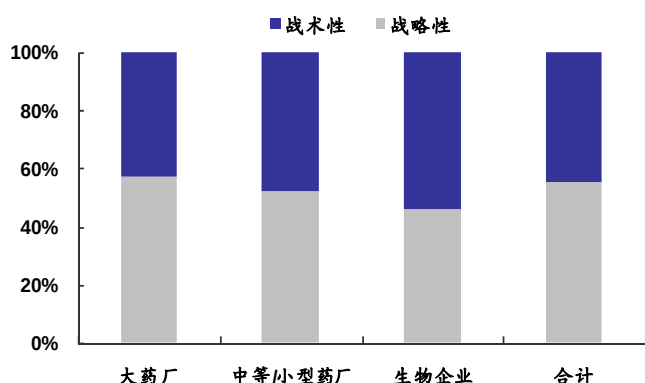


数据来源：IMS，国泰君安证券研究

全球制药生产转移大势所趋，亚洲为外包首选

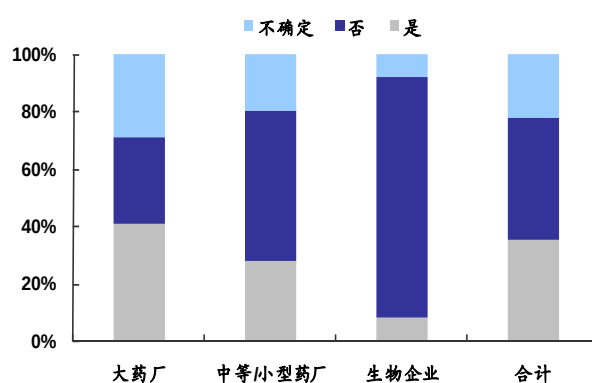
在成本控制和环保压力的驱动下，制药行业外包（CRAMS）向亚洲转移趋势明显。中国作为新兴市场，国内医药产业发展迅速，凭借 API 技术基础和低成本优势，有望成为最受欢迎的外包选择地之一。目前中国 CRAMS 市场规模较小，占全球不到 5%，但近年来增速在 40% 以上，市场空间巨大。

图 18：全球 55% 的制药企业将外包作为战略选择



数据来源：Ernst & Young analysis，国泰君安证券研究

图 19：全球 35% 的制药企业将亚洲作为外包首选地



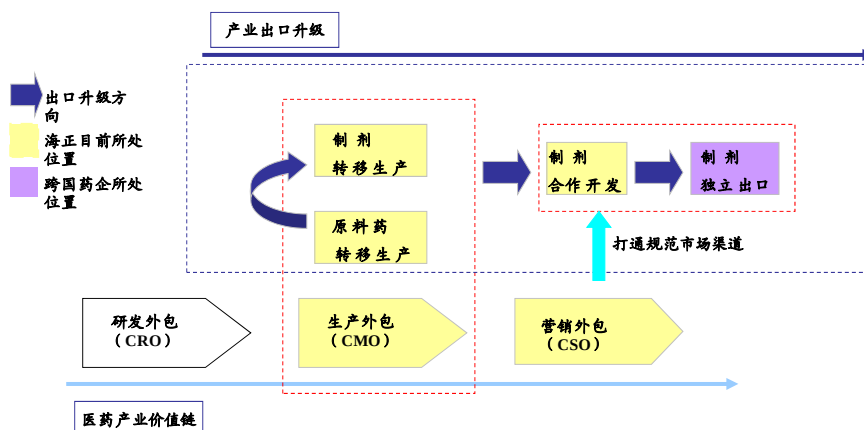
数据来源：Ernst & Young analysis，国泰君安证券研究

中国企业产业出口升级进行时

全球仿制药的市场扩容为中国产业出口升级带来了历史性机会，海正和华海等龙头企业目前仍以 API 为主，但已逐步将业务扩展到制剂出口，同时国内恒瑞、人福、美罗等多家企业也正准备美国 FDA 的制剂认证，中国的产业出口升级正在稳步进行。

同时我们也看到，国际合作正在延伸医药产业的价值链，寻求新的合作模式：中国药企和跨国药企的合作正从生产向研发、销售整个产业链拓展，国内企业在提升研发水平的同时，将加快融入国际市场的步伐。

图 20：中国企业产业出口升级图

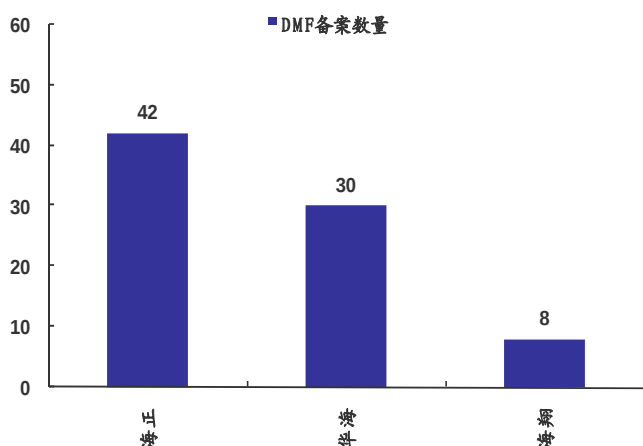


数据来源：国泰君安证券研究

优秀企业全面参与全球制剂市场竞争

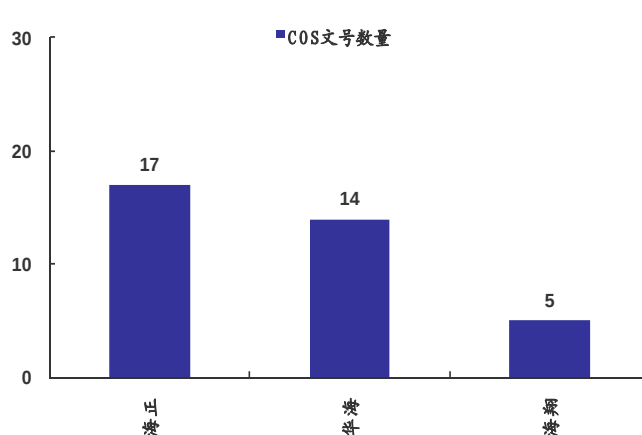
短期内，国内领先企业在规模和成本优势的基础上，通过提升软硬件实力实现与国际制药企业的全面对接，转移生产规模越来越大，涉及品种不断丰富，且订单稳定持续，盈利增长已全面打开向上通道。

图 21：3 家国内上市公司获得 DMF 文号情况



数据来源：FDA（截止 2011 年 9 月 30 日）

图 22：3 家国内上市公司获得 COS 文号情况



数据来源：EDQM（截止 2011 年 11 月 4 日）

长期看，原料药生产成本上升是大概率事件，牺牲环境换取短期发展的盈利模式是难以持续的，中国制药企业必须向产业链最高端进军，参与全球制剂的竞争。我们建议关注国内产业升级的先行者—海正药业和华海药业：在积累原料药出口优势的同时，其正在加速产业转型升级，建

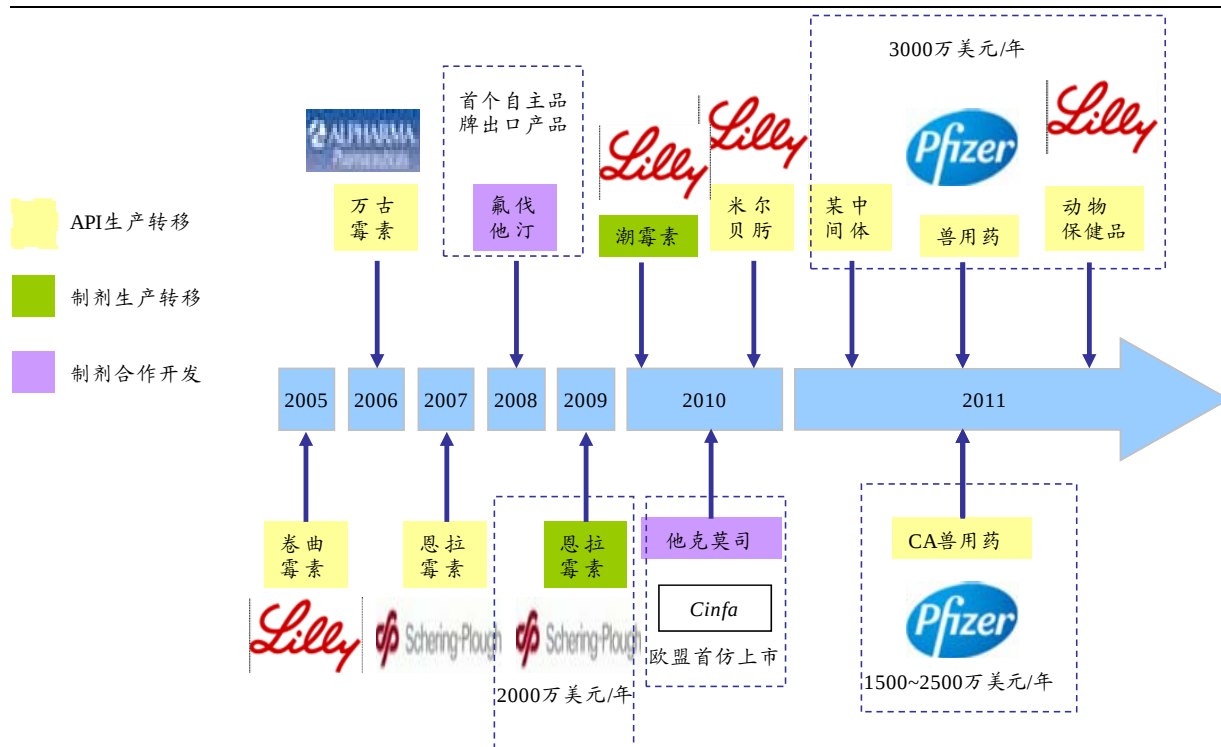
设符合规范市场标准的生产线，促进制剂出口发展，实现从原料药到制剂一体化生产和全球化经营的战略目标。

表 3: 国内部分上市公司制剂生产线建设情况

公司	项目名称	投资金额	主要用途	项目进度	备注
海正药业	制剂出口基地建设项目	13.66 亿	用于抗肿瘤药、培南类注射剂、非细胞毒注射剂（抗结核病类药等）等	抗结核病制剂生产线已完工，正在准备申报国内 GMP 认证	2010 年 8 月定向增发项目
	口服固体制剂项目	3.78 亿	用于固体口服制剂的生产，年产能达 75 亿片	土建和设备安装调试已完成，部分生产线通过国内 GMP 验收，开始生产	
	抗寄生虫药等原料药项目	6.7 亿	建设莫西克汀、泰乐菌素、奥利司他、达托霉素、他克莫司等 API 生产线，年产能 793 吨	厂房土建已完成，奥利司他发酵生产线已正式投产，剩余生产线根据实际情况逐步投产	2009 年 10 月公开增发项目
华海药业	制剂出口基地建设	6.46 亿	严格按照 cGMP 标准、采用国际先进设备的固体制剂厂区，年产能 100 亿片	分三期进行，总建设期为 4 年，一期工程 33 亿片 11 年底可以投产。	

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 23: 海正药业产业出口升级进展



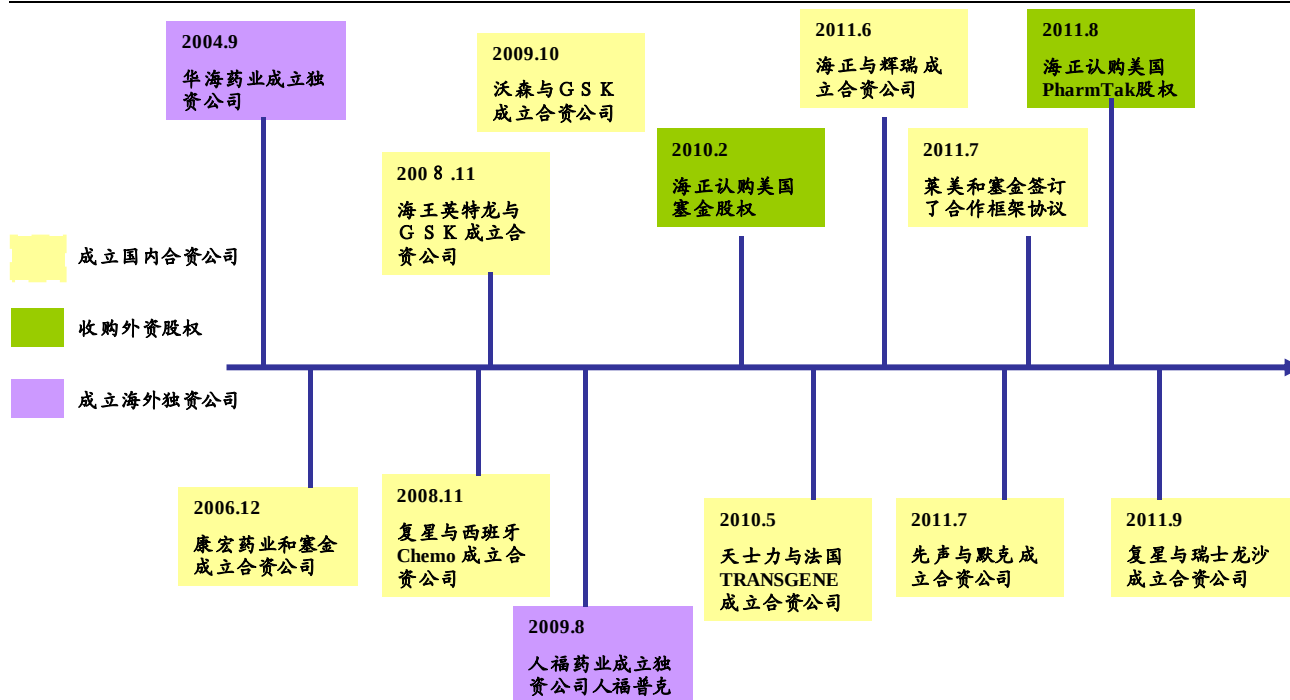
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

目前我国很多优秀企业在生产转移方面已逐步积累经验和优势，产品技术与欧美质量标准开始对接，制剂出口的基本条件已经具备，但是在产品储备（通过欧美规范市场认证的制剂产品）和销售渠道方面仍然不够成熟，难以在短期内迅速打开规范市场。

因此，为了更好的参与全球制剂市场竞争，国内一些优秀药厂如海正、莱美等已开始与国外企业寻求进一步国际化合作，力图实现共赢发展：一方面国内企业学习制剂认证技术和经验，借助国外企业完善的海外销

售渠道开拓国际市场，实现制剂出口；另一方面，国外企业通过技术合作和授权，由国内企业负责生产加工，并在国内市场实现销售。

图 24：部分国内公司国际化合作进展



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

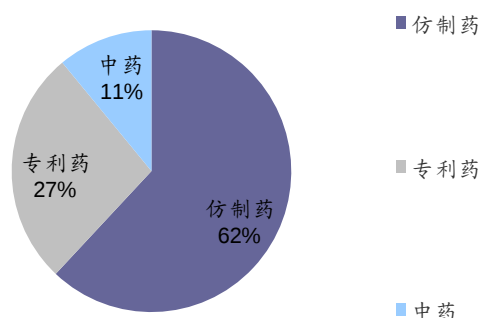
5.2. 技术升级：以研发创新突出重围

在“生物产业十二五规划”的推动下，以生物技术，靶向技术等新兴制药技术应用为核心的新一轮新药研发技术升级，中国制药企业从仿制药到专利药的技术升级：恒瑞医药，金赛药业，莱美药业在改变着中国制药业在人们心中的定位，未来十年，将有多个全球瞩目的重磅新药诞生于中国，Genentech 创新推进成长的故事或许将在中国上演。

我国本土仍以仿制药为主，政策加大创新扶持力度

根据 IMS 的统计，我国目前仍然是以仿制药为主，占据了 60% 以上的市场份额。专利药比重较小的原因在于现阶段国内企业的新药研发投入较低，远落后于发达国家水平。

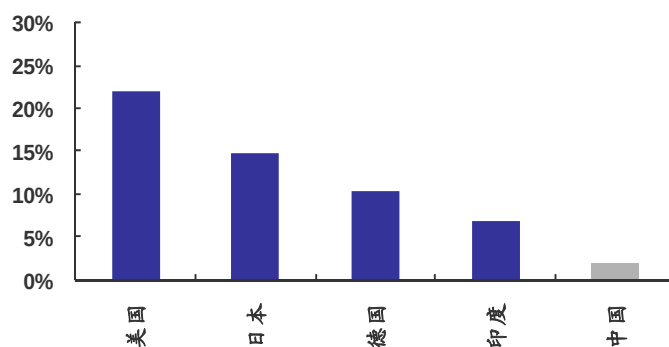
图 25：非专利药占据最大市场份额



数据来源：IMS，国泰君安证券研究

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 26：我国研发投入落后于发达国家



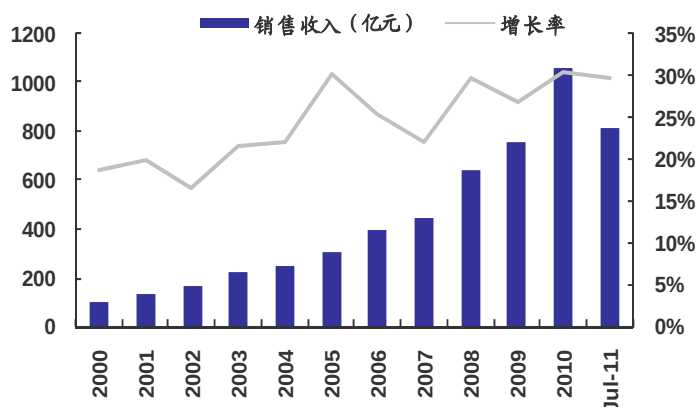
数据来源：IMS，国泰君安证券研究

毋庸置疑的是，国家政策对生物医药领域的创新扶持力度正在明显加大，随着新药研发技术逐步实现与国际接轨，我国医药的创新未来是可预见的。在“十一五”国家启动“重大新药创制”重大专项后，十二五期间国家和地方将共投入 400 亿资金扶持创新，已经有一批极具市场潜力的新药进入临床和临床前研究阶段。

生物制药：医药行业创新蓝海

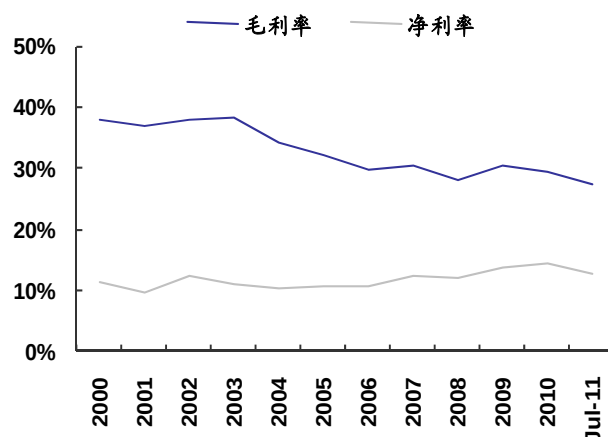
国内生物制药快速发展：2000~2010，生物制药的收入增速高于制药行业整体水平，10 年间收入规模翻了 10 倍，复合增速达到 27%，成为我国增长最为快速的医药子行业。

图 27：2000~2011 年生物制药收入增长情况



数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究

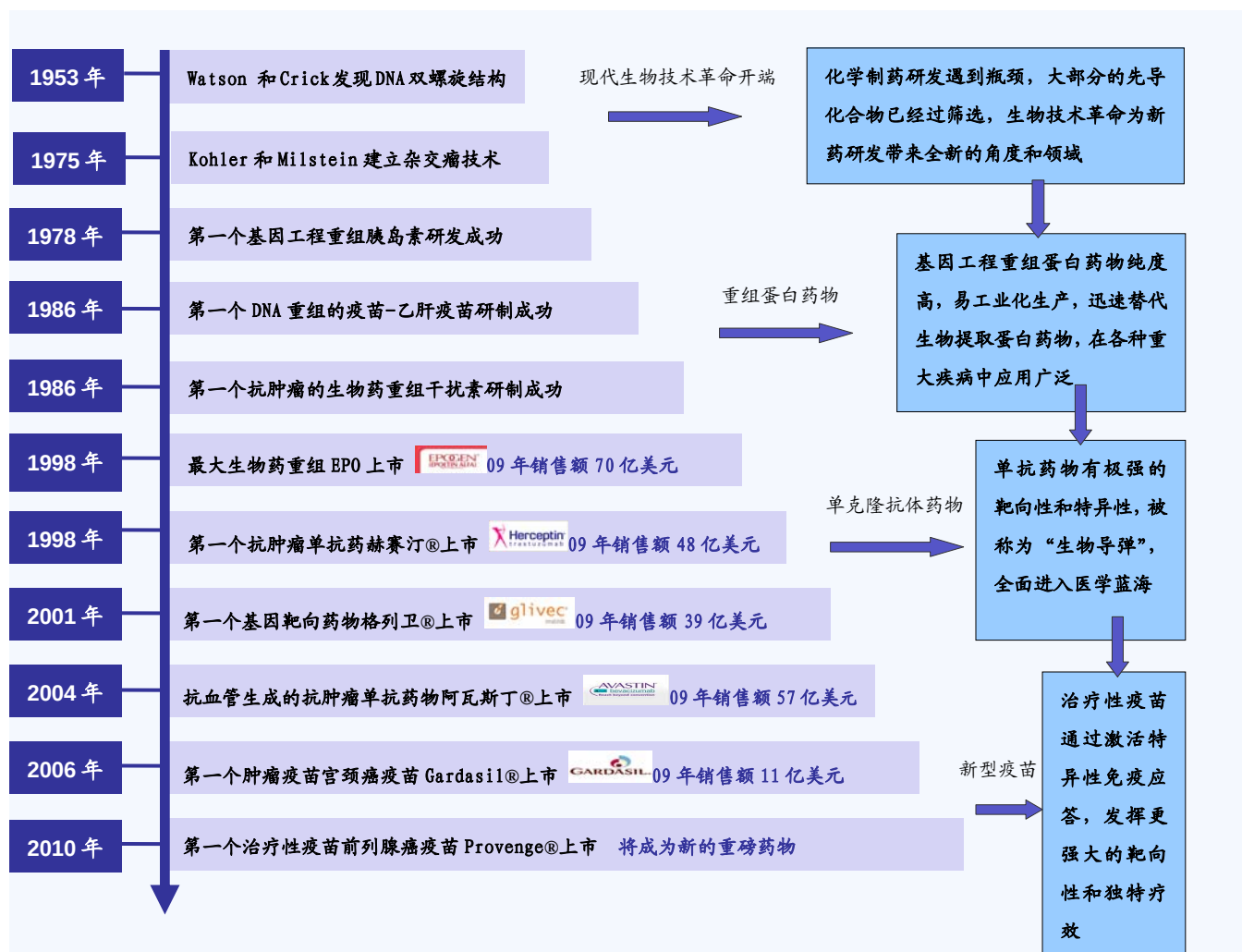
图 28：2000~2011 年生物制药财务指标情况



数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究

每一代生物技术革命都伴随着新的重磅药物诞生，在即将出台的《生物产业“十二五”规划》中，这些领域也将成为国家重点扶持的领域，也是我们未来寻找优质生物制药公司投资标的主要方向。

图 29：生物制药行业的发展伴随着不断的技术革命和重磅药物的诞生



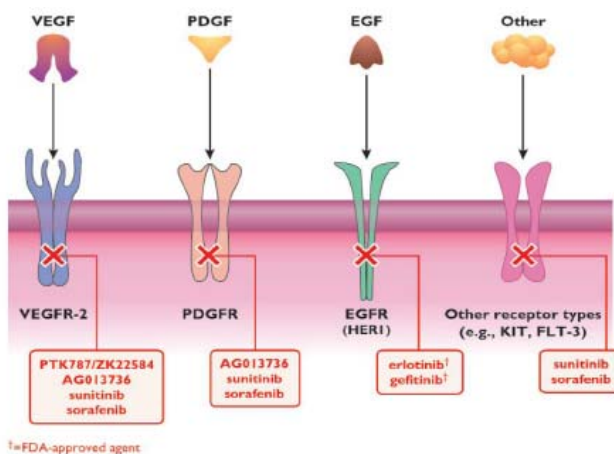
数据来源：国泰君安证券研究

小分子靶向药物：化学领域新一代的抗癌明星

化学药领域的酶抑制剂属于小分子靶向药物，由于靶向药物并不只是针对一种癌症，产品可以获准新的适应症来保持持续的高速增长，因此小分子靶向药物也成为了新一代的抗癌明星。

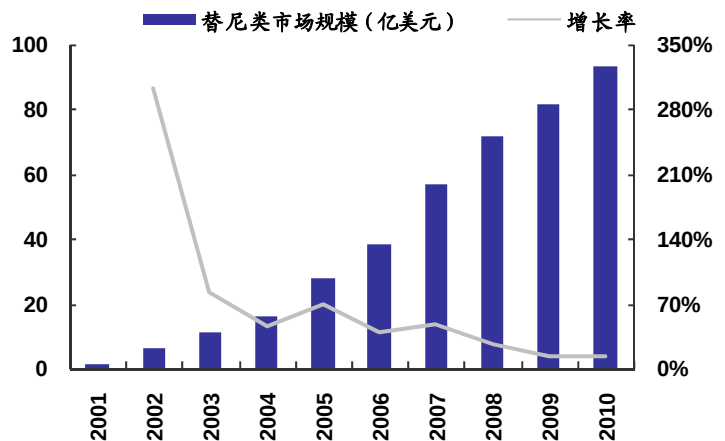
在各种小分子靶点中，酪氨酸激酶是目前研究较多且效果明显的抗肿瘤药物靶点。随着 2001 年第一个治疗白血病的“重磅炸弹”小分子靶向药物伊马替尼（格列卫）上市，其高效低毒的特点得到临床的迅速认可和广泛应用，2001~2010 年，替尼类全球市场规模从不到 2 亿美元增长至 93 亿美元，取得了爆发式的增长。

图 30: 主要小分子靶向酶抑制剂的作用靶点



数据来源: 拜尔医药, 国泰君安证券研究

图31: 全球替尼类市场规模情况



数据来源: 南方所, 国泰君安证券研究

在重大专项政策的推动下, 国内的小分子靶向药物的研发进程有望提速。目前多家医药企业已构筑了自身研发平台, 拥有自己的小分子靶向药物创新技术。

表4: 主要国内企业小分子靶向药物平台

平台	企业	研发方向
分子靶向抗肿瘤药物筛选平台	山东齐鲁制药	针对 EGFR, Her-2, VEGFR, RAF, PDGFR 等靶点, 设计合成化合物约 200 个, 已经对 155 个化合物进行了体内活性筛选, 发现 2 个化合物体内药效较好, 其中 1 个化合物 (塞拉替尼, L-2) 优于国外上市的拉帕替尼(Lapatinib)
分子靶向抗肿瘤药物合成平台	恒瑞医药	发现并合成了一系列小分子酪氨酸激酶抑制剂。其中 VEGF 类的阿帕替尼已在国内 II 期临床。EGF 类的 AL6802, 在非小细胞肺癌、人表皮鳞癌等移植瘤动物模型体内显示出与厄洛替尼相当的显著抗肿瘤活性。Bcr-Abl 的新型小分子 PTK 抑制剂, 多靶点的 AL3810、AL3818 在体外和肝癌、肾癌、肠癌、非小细胞肺癌等多种移植瘤动物模型显示出比索拉非尼、舒尼替尼更强的抗肿瘤活性。
分子靶向抗肿瘤药物研发平台	深圳微芯生物	研究表观遗传调控剂, 已设计、合成、筛选和评估出一系列具有全新化学结构同时抑制蛋白酪氨酸激酶和具有组蛋白去乙酰化酶 HDAC 亚型选择性双抑制活性的化学小分子 CS0220 做为新一类创新靶向抗肿瘤小分子化合物。抗皮肤 T 淋巴瘤 (CTCL) 的西达本胺已完成 III 期临床。
小分子靶向抗肿瘤药物研发平台	和记黄埔医药	发现并合成了一系列小分子酪氨酸激酶抑制剂。多个抗肿瘤小分子新药处于临床和申报阶段。
小分子靶向抗肿瘤、心血管病药物研发平台	上海艾力斯医药	艾力替尼、艾力沙坦等多个小分子新药处于临床研究和申报生产阶段。

数据来源: 国泰君安证券研究

随着时间推移, 我国有望在靶向小分子创新药物领域培养出自己的“重磅炸弹”。

- 2011 年 6 月, 我国第一个具有自主知识产权的小分子靶向抗癌药埃克替尼获得药监局生产批文, “十一五”启动的“重大新药创制专项”逐渐进入收获期。埃克替尼治疗晚期非小细胞肺癌的临床研究表明: 该药与国外目前已上市的吉非替尼和厄洛替尼相比, 在化学结构、分子作用机理、疗效等方面类似, 但具有更好的安全性。
- 而恒瑞的国家一类新药阿帕替尼也即将上市, 目前已进入临床三期, 但将以二期临床数据通过绿色通道申报有条件上市, 有望成为我国的“格列卫”。法米替尼也在临床二期阶段。

表5: 国内公司小分子靶向药物研发进展

公司	产品名	作用靶点	适应症	临床批准日期	临床阶段
浙江贝达	埃克替尼 (凯美纳)	EGFR	非小细胞肺癌	2005-12-2	2011年6月获得批文
恒瑞医药	阿帕替尼	VEGFR、PDGFR、cKit 及cSrc	肝癌、胃癌	2007-4-13	申请III期有条件生产批文
	法米替尼	VEGFR/PDGFR	胰腺癌、肾癌	2009-5-12	II 期
浙江医药	普喹替尼	PDGFR、PI3K	胃肠道基质性肿瘤 (GIST)	2007-10-4	II 期
西南合成	康普瑞丁磷酸二钠 (CA4P)	血管内皮细胞的微管系统	N/A	2008-9-12	I 期
江苏豪森	氟马替尼	BCR-ABL融合蛋白	慢粒白血病	2011-2-12	I 期
	海那替尼	VEGFR	N/A	2011-1-19	I 期
	西帕替尼	EGFR、ErbB2/HER-2	乳腺癌	2010-11-17	I 期
和记黄埔医药 (上海)	索凡替尼	VEGFR、FGFR	N/A	2011-9-22	I 期
	呋喹替尼	VEGFR	N/A	2011-7-27	I 期
	席栗替尼	EGFR	N/A	2011-9-22	I 期
	易吡替尼	EGFR	N/A	2011-4-1	I 期
上海艾力斯医药	艾力替尼	EGFR	N/A	2010-3-30	I 期
先声药业	西莫替尼	N/A	N/A	2011-7-27	I 期
誉衡药业	美迪替尼	多靶点	慢性髓性白血病、GIST 等	N/A	未启动

数据来源: 公司公告、药监局, 国泰君安证券研究

5.3. 制造升级: 新版 GMP 搅动产业链, 优质企业迎来并购良机

新版 GMP 标准提高, 与国际接轨

国家药监局公布的《药品生产质量管理规范 (2010 年修订)》已于 2011 年 3 月 1 日起施行。我国自 1988 年第一次颁布药品 GMP 至今已有 20 多年, 其间经历 1992 年和 1998 年两次修订。

新版 GMP 对制药企业的生产质量管理水平和硬件设备配备都提出了更高的标准, 在强调动态监测的同时, 特别明确了在生产过程中的无菌、净化要求, 并给予企业不超过 5 年的过度期。新版 GMP 的推出, 标志着中国制药业的质量标准正在赶上甚至超过全球制药业的质量标准, 这也是中国制药业国际化发展, 纳入全球制药工业产业链的重要基础。

表 6: 新版 GMP 与老版 (98 版) 的区别

	不同之处	具体差异	对企业影响
硬件方面	车间环境	新版 GMP 采用欧盟标准, 洁净区分为 A、B、C、D 四个级别, 引入了动态连续监测。98 版洁净区分为十万级、万级、百级, 无动态连续监测。	无菌制剂企业需投入巨大的车间改造成本
	设备设施	对生产、仓储、质量控制和辅助区等厂房设施分别提出设计和布局的要求, 对设备的设计和安装等方面也都做出具体规定。	厂房以及设备设施建造成本增加
软件方面	人员要求	新 GMP 首次提出质量受权人概念, 并将质量受权人纳入药品生产企业的关健人员, 并从从学历、技术职称、工作经验等方面提高了对关键人员的资质要求。	提高了企业的人力成本
	质量管理	新版 GMP 明确要求建立药品质量管理体系, 整个制药企业从最高领导到员工, 都要对质量负责, 制定自己的管理方案。	对企业质量管理提出更高要求。
	风险管理	新版药品 GMP 引入了质量风险管理的概念, 并相应增加了一系列新制度。	提高风险意识, 增加管

其他监管	新版强调了生产要求与注册审批要求的一致性，同时提出药品召回制度代替 98 版的收回制度。	理成本 对企业的销售管理要求更高
------	--	---------------------

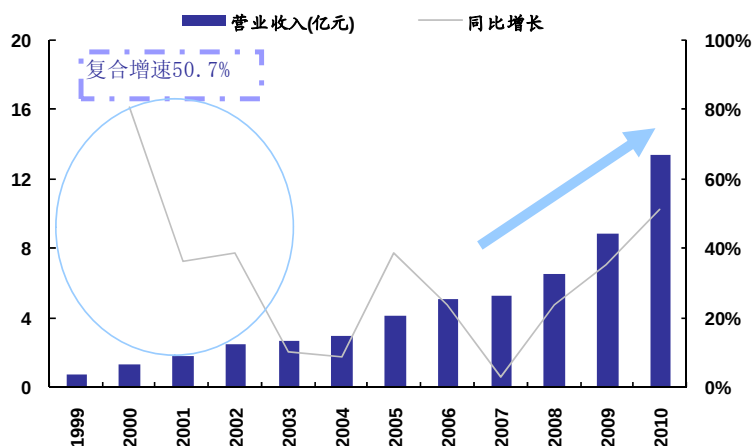
数据来源：政府公告，国泰君安证券研究

制药机械企业迎来阶段性发展机会

新版 GMP 对无菌净化要求更高，标准相比 98 版更为严格，这将给制药机械龙头带来投资机会，从国内冻干粉针设备的龙头东富龙，到走向国际化的大输液生产线设备龙头千山药机，到和 GE 合作的消毒灭菌设备的龙头企业新华医疗。

在老版 GMP（98 版）推出后，制药装备需求大幅增加，以新华医疗为例，其 2000~2002 年的收入复合增速达到 50%。我们认为本次新版 GMP 的推出，下游制药企业对上游装备的更新换代需求提前，将再次催生新一轮高端制药装备行业的景气周期。

图 32：98 版 GMP 推出后新华医疗迎来快速发展



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 7：高端制药装备相关上市公司情况

上市公司	产品	2010 年收入（百万元）	2010 年净利润（百万元）
新华医疗	消毒灭菌设备、大输液生产线、冻干机	1342	60
千山药机	大输液生产线、塑料安瓿生产线、灯检机、冻干机	211	45
东富龙	冻干机、冻干系统	481	143

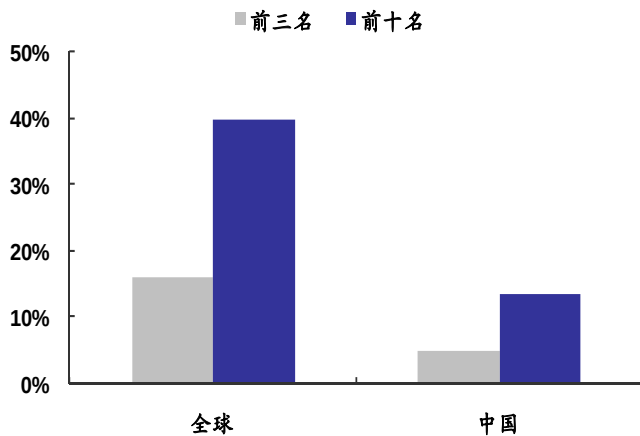
数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

新版 GMP 促使行业整合提速，优质企业迎来并购良机

新版 GMP 认证将推动新一轮药品生产质量水平的升级，而行业标准的强化将提高进入门槛，带来阶段性的整合机会。

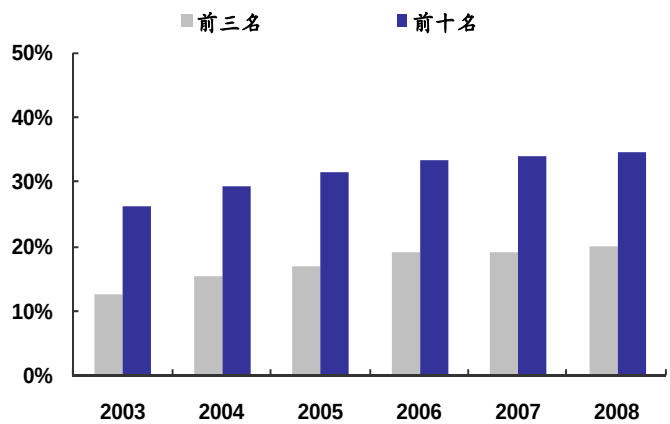
从全球市场的产业集中度可以发现，行业巨舰将是成熟市场的产物。目前我国医药产业集中度较低，整合空间大有可为。在产业升级过程中，将会有一批优秀的本土企业脱颖而出成为行业整合者。

图 33: 全球制药行业集中度远高于中国水平



数据来源: 南方所, 国泰君安证券研究

图 34: 2005~2008 年中国制药产业集中度情况

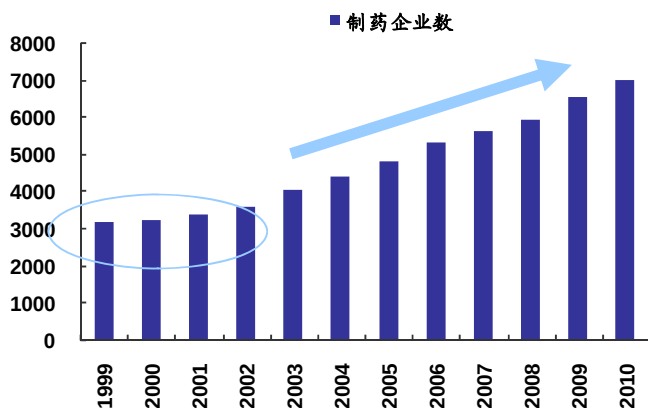


数据来源: 南方所, 国泰君安证券研究

产业标准提升, 行业整合势在必行:

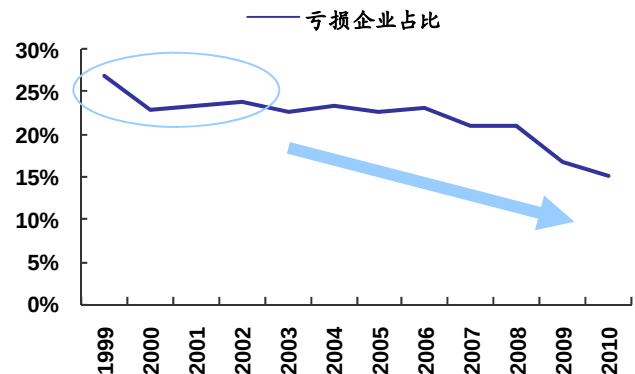
- 与本次 GMP 类似的是, 98 版 GMP 也是给予了企业一定的时间缓冲, 要求在 2004 年前强制达标。在全国 5000 余家药品生产企业中, 最后只有不到 4000 家通过认证, 映射到宏观层面, 制药企业规模增速放缓, 亏损企业比例较高。我们认为标准更为严格的新版 GMP 将给制药企业的经营环境再次产生一定压力, 小企业尤为严重。
- 根据 2010 年底国家统计局数据, 我国制药企业 7,000 余家, 其中 70% 以上的企业营收不足 5,000 万元, 若按照净利率 10% 计算, 70% 的企业净利润可能不足 500 万。而平均投入成本预计在 500 万以上。基于目前已有近 15% 企业 (1,000 余家) 处于亏损状态, 我们预计将有超过 1,000 家企业或被洗牌。

图 35: 98 版 GMP 推出后企业规模增速较缓



数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券研究

图 36: 98 版 GMP 推出后企业亏损比例较高



数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券研究

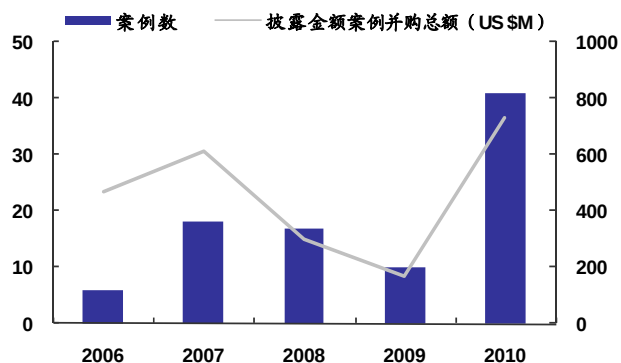
医药上市公司迎来并购良机:

- 2006~2010 年, 中国医药市场共发生 92 起并购, 其中披露具体金额有 78 起并购, 总额为 22.63 亿美元。而 2010 年就完成 41 起并购交易, 同比增长高达 310%, 披露金额 7.28 亿美元, 同比增长 336.3%。
- 医药上市公司融资渠道灵活, 资金状况良好, 并购和整合产业链的动能更为充足。2011 年医药上市公司在 2011 年三季度共持有货币资金 1,262 亿元, 其中前 50 名持有 908 亿, 占有 70% 以上, 数额均

大幅增长。

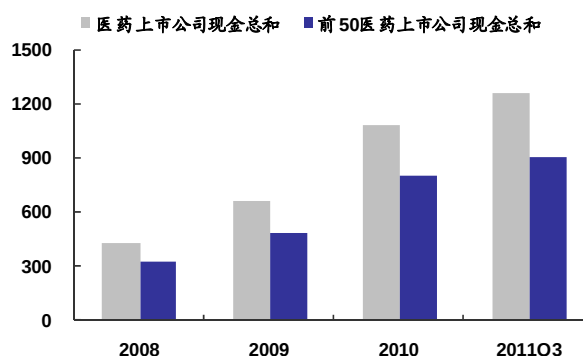
- 新版 GMP 对无菌制剂要求最严格，无菌制剂包括大输液、小针、冻干粉针，因此我们认为并购风潮最有可能出现在该领域，建议关注该领域整合运作能力较强的上市公司：**科伦药业、莱美药业**等。

图 37：2010 年国内医药并购数量和金额创新高



数据来源：清科研究中心，国泰君安证券研究

图 38：我国医药上市公司收购动能充足



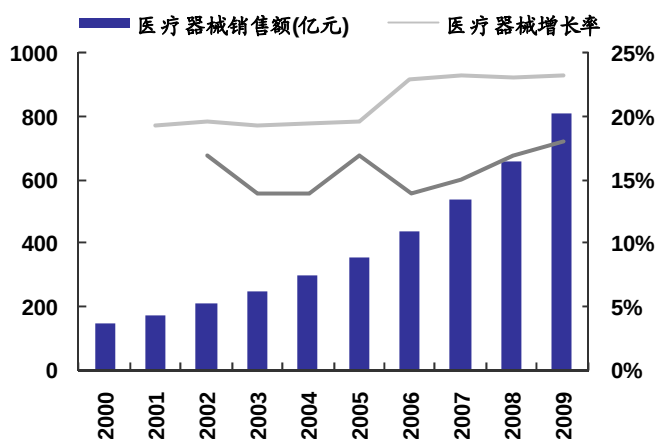
数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究

6. 下篇：超额收益与估值溢价

6.1. 医疗器械：在制造升级中寻找超额收益

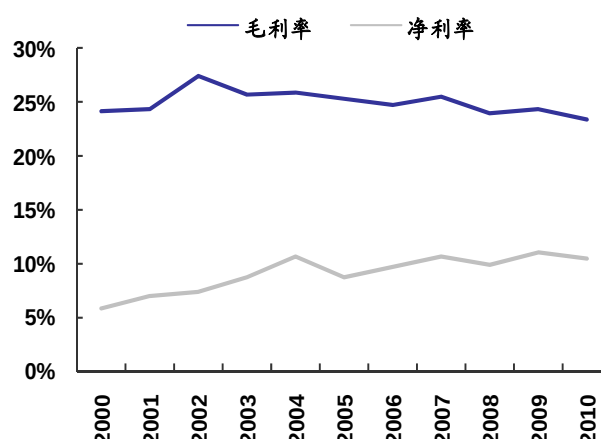
十年来医疗器械的行业增速一直快于药品行业，但仍处于发展初期。国际上药品药费和医疗器械的消费比例是 1: 1，而在中国这一比例却为 8: 1，和国际行业格局相比，我国医疗器械行业有着巨大的发展空间，同时，医疗器械行业政策面风险较小，暂时没有受到国家降价政策的影响，因此盈利能力较为乐观：毛利率维稳、净利率不断提升。

图 39：2000-2009 年我国医疗器械市场情况



数据来源：中国医疗器械委员会、南方所，国泰君安证券研究

图 40：2000-2010 年我国医疗器械行业财务指标



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

在医疗器械行业整体 25% 的增速下，蕴藏着产业升级带来的高增长机会，我们需要在这种行业变革调整中寻找并把握投资机会。

技术升级加速进口替代，获得超额增长

虽然我国医疗器械总体技术水平与国外存在差距，但在一些细分领域，不少本土企业已逐步积累与外企竞争的优势，而研发水平和价格优势是则推动进口替代的核心要素。国内企业通过研发出与国际接轨的新技术，并利用价格优势抢占外资市场。上市公司中，乐普医疗（心血管支架）、新华医疗（消毒灭菌设备）、冠昊生物（脑膜修补片）等就是各自领域的代表者。

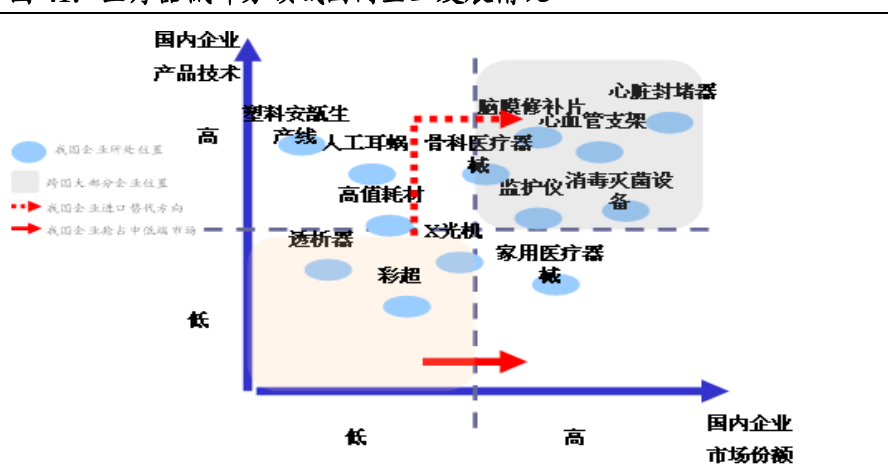
表 8：部分上市公司进口替代情况

产品	国内企业	国内企业市场份额	国外企业
心血管支架	乐普，微创，吉威等	70%	雅培、波士顿、美敦力
心脏封堵器	北京华医圣杰、上海形状、先健科技	90%	美国 AGA、德国 OcclutechGmbH
消毒灭菌	新华医疗	70%	洁定、思泰瑞、3M 等
生物型硬脑（脊）膜补片	冠昊生物、北京天新福等	70%	贝朗、强生等
监护仪	迈瑞、理邦等	60%	飞利浦、GE、HP 等

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

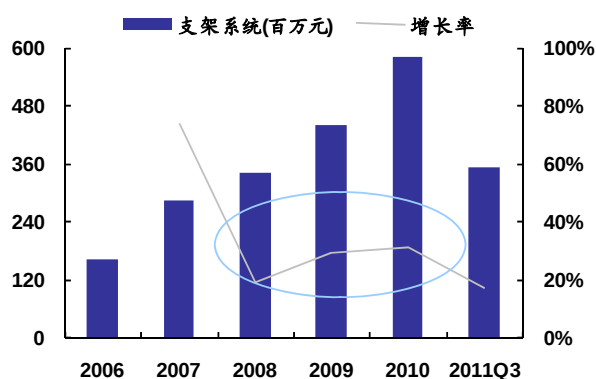
国内领先企业在进口替代的过程中，往往表现出超出行业的平均增长，享受到超额收益。我们把现有医疗器械上市公司的主要产品做了简单梳理，试图去寻找下一个可能发生或者正在发生进口替代的行业机会。

图 41：医疗器械部分领域国内企业发展情况



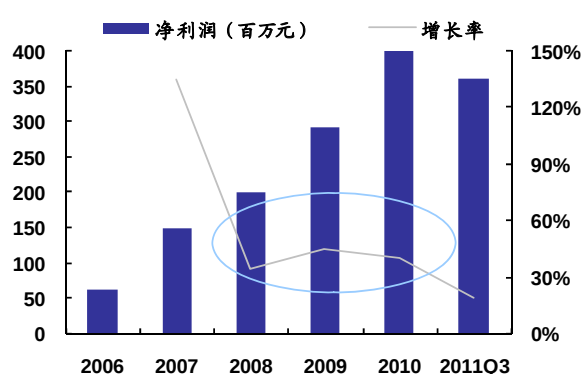
数据来源：国泰君安证券研究

图 42：2006~2011 年乐普医疗支架收入增长情况



数据来源：CEIC，国泰君安证券研究

图 43：2006~2011 年乐普医疗净利润增长情况

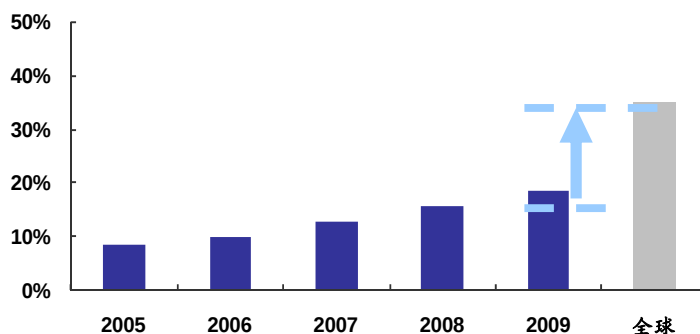


数据来源：CEIC，国泰君安证券研究

并购扩张是提升行业集中度的最直接途径

在行业内生需求和外部政策的共同作用下，产业集中度提升已成趋势。我国医疗器械前 10 家合计的市场份额正在逐步提升，2009 年该比重接近 20%。但行业整体竞争力仍然不强，国内集中度仍远低于发达国家水平，未来市场整合空间值得期待。

图 44：我国医疗器械行业集中度情况



数据来源：南方所，国泰君安证券研究

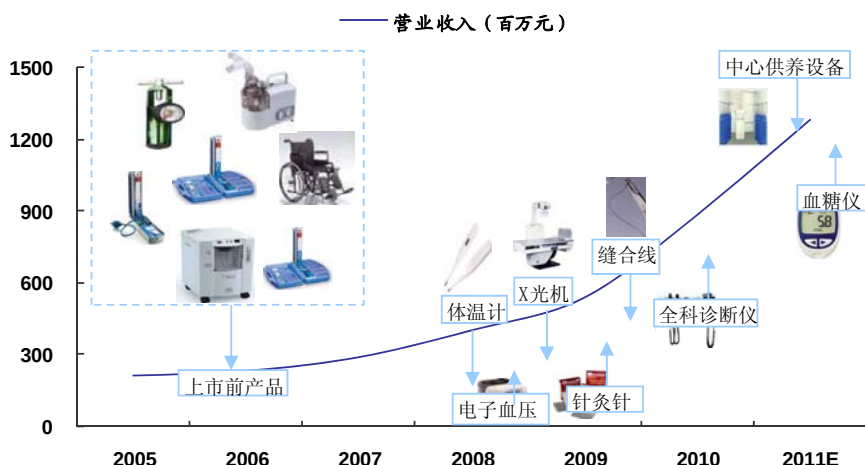
由于医疗器械细分市场多、企业规模小，因此并购是提升行业集中度的最直接途径。利用资本市场平台并购行业内实现互补的企业从而形成规模优势，已成为目前上市公司的主流战略思想，我们认为一些已率先行动的龙头企业将在竞争中获得长期优势。

表9：医疗器械上市公司IPO以来并购情况

上市公司	时间	被并购公司	经营范围	并购金额 (万元)	2010 年净利润 (万元)
鱼跃医疗	2011 年	镇江康利医疗器械	一次性使用无菌注射器 (带针)、一次性使用无菌溶药针、一次性使用输注泵等	200	0.82
	2009 年	苏州医疗器械用品厂	针灸针、可吸收缝合线、采血系列产品等	3,100	936.77
	2008 年	与盐城蒂菱合资成立江苏鱼跃医用仪器有限公司	体温计	鱼跃出资960 万元, 持股比例60%	150.22
乐普医疗	2010 年	重庆卫金帆	大型心血管专用医疗设备等	2,268	211.79
	2010 年	北京思达医用	人工心脏瓣膜	15,000	1,104.11
	2010 年	陕西秦明医学	植入式心脏起搏器	4,810	1,156.61
宏达高科	2010 年	深圳威尔德	B 超设备	35,948	3,401
	2011 年	上海佰金	医疗器械代理销售 (CT、X 光机等)	9,800	24.4

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 45: 鱼跃上市后产品叠加构筑“鱼跃式”成长

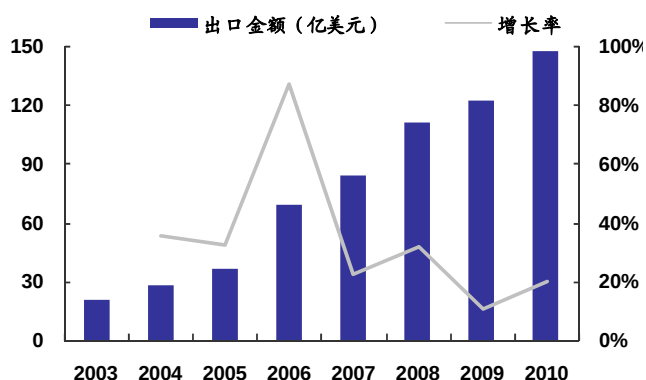


数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

全球控制卫生费用为我国医疗器械出口提供机遇

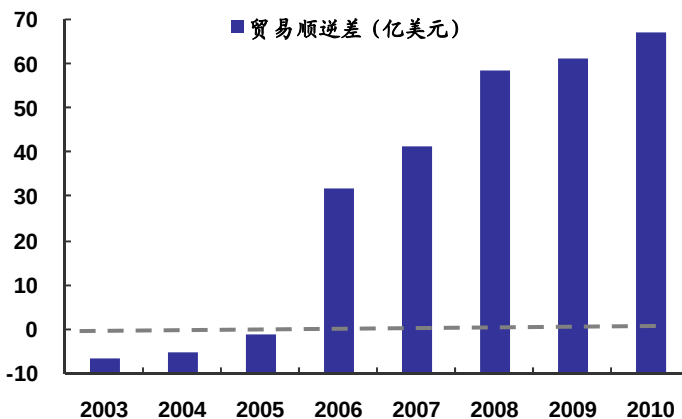
近年来, 我国医疗器械出口增长迅速, 相比于药品, 医疗器械更容易通过规范市场的认证。2006 年首次实现贸易顺差后, 医疗器械出口额进一步扩大。2010 年, 我国医疗器械出口总额为 147 亿美元, 同比增长 20%。

图 46: 中国医疗器械出口情况



数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究

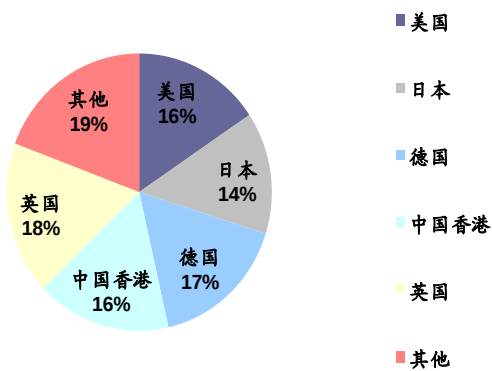
图 47: 中国医疗器械进出口顺逆差情况



数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究

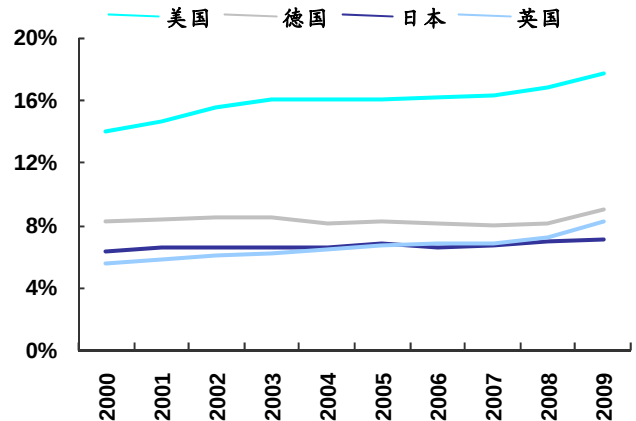
我国医疗器械主要出口对象为美国, 日本和德国等发达国家。在奥巴马推进的美国新医改以及全球各国控制卫生费用过快增长的政策背景下, 我国医疗器械企业有望以价格优势获得大量出口订单。

图 48: 中国医疗器械出口地区分布情况



数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究

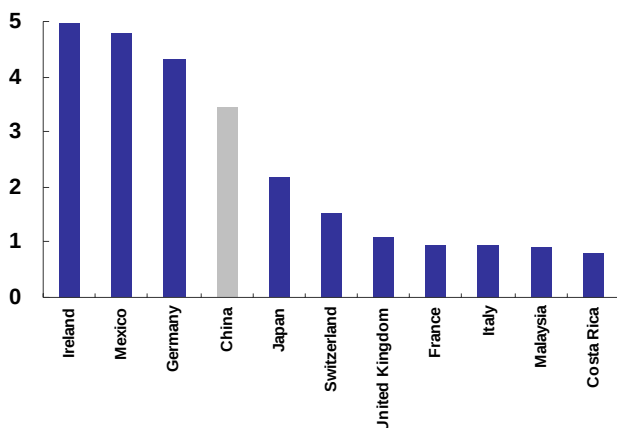
图 49: 主要出口国人均卫生费用占 GDP 比重情况



数据来源: OECD, 国泰君安证券研究

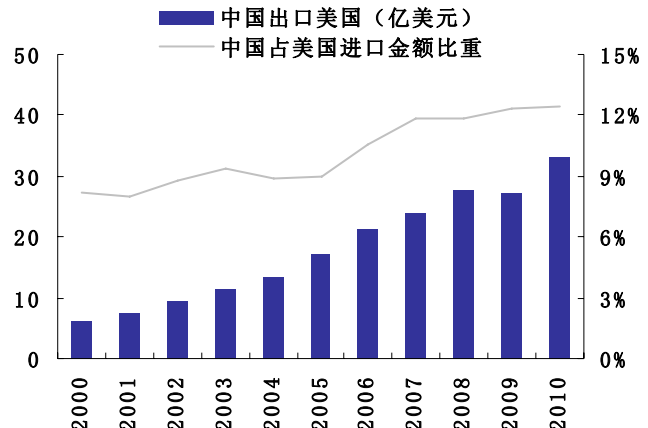
以全球最大的医疗器械市场美国为例，进口中国产品比重已呈现明显增长态势：从 2000 年不到 8% 提升到 2010 年 13% 以上，其中 2010 年进口金额同比 2009 年增长 22%，我国产品在美国已具有一定的市场基础。随着我国医疗器械产业的技术发展以及奥巴马新医改的落实，我国医疗器械出口企业在美国市场上大有可为。

图 50: 2010 年美国从各国进口医疗器械 (十亿美元)



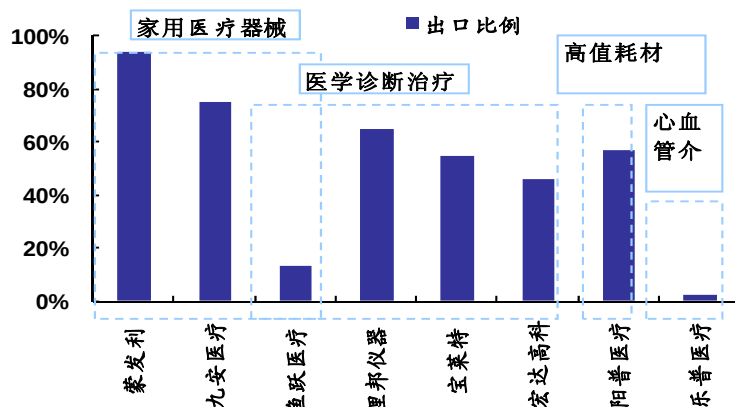
数据来源: US trade, 国泰君安证券研究

图 51: 中国对美国出口医疗器械情况 (亿美元)



数据来源: US trade, 国泰君安证券研究

图 52: 主要医疗器械上市公司产品出口情况



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

重点关注具有渠道+产品优势，不断整合扩张的医疗器械优质企业

建议持续关注具有强大渠道+产品优势，不断并购扩张的细分行业龙头企业**鱼跃医疗**、**乐普医疗**。同时重点关注整合前迈瑞彩超代工厂深圳威尔德，并购优秀医疗器械渠道商上海佰金，带来巨大整合效应和业绩弹性，向医疗器械行业全面进军的**宏达高科**。

图 53：主要医疗器械企业产品和渠道格局



数据来源：国泰君安证券研究

6.2. 医院主题：国退民进，整合扩张

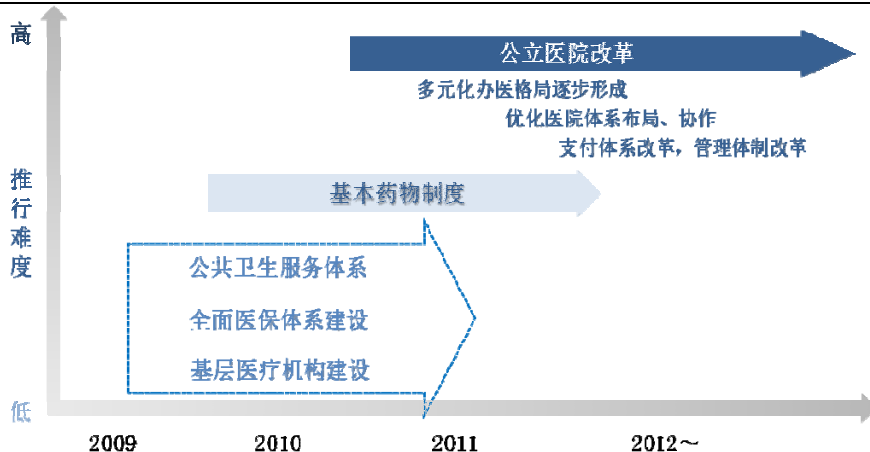
公立医院：下一轮医改的关键堡垒

2009 年 4 月，新医改政策出台，确立了 09-11 年三年改革的 5 项任务。时至今日，三年医改几近收官，公共卫生服务、医保体系建设、基层医疗机构建设已按初期计划实施，基本药物制度在争议中完成进度，而公立医院体系改革刚刚行至十字路口。

- 医保全覆盖、公共卫生服务体系、基层医疗机构是政府投入为主的政策，阻力较小，在 2009-2011 三年医改中顺利推进；
- 基本药物制度整体而言进度符合计划，但实际执行层面由于招标价格过低、品种不足等问题存在争议和变通，各地现存的模式也有一定试点属性，后期可能仍有调整；
- 公立医院改革在 2010 年出台了指导意见，变革初步启动，我们认为公立医院体系将是下一轮医改的关键堡垒。

公立医院体系的改革涉及多个层次，其中推进多元化办医、进一步开放社会资本参与相对而言利益牵连小、绩效体现快，是公立医院改革中推进最快的一项。2010 年 12 月出台了公立医院改革几个领域中的第一份纲领性文件《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》，多元化办医率先步入实质推进阶段；社会资本进入医疗服务领域的行业环境日趋成熟。

图 54: 多元化办医步入实质推进阶段



数据来源：国泰君安证券研究

改革进程：引入社会资本先行

宏观层面：政策渐行渐清晰。2000 年以来，关于社会资本参与医疗服务领域在政策导向层面有两次实质性进展。第一次是 2000 年的《关于城镇医疗机构分类管理若干问题的意见》中提出鼓励民营资本收购、重组现有医疗机构；第二次是 2010 年底的《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》，后者作为公立医院改革几大领域的第一份指导文件，显示多元化办医可能是下一轮医改的突破口之一。

表 10: 社会资本进入医疗领域相关文件

2000.2	《关于城镇医疗机构分类管理的实施意见》	明确了非营利性和营利性医疗机构的界定和分类管理制度。
2000.7	《关于城镇医疗机构分类管理若干问题的意见》	社会资本办医的第一次实质进展： 鼓励投资者通过收购、重组现有医疗机构的方式举办营利性医疗机构和民办非营利性医疗机构。 创造公平环境，发挥民办医疗机构在满足多层次医疗保健需求、调整医疗服务结构和体制创新方面的作用。
2007.5	《卫生事业发展“十一五”规划纲要》	鼓励、引导社会力量积极参与，兴办民营医疗机构，多渠道发展医疗卫生事业，扩大医疗卫生服务供给，鼓励公平、有序竞争。
2009.4	《关于深化医药卫生体制改革的意见》	五项重点工作中，公立医院改革部分提出积极促进非公立医疗卫生机构发展，形成投资主体多元化、投资方式多样化的办医体制。
2010.2	《关于公立医院改革试点的指导意见》	提出加大政府补贴投入，推进多元化办医格局，圈定 16 个城市作为改革试点
2010.12	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》	社会资本办医的第二次实质进展：降低社会资本准入限制，新建医院投资者优先社会资本，优化社会资本办医环境，政府资金投入支持社会办医。
2011.3	《2011 年公立医院改革试点工作安排》	安排思路首先是机制改革，包括管办分开、医药分开、政事分开等；其次是体系建设，主要涉及优化医院布局和协作；同时继续提出推进形成多元化办医格局，改善社会资本举办医疗机构的执业环境。

数据来源：卫生部，国泰君安证券研究所

微观层面：各路资本试水医院资产。我们梳理了 2000 年第一次政策口号以来有代表性的产业资本（以民营资本为主）投资医疗服务业的案例，

与政策方向的逐步清晰相对应，产业资本试水医疗服务行业也在两次导向性政策出台后热情有所提高，第二次进军医疗服务领域的势头刚刚开启。

图 55: 社会资本试水医院资产案例

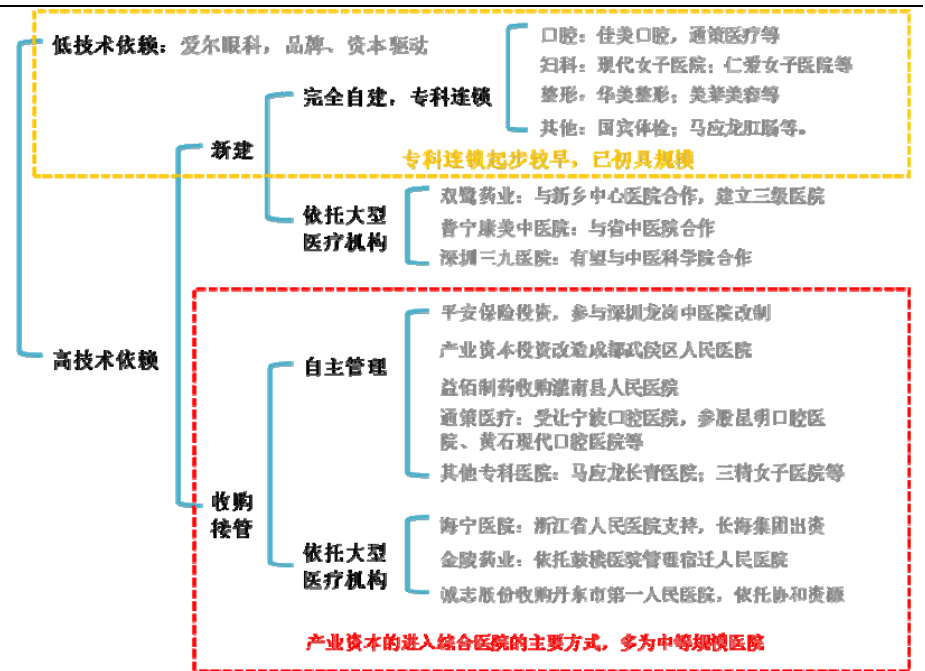


数据来源：国泰君安证券研究

社会资本进入的方式多样，包括收购经营不力的公立医院，自主新建，引入大型医疗机构合作等。通过分析其股东/管理方背景、医院定位、经营模式等，可以发现，医生资源和管理输出是决定产业资本进入方式的核心考量：

- 收购、接管经营不善的医院是主要模式——有现成的医生资源，只需作管理输出；
- 试水领域以中等规模医疗机构为主——较之大型医疗机构，其科学学术属性弱、而资产经营属性强；
- 专科连锁起步较早，是新建医院的主要组成（眼科、肛肠、妇幼、美容等）——医疗技术输出相对容易，以应对医生资源限制；
- 经营综合性医院多是背靠一个大型医疗机构或医院管理集团——解决技术和管理两大问题。

图 56： 专科连锁和收购中等规模医院是重要方式



数据来源：国泰君安证券研究

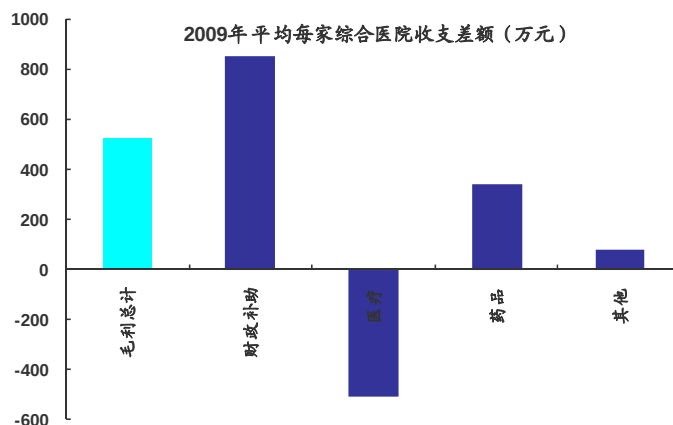
因此，我们推测对于投资方而言，依托自身或合作方（如与大型医疗机构或医疗集团合作）的医生资源和管理输出将是有效利用现有资产、提高医院经营水平的途径，在专科连锁领域体现最为明显；同时，现有医院的改造是较为理想的资本介入方式，而目前这一方式正加速向产业资本打开。

供给效率提升：医疗产业的国退民进

我们认为部分经营不力的省、市属医疗机构、部队医院等，将成为社会资本进入医疗产业提供良好的机会。我们将此理解为医疗产业中部分领域的“国退民进”。目前国内医疗机构的状况与 90 年代后期的地方国有企业类似，而社会资本进入的竞争有望带来供给效率提升，是微观层面对医疗供需局面的突破：

- 产业整体状况类似：90 年代的国有资产经营不善，ROE 极低，国有工业企业总资产负债率 190%；而目前的医疗机构主体--综合医院依靠财政补助维持收支盈余，形成较重的地方财政负担。
- 微观主体内部类似：原国有企业缺少竞争和激励机制，管理者、员工动力不足；而医院经营者同样缺乏良性激励，运营效率低下，灰色链条丛生。

图 57：国内综合医院靠财政补助维持盈利



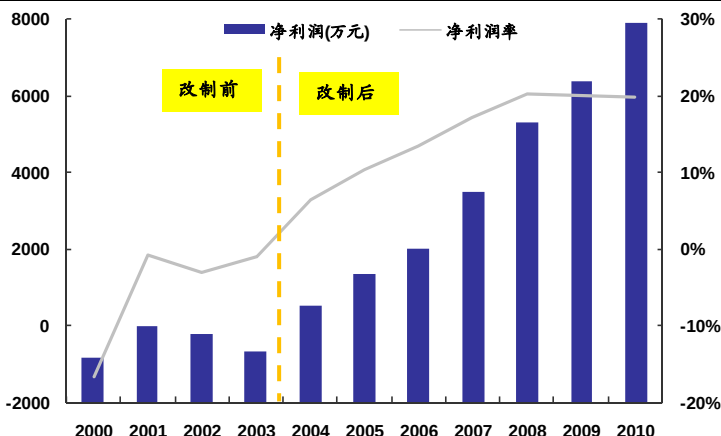
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

在医改进入下一轮攻关的时期，我们推测未来 1-2 年可能是产业资本通过收购方式进入医疗服务领域的高峰期，非部属的医疗机构、尤其是中基层机构，形成地方的财政压力，可能是“国退民进”的主要方向：

- 部属三甲医院多为学术高地，有明显的科研属性，对应 90 年代末强化垄断的战略性产业（军工、钢铁、能源、金融）；
- 而省市属、尤其是中基层医疗机构，对应的是 90 年代末国资退出的竞争性市场（快销、家电、制药等）。这些机构需要提供量大而基础的医疗服务，要求的是供给效率，政府不可能长期支持其低效运转、且难以细化管理考核，较之机制沉疴下的公立方式，自力更生是更可能的方向。

金陵药业参与改制宿迁市人民医院是地区医院提升供给效率和自主盈利能力的成功案例，有极大的借鉴意义。2003 年，金陵药业以 7013 万元取得宿迁市人民医院 70% 股权，并出让出 7% 引入鼓楼医院集团作为管理、技术支持。借鼓楼医院的品牌优势和先进的管理经验、技术力量，宿迁市人民医院经营大为改善，病床使用率从改制前的 70% 提高到 110%，而手术费用不到南京同累医院的 50%。宿迁医院从原来效率低下、亏损的二级公立医院蜕变为一个经营效率高、盈利能力强的三级民营医院。我们建议密切关注有类似参与改制、扩张能力的通策医疗，及未来 1-2 年内其他尝试进入这一领域的上市公司。

图 58：宿迁人民医院改制后盈利能力显著提升



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

同时，我们认为在国内已经过十多年发展的民营专科连锁医院仍有良好前景。如妇科、整形美容、口腔、肛肠等在大型公立医院相对非核心的领域，民营资本的经营效率和服务质量将有发挥空间，而连锁模式的技术输出和品牌影响力将规范、整合专科医疗服务的供给端。我们建议关注未来二级市场可能出现的相应标的。

6.3. 中药消费品：大品牌分享消费升级

三年医改步入承上启下的调整阶段，政策指向存在不确定性，在此时点下，我们认为消费属性医药公司的比较优势有所提升。而品牌中药企业是药品衍生消费范畴中最合适的参与者。

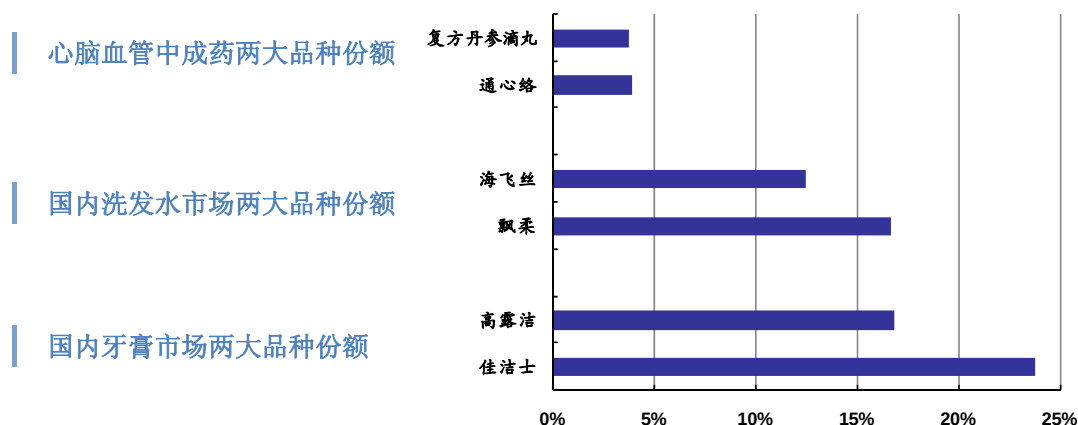
- 首先，品牌中药企业在消费品市场有先天优势：品牌中药企业进入消费品市场有“功能性”形象天然优势，找准切入市场容易实现既有品牌的延伸。
- 同时，这对部分市值较大中成药企业意义重大：消费市场的属性和品牌的嫁接，有望为其迅速提供新的增长点：
 - 消费品市场容易成就大品种：不同于药品市场的高度细分，消费品市场集中度高，强势品牌分割高份额，如白药牙膏、王老吉、念慈庵。
 - 消费品收入成长曲线较药品更陡峭，能够迅速铺开、呈现数年的爆发式增长，对于收入规模较大的公司延续成长性意义重大。

消费品：品牌制胜

由于病症的复杂和治疗的精确性，药品市场总体而言是高度分散的，尤其是缺乏创新药的国内市场。有别于药品市场，消费品市场的集中度较高，强势品牌分割高份额是基本格局。

根据南方所和 Euromonitor 做的统计数据，中成药细分领域心脑血管药市场，两大品种通心络、复方丹参滴丸占比不到 4%，而在牙膏和洗发水市场，大品牌市占率在 10%-20%以上。如洗发水市场，10 亿规模的品牌比比皆是。按 Euromonitor 统计，一线品牌飘柔、潘婷、海飞丝 09 年终端销售额均在 20 亿以上，二线品牌舒蕾、力士、拉芳等也在 10 亿左右。

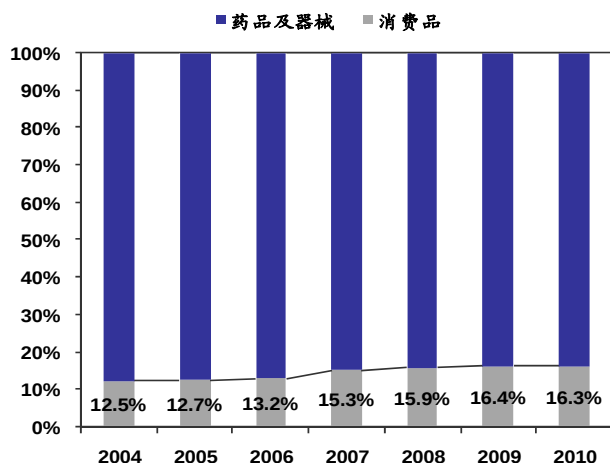
图 59：消费品市场集中度远高于药品



数据来源：Euromonitor，SFDA 南方所

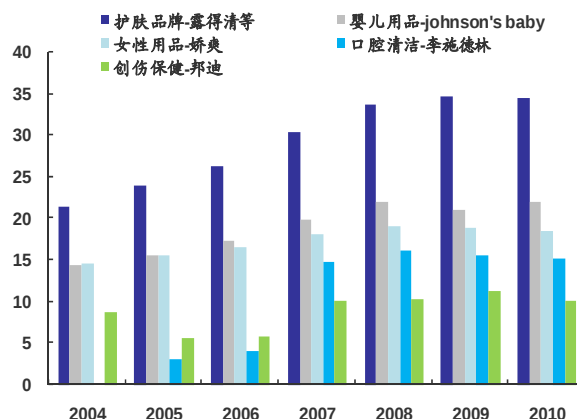
由制药业巨头强生的消费品部门近年发展情况可以看出，成功的消费品品牌为其贡献的收入不亚于一个重磅新药。5大消费品品牌/品类创造收入在10亿甚至30亿美元以上，在公司的收入结构中占比逐年提升，成为强生近年增长的重要驱动。

图 60：强生收入构成中消费品比重呈上升趋势



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 61：强生 5 大品牌/品类贡献高额收入（亿美元）



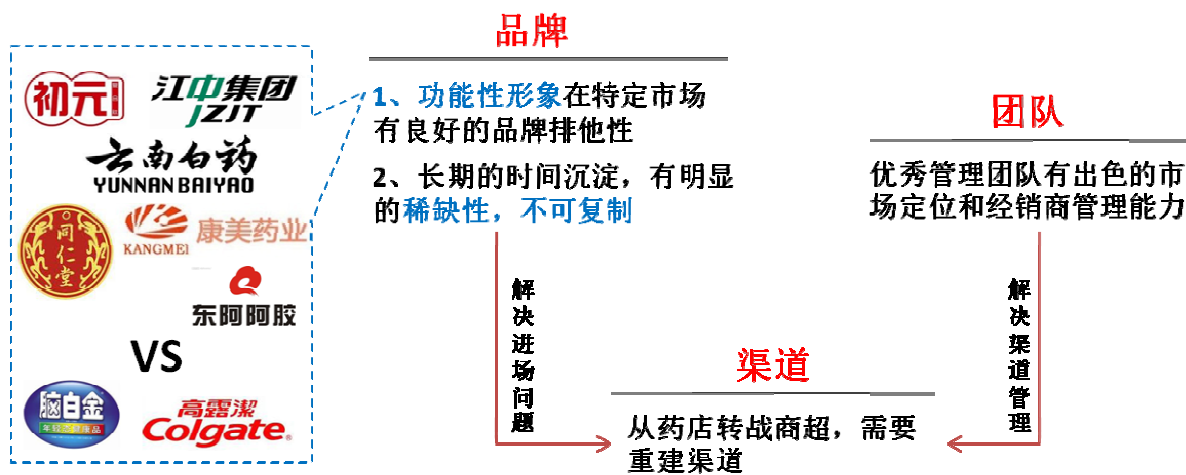
数据来源：公司公告，国泰君安证券

功能性与稀缺性：品牌中药的先天优势

我们理解消费品市场中竞争要素体现在品牌、渠道和团队三方面，其中品牌的功能性联想和稀缺性是核心优势：

- 品牌中药进入消费品市场有先天优势，其功能形象在特定的细分市场有良好的品牌联想力和排他性，云南白药的止血功能、王老吉的降火效果是品牌联想和延伸的典型案列。
- 同时，品牌中药多是有长期的时间沉淀，有明显的稀缺性且难以复制。
- 在既有品牌下，管理团队需要能够捕捉出被忽略的潜在市场，做出良好的形象定位。这一方面，部分品牌中药企业的优秀管理层已成功展现了审视消费市场的独到眼光。
- 营销渠道从药品到消费品将有所转换，但在品牌（解决进场问题）和团队经验（解决经销商管理问题）的支持下，我们相信品牌中药企业并不存在渠道方面的弱势。

图 62: 品牌中药企业在消费品市场有先天优势



数据来源：国泰君安证券

消费品的成长曲线陡峭，迅速扩张构成增长一翼

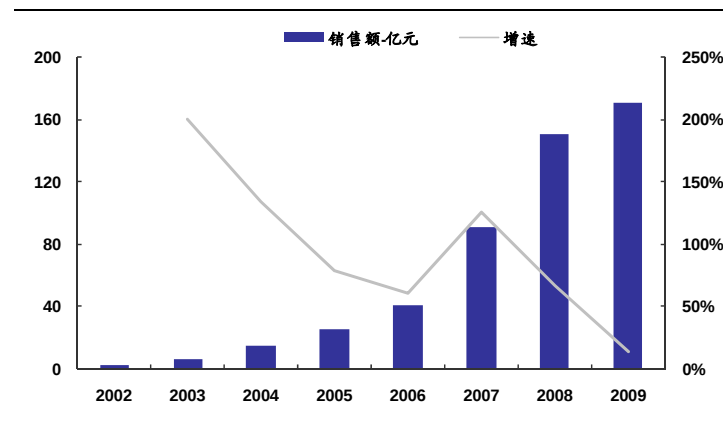
对于规模已经较大的品牌中药企业，消费品市场的空间和渗透速度是其延续高速成长的重要推动力。与药品成长需要长期的学术积累和终端认可不同，消费品在品牌影响和广告的带动下，如果切入市场得当，将会在数年时间迅速渗透，成为现金牛品种。对于规模已经较大的品牌中药企业，消费品市场的空间和渗透速度是其延续成长重要推动力。

王老吉在 2002 年以前多年仅有 1-2 亿销售额，在广东、浙南作为降火药“凉茶”销售。在公司转型定位为去火饮品并展开地面广告营销后，多年保持 50% 以上的爆发式增长，到 2009 年已实现 150 亿的收入。

白药牙膏也体现了类似的增长曲线，销售收入从 2005 年的 8000 万迅速蹿升到 2010 年的 10 亿元；与此相对应的，白药气雾剂作为运作非常成功的品牌中药，在经历十年增长后收入规模刚步入 5 亿元。

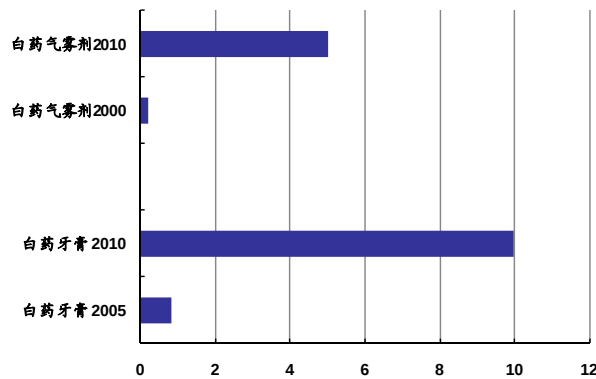
江中健胃消食片也体现了从药品到消费品的定位转变带来的市场容量跃迁。产品定位从 2002 年以前的“治疗消化不良”逐步泛消费化为如今的“饭后嚼一嚼”，成就了两次收入的飞跃，其面对的市场容量和产品短时间的爆发力远非“治疗消化不良”用药可比。

图 63: 王老吉 2002 年以来持续保持爆发式增长



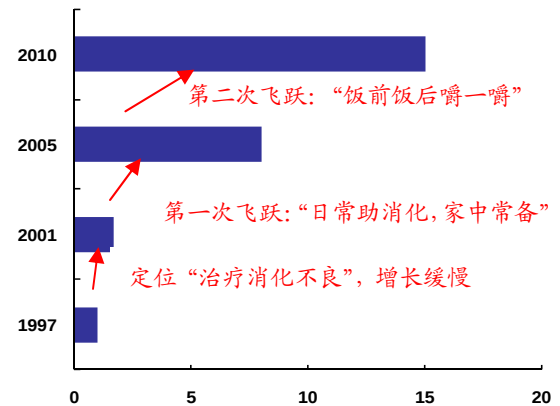
数据来源：Achieve Marketing，国泰君安证券研究

图 64：白药牙膏体现出良好的扩张能力



数据来源：公司资料

图 65：健胃消食片消费化定位带来销售飞跃（亿元）



数据来源：公司资料

核心标准：品牌影响力、延伸性及管理层

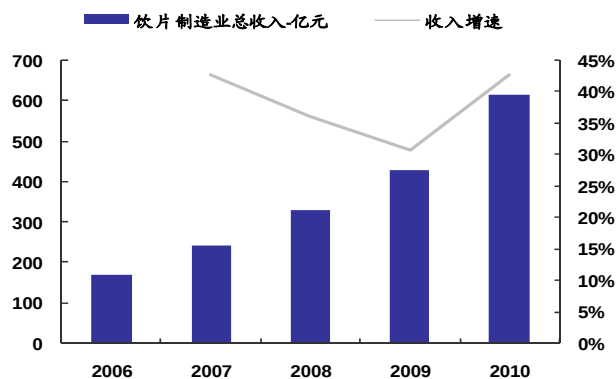
在尝试进入消费品市场的医药企业中，成功的模式将能够利用现有品牌的功能性属性嫁接到合适的细分市场。我们认为需要关注的要素及对应的公司是：1、有良好的品牌形象和影响力，进入消费品市场不存在知名度和信任度障碍，如云南白药、东阿阿胶；2、品牌的延伸性和联想空间大，具备通过药品品牌构建消费品品类的基础，代表公司如同仁堂、康美药业；3、出色的管理团队，能够敏锐捕捉潜在的市场，具备丰富渠道商管理经验。

- **东阿阿胶：**阿胶块继续价值回归主线，年初提价整固后逐步恢复出货量；同时围绕阿胶浆、桃花姬固元膏等阿胶衍生品种进行了市场定位规划和渠道建设，公司从经营单一产品跨入运作“东阿阿胶”滋补品牌的阶段。滋补消费品市场空间广阔，我们看好阿胶品牌通过逐步丰富的产品品类开拓更大市场。
- **云南白药**从药品主导逐步转向健康消费品市场，将“云南白药”赋予了更广泛的内涵，在更加广阔的市场平台上构建产品群。同时新的大药品事业部统一调整规划，生产、销售资源将得到更好的利用。
- **同仁堂**拥有传统中药第一品牌和丰富的独家药方两大瑰宝，在管理层激励制度改变后，品牌和品种资源的价值将在处方药、OTC、消费品三大领域充分体现，盈利能力和成长性有望提升。

6.4. 中药材行业整合在即

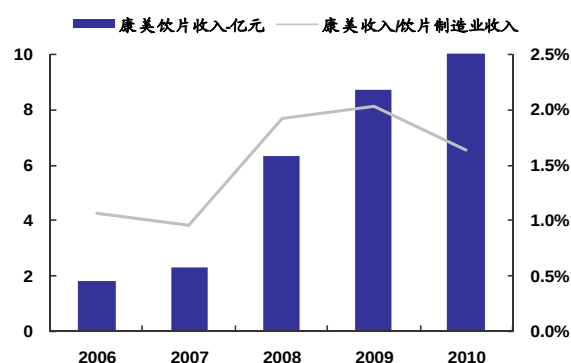
中药饮片行业受政策扶植，在药品市场领域属于政策风险小、成长稳定的子行业，近年行业收入在 30%-40% 区间高速增长。行业格局分散，龙头企业康美药业份额仅 2% 左右。今年药材价格的飙涨和“硫磺当归”等质量问题频出，显示药材的交易、加工环节都亟须大型企业主导行业的整合规范。即将出台的“中药产业十二五规划”将着手规划药材储备制度，并扶植一家大型企业主导行业的规范、整合。

图 66: 中药饮片行业增速稳定 (亿元)



数据来源: 统计局, 国泰君安证券研究

图 67: 康美份额提升, 基数仍低



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

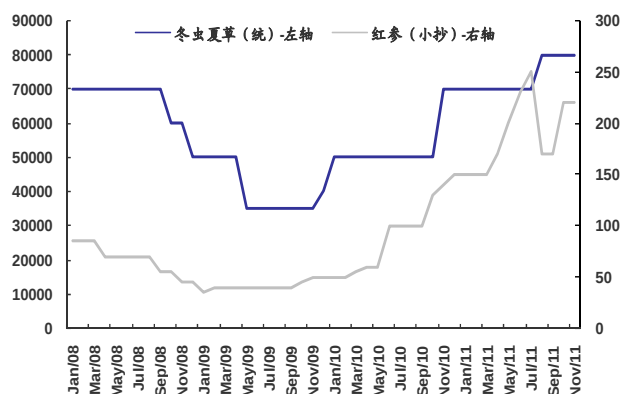
康美药业作为龙头企业,在中药材产业的规范化、规模化演进的过程中,既是重要的参与者,也是受益方。公司一方面积极向中上游延伸,整合、规范药材种植和交易,掌握药材资源;同时向下游渗透,利用康美的药材资源发展消费品牌,贯通中药饮片上下游“中药材、中药材交易-中药饮片-医院、OTC、消费品”的产业链一体化模式初具规模。

公司药材贸易业务规模较大,而药材价格在通胀回落的大背景下整体下跌,导致投资者对贸易业务盈利持续性和扩张前景的担忧。我们认为:

精选贵细品种的盈利性依然良好:公司基于信息优势,有良好的品种选择能力,即使大宗药材整体价格回落,部分品种如贵细药材虫草、红参等价格基本稳中有升。

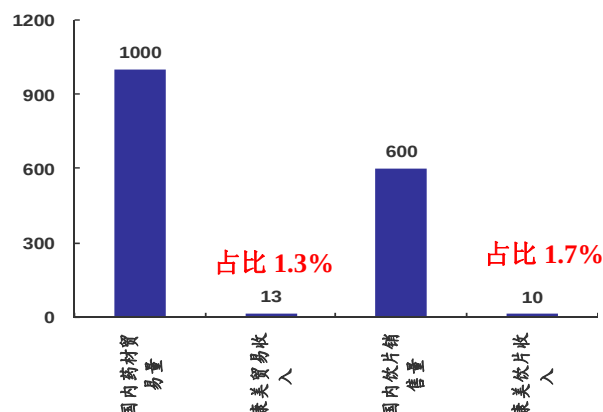
同时,公司的药材贸易业务规模份额仍很小:根据新华网的报道,亳州药市2010年交易量约200亿元,全国约1000亿,康美的贸易份额仅1.3%,尚不及公司饮片业务的份额。作为着手建立几大药材交易市场的行业整合者,规模的提升短期内不会触到天花板。

图 68: 贵细药材价格维持良好



数据来源: 中药材价格信息网

图 69: 康美药材贸易规模尚小 (亿元)



数据来源: 新华网, 公司资料

公司中药饮片业务终端需求良好，长期受产能扩张缓慢的制约。明年将进入公司中药饮片产能的集中释放期，成都基地和大兴基地有望在年初投产，亳州基地也将逐步达产，预计明年饮片产能增速将达到 50%以上数据需要确认，各个基地的产能投放进程，以前总不能按期完成。较前几年将明显提速。

表 11：康美药业饮片产能将集中释放

建设项目	投产时间	产能（吨）
普宁一期	2002	4000
普宁二期	2007	8000
亳州基地	2012 逐步达产	20000
北京隆盛堂	2011	3000
北京大兴生产基地	2012 年初	6000
成都生产基地	2011 年底 12 年初	5000
四川阆中	2012	估计 5000

数据来源：公司资料

附：重点关注公司盈利预测及估值

分类	证券代码	公司名称	现价(元)	每股收益(元)			市盈率(X)			目标价 (元)	投资评级
				2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E		
品牌中药	000423	东阿阿胶	47.5	0.89	1.36	1.82	53	35	26	56	增持
品牌中药	000538	云南白药	58.9	1.33	1.77	2.29	44	33	26	68	增持
品牌中药	600085	同仁堂	16.3	0.66	0.35	0.45	62	46	36	21	增持
中药	600518	康美药业	13.6	0.42	0.51	0.68	42	27	20	18	增持
现代中药	600535	天士力	43.0	0.92	1.32	1.58	49	33	27	47	增持
现代中药	600557	康缘药业	15.8	0.43	0.55	0.73	37	29	22	17	谨慎增持
现代中药	600594	益佰制药	18.6	0.55	0.72	0.92	34	26	20	20	谨慎增持
国际生产转移	002099	海翔药业	22.9	0.53	0.70	0.89	43	33	26	27	增持
国际生产转移	600267	海正药业	35.7	0.76	0.99	1.38	51	36	26	45	增持
国际生产转移	600521	华海药业	14.8	0.21	0.46	0.59	85	32	25	19	增持
医疗器械	002144	宏大高科	16.4	0.32	0.46	0.64	62	36	26	20	增持
医疗器械	002223	鱼跃医疗	25.9	0.64	0.61	0.87	66	42	30	30	增持
医疗器械	300003	乐普医疗	17.7	0.51	0.62	0.73	35	28	24	20	谨慎增持
医疗器械	300216	千山药机	38.7	0.90	0.96	1.58	57	40	24	47	增持
医药流通	000028	一致药业	27.6	0.91	1.16	1.42	30	24	19	33	谨慎增持
医药流通	601607	上海医药	14.9	0.69	0.74	0.92	29	20	16	17	谨慎增持
医药流通	000963	华东医药	28.5	0.73	0.94	1.17	39	30	24	33	增持
医院主题	000919	金陵药业	9.7	0.38	0.45	0.56	25	22	17	14	增持
医院主题	300015	爱尔眼科	26.2	0.45	0.41	0.62	93	64	42	30	增持
生物制药	300204	舒泰神	55.8	1.15	1.30	1.92	65	43	29	58	谨慎增持
生物制药	002007	华兰生物	26.2	1.06	0.94	0.82	25	28	32	29	谨慎增持
高端专科药物	002038	双鹭药业	34.7	1.08	1.45	1.32	48	24	26	41	增持
高端专科药物	002262	恩华制药	20.6	0.33	0.45	0.64	63	46	32	25	谨慎增持
高端专科药物	600276	恒瑞医药	30.9	0.97	0.80	1.01	48	39	31	35	增持
高端专科药物	600079	人福医药	22.3	0.46	0.63	0.78	51	35	29	26	增持
保健品	300146	汤臣倍健	87.5	2.25	1.96	2.74	104	45	32	96	增持

数据来源：wind，国泰君安证券研究，截止时间 2011 年 11 月 16 日

作者简介:

李秋实:

执业资格证书编号: S0880511110001

电话: 010-59312730

邮箱: liqiushi011821@gtjas.com

易镜明:

执业资格证书编号: S0880511010019

电话: 021-38676779

邮箱: yijingming@gtjas.com

张一甫 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110090086

电话: 021-38674755

邮箱: zhangyifu008741@gtjas.com

郑磊 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110110074

电话: 021-38674750

邮箱: zhenglei008193@gtjas.com

徐志华 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880111090055

电话: 021-38674937

邮箱: xuzhihua@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

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 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		