

医药生物行业 2012 年年度报告

评级：增持 维持评级

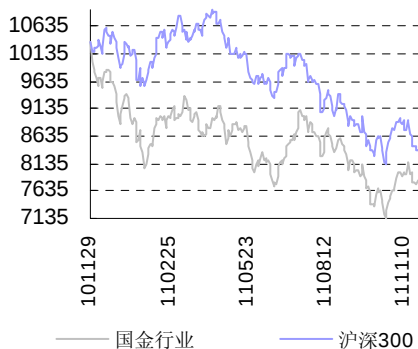
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

给点阳光，就会灿烂；

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	62.54
市场优化平均市盈率	22.26
国金医药生物指数	7783.48
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19
深证成指	11568.17
中小板指数	5831.45



相关报告

1. 《2011 年三季报业绩总结；》，2011.11.1
2. 《2011 年中报业绩总结；》，2011.9.1

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号：S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

李龙俊 分析师 SAC 执业编号：S1130511030032
(8621)61038315
lilj@gjzq.com.cn

研究体系

- **收入分析：**从医保的角度理解收入的增长。医保投入是行业销售规模上限的决定因素，当医保支出率接近上限的时候，行业销售的增长与医保规模的增长有较强的相关性。我们目前正在进入这个阶段。
- **利润分析：**从价格的角度理解利润的增长。当药价调控到招标价时，类似基药降价的政策会对行业利润产生重大影响。我们通过对明年价格政策悲观、中性、乐观的敏感性分析，呈现了明年行业利润可能的增长情况。

行业观点

- **医保控费可能导致明年行业收入增速回落：**目前全国的医保支出率已经攀升到 80%以上，在需求持续增长的预期下，未来控费是必然的选择。因此我们判断按病种收费、引导需求下沉可能是影响明年收入增长的重要政策。根据医保决定收入的理论，在控费的背景下行业销售增速将逐步回落，像今年 30% 的高增长较难维持。我们预测明年行业收入增长 22%。
- **降价政策不再恶化利润增速将逐步回升：**我们判断基药的降价政策已经到底，明年最悲观就是维持现状，反之可能向上修正。现在不确定的是医保招标是否会延续基药思路。我们据此进行了利润的敏感性分析，按照基药招标不变、医保招标不变的中性假设，明年行业利润增长 24%。

投资策略

- **控费、降价的行业背景决定了明年医药投资是恢复性行情：**医药板块已经度过了一年的紧缩期，也经历了类似基药降价这样极端性的政策出台，我们认为现在产业处在最困难的时刻。我们从三季报的数据读出，收入已经在恢复，利润还在筑底。在我们的中性假设下，我们判断政策不会再恶化，利润增长情况也将在 1-2 个季度内恢复。因此，2012 年医药行业相对于今年而言将是一个比较稳定的局面，医药行业的成长性投资得以恢复。
- **投资的弹性将依赖于政策的松紧：**大的政策趋势已定，但期间可能会有松紧的波动：松可能体现在基药极端降价政策的修正；紧可能体现在部分省份医保招标政策的恶化。松紧当中将是投资医药板块的收益所在，因此明年对政策的节奏把握很重要。给一点阳光，就会灿烂；多一些乌云，就很惨淡。

个股思路

- **遵循产业的趋势，投资个股：**从我们的投资策略可以看出，我们处在对医药政策变动的不确定当中。在这样的情况下，我们必须选择符合明年行业趋势的个股，无论政策向上或者向下修正，他们的收益或者风险都是我们最佳的选择。我们对行业收入增速 22%、利润增速 24% 的预测是一个中性判断，个股的波动方向也将围绕对这个中性判断的修正而展开。我们把本文的逻辑，延伸到个股的对应上去，汇总了 2012 年个股研究思路如下：
- **1) 首推独立于政策的个股：**海正药业、康美药业、爱尔眼科、东富龙、迪安诊断、瑞康医药；**2) 其次推荐受益需求下沉及成本下降的中药：**云南白药、昆明制药、同仁堂、华润三九、江中药业；**3) 关注医保控费利好的国产化学仿制药及创新型品牌药：**恒瑞医药、恩华药业、人福医药、华东医药、莱美药业；**4) 追求政策放松的弹性品种：**科伦药业。

风险提示

- 情景假设的悲观情况。

内容目录

引子：反思、奉献、启发	4
搭建 2012 年医药策略研究逻辑分析框架	4
收入增长分析方法	4
利润增长分析方法	4
收入看什么？看医保！2012 我们不乐观	5
理论一：医保支付是行业销售增长的最终决定力量	5
理论二：医保与行业销售收入增速关联性很高	6
未来的医疗需求状况决定了医保压力逐步增加	7
现状 1：城镇医保基金支出率持续上升	8
现状 2：新农合的支出率维持高位	10
我们的判断：医保支出控制是大趋势	11
结论：医保支出控制拉动行业收入增速回落	11
利润看什么？看价格！2012 我们不悲观	12
基药价格政策已经到底，只会向好	12
医保降价是一大悬念，我们判断明年继续“隔靴搔痒”	14
药品价格对行业收入和利润影响敏感性分析	16
结论：只要医保价格不降，明年利润增速逐步恢复	17
2012 年在控费、调价背景下影响投资的关键趋势判断	17
趋势一：从控费角度看，按病种收费将执行	17
趋势二：从控费角度看，引导需求下沉是方法之二	21
趋势三：从利润角度看，极端性的降价要缓解，稳定的降价是常态	22
趋势四：从利润角度看，成本下降会是明年加分项目	22
2012 年医药行业投资策略：在政策的松紧中博取收益	23

图表目录

图表 1：2012 年国金医药行业研究体系框架图	5
图表 2：我国医药行业销售收入与费用来源关系图	6
图表 3：医药行业收入增速与（政府卫生支出+城镇医保支出）的对应关系	6
图表 4：我国未来四十年人口结构预测	7
图表 5：我国医疗机构诊疗人次数	7
图表 6：我国医疗机构入院人次数	7
图表 7：我国卫生总费用	8
图表 8：我国卫生总费用占 GDP 比重	8
图表 9：我国整体医保基金账户情况和预测	9

图表 10: 2004-2010 各地城镇医保基金支出一览.....	10
图表 11: 新农合医疗保险历年支出	11
图表 12: 基本药物各省中标价格	12
图表 13: 各省基药招标方式.....	12
图表 14: 基本药物各省招标进度	13
图表 15: 基本药物各省中标价格	14
图表 16: 2011 年 8 月部分医保降价品种与实际中标价格比较.....	15
图表 17: 各省份明年医保招标时间表统计	16
图表 18: 2012 年药品价格对行业收入利润影响敏感性分析	17
图表 19: 日本医院参加 DPC 支付制度的床位数统计.....	19
图表 20: 5 大仿制药上市公司营业利润.....	19
图表 21: 三种抗真菌抗病毒药物的进口药、仿制药价格对比	19
图表 22: 进口和合资药物占我国制药工业百强比重.....	20
图表 23: 合资进口药物占各用药领域市场份额	20
图表 24: 2010 年 11 月部分单独定价品种最高零售价格调整	20
图表 25: 农村乡镇卫生院及医疗服务情况.....	21
图表 26: 社区卫生服务情况.....	21
图表 27: 中药材价格下降是大趋势	22
图表 28: 主要中药材品种价格已经下降.....	22
图表 29: 中药制造业毛利率已经开始回升	23
图表 30: 2012 年选股策略.....	24
图表 31: 国金生物医药行业股票池.....	24

引子：反思、奉献、启发

- 2011 年应该在医药研究的历史上留下浓重的一笔。至今行业近 20% 的跌幅让投资者和分析师陷入沉思：医药怎么了？耳边回荡着伟大的分析师“黄金十年”的呐喊，看着聪明的投资者“节节攀高”的医药配置比率，我们是否该做一些反思。反思我们为什么对行业趋势集体性失语，反思我们是否陷入了长期看好的惯性思维中，反思我们是否还能无视行业赌上一家公司而一战成名，反思我们是否在浮躁的医药研究中尚需一点点逻辑和理性。
- 2011 年国金医药团队对行业的奉献我们最想谈及《医药投资理论研究专题报告（三篇）》，这是我们对工作的反思而得出的成果，我们也很高兴看到由此引发了同仁们对此类研究的深入和探讨。国外的经验纵然不能照搬到国内，但却对我们年轻的医药投资有方法论的作用，其中的一些观点在今天看看尤为恰当：“医药价值不在防御而在成长”“新药是永恒的主题”等等。
- 2012 年的医药行业策略报告，我们希望延续反思的态度和奉献的思路，继续探讨医药行业的投资思路。我们首次尝试从医保的角度理解销售收入的增长，从价格的角度理解利润的增长，希望能够以此形成一个适合中国国情的医药行业分析框架。这是我们的尝试，不求准确无误，但求对您的投研有所启发。

搭建 2012 年医药策略研究逻辑分析框架

收入增长分析方法

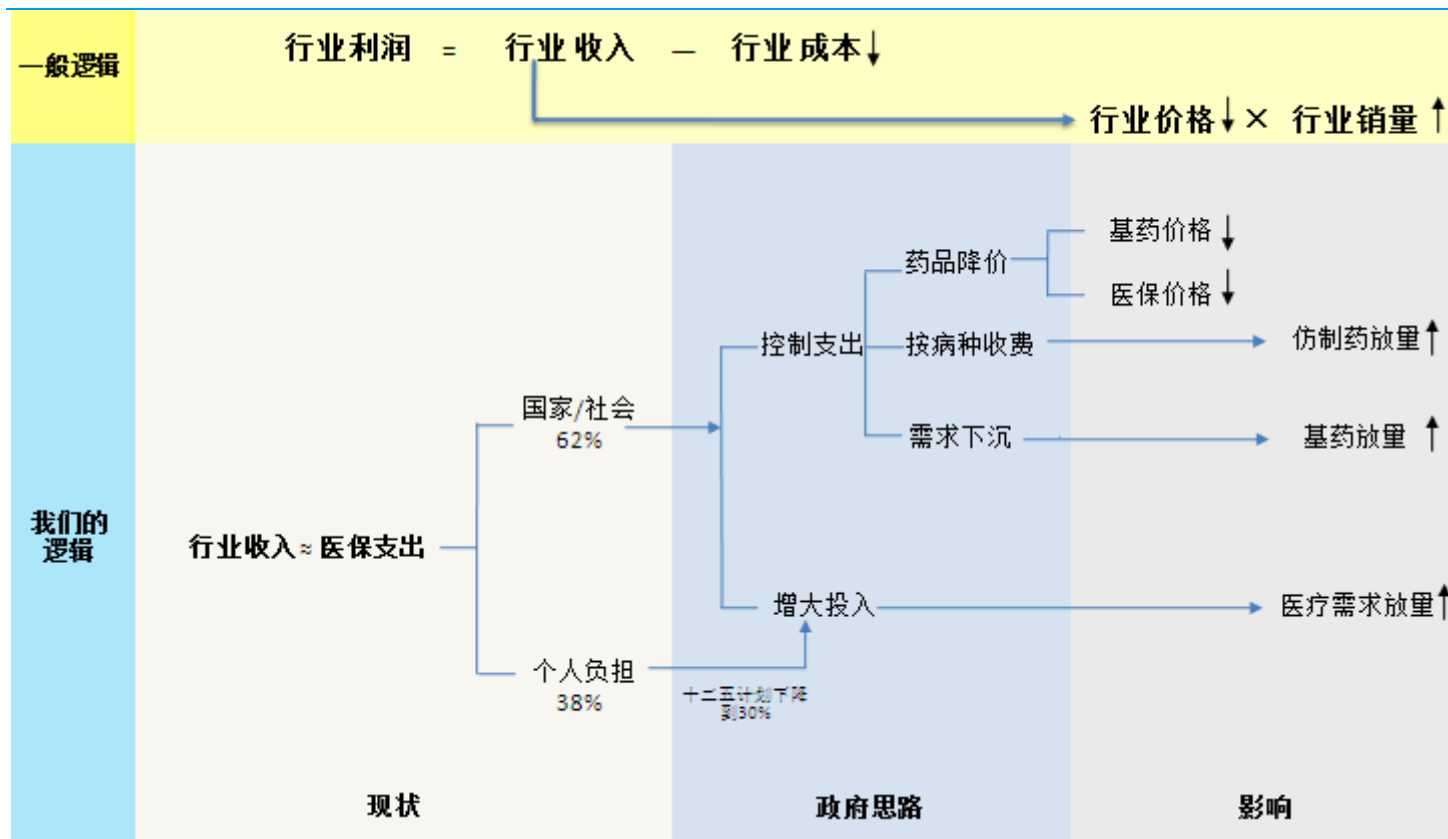
- 按照传统的思路，销售收入=药品价格×销量+创新溢价（我们专题研究一的结论）。医疗需求是持续增长的态势，药价我们认为从趋势上看是向下的，新药永远是增量。那么收入的增长情况，取决于正负因素的影响。从国外十年的经验看，量的释放都远超价格增长，从而导致收入持续增长。这是一个正常的思路。
- 但是医药行业的特殊性决定了行业收入增速不可能无限制增长，这种特殊性体现为医保的限制。行业的销售最终被患者消费，但支付的支付方式医保占了多数，尤其是在全面医保的政策背景下（见图表 2）。但医保的收入增长是稳定的，所以行业销售的变动情况最终会被限制在医保的框架之内，无法逾越。当医药行业的消费支出距离医保收入还有较大空间时，行业可以自由发展；但是一旦支出接近或者超过医保收入时，行业的发展必须与医保保持一致。
- 目前全国的医保支出率已经达到 80% 以上，这意味着行业销售收入与医保之间的关联性到了非常高的程度（见图表 3）。医保收入大幅增长的时候，行业销售收入增长很快；反之亦然。
- 因此我们认为现在行业收入增长大的趋势看医保，小的波动看价格和需求。

利润增长分析方法

- 利润=（药品价格—药品成本）×销量，在需求稳定增长的情况下，影响利润的核心要素无非是价格和成本，这里的分析就比较简单。正常情况下，没有新药的贡献价格是缓慢下降的趋势，但这种下降往往会被成本下降（或者规模效应）给稀释。但是，一旦政策的手进来以后，情况可能就不一样了。
- 去年以来的基本药物政策，直接导致招标价 40% 的降幅，出厂价也势必大受影响，如果这种降幅再加上成本的上涨，2011 年的悲惨状况就此发生了。

- 为了分析利润的波动对价格成本的敏感性，我们后文专门做了假设分析，可见正文（见图表 18）。

图表1：2012 年国金医药行业研究体系框架图



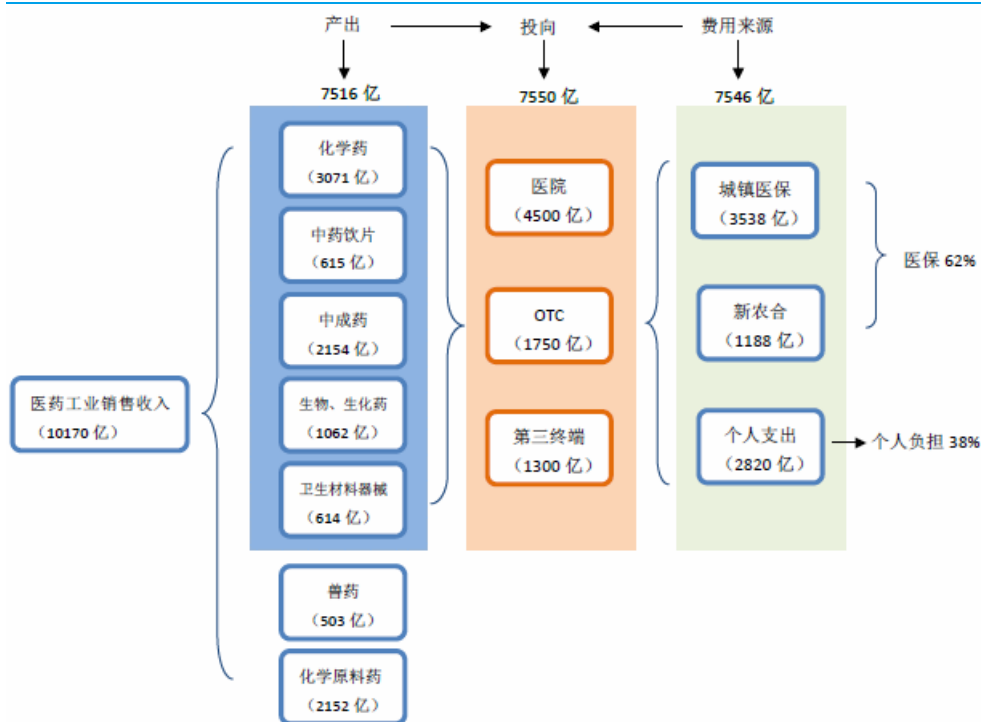
来源：国金证券研究所

收入看什么？看医保！2012 我们不乐观

理论一：医保支付是行业销售增长的最终决定力量

- 统计局数据显示，2010 年医药工业销售收入为 10170 亿元，其中化药、中药饮片、中成药、生化、卫生材料器械五大类销售收入 7516 亿元。
- 南方所统计 2010 年医院、OTC 和第三终端（基层市场）药品收入分别为 4500 亿、1750 亿和 1300 亿左右，所占比重约为 60%、23%和 17%，合计 7550 亿元。
- 从人力资源与社会保障部门统计的医保费用来看，城镇医保+新农合支出为 4726 亿，所占比重约为 62%，个人支出约为 2820 亿，占总费用的 38%，合计为 7546 亿元。
- 上述三方统计数据天衣无缝的吻合，我们认为，医保是行业销售的最终买单方，是撬动行业销售增长的杠杆，对全行业的增长产生核心推动力。

图表2：我国医药行业销售收入与费用来源关系图

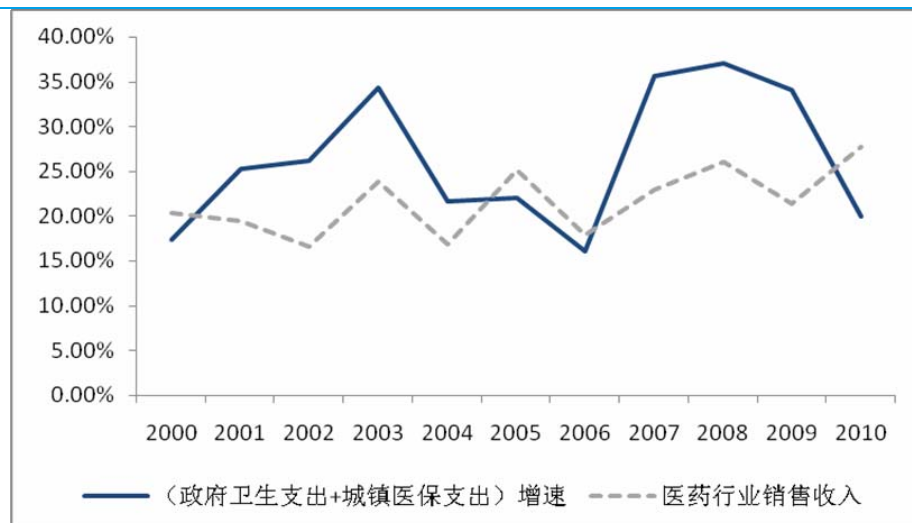


注：医药工业销售收入为 2009.12-2010.11 月数据，投向及费用来源为 2010 年全年统计数据。合计数有略微差别。来源：国金证券研究所

理论二：医保与行业销售收入增速关联性很高

- 实证检验：政府卫生费用支出+城镇医保支出投入的增速与医药行业销售收入增速走势惊人的一致。2007-2009 年政府和城镇医保支出高增长一方面是由于全民医保覆盖投入增加，另一方面是 8500 亿的医改财政资金投入，总体增长趋势一致。由此可见，医药行业发展与政府支出，政策改革步伐一致。

图表3：医药行业收入增速与（政府卫生支出+城镇医保支出）的对应关系

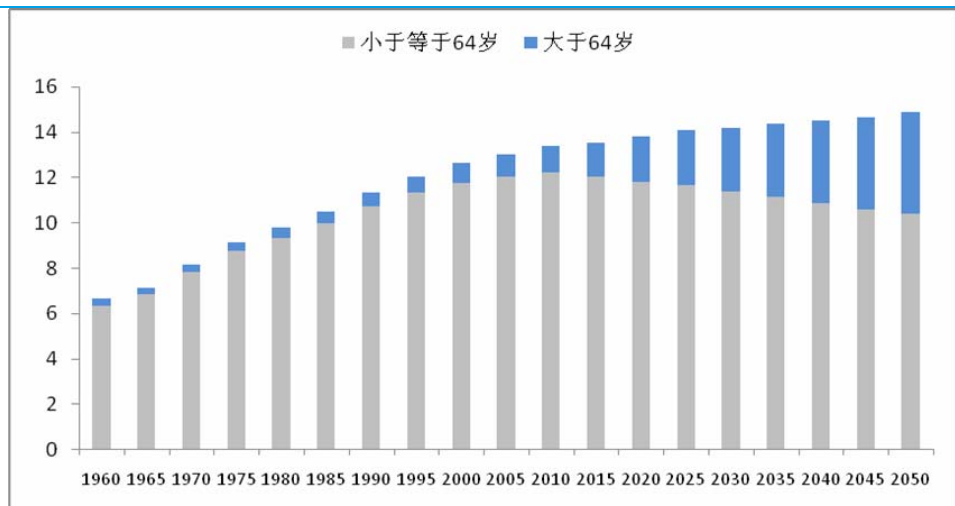


注：政府卫生支出包括公共卫生服务经费和公费医疗经费，城镇医保支出包括城镇职工和城镇居民。来源：国金证券研究所

未来的医疗需求状况决定了医保压力逐步增加

- 支撑我国医药行业稳定增长的重要因素是我国大步向前的老龄化步伐。老年人是医疗服务和药品消费的主要人群，2010年，我国65岁以上的老年人口比例已经占到8.87%。根据“OECD的人口发展预测”认为：到2030年，中国65岁及以上人口占比将超过日本，成为全球人口老龄化程度最高的国家。

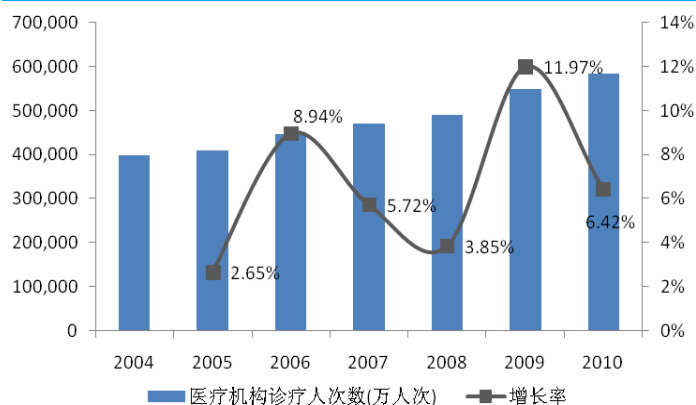
图表4：我国未来四十年人口结构预测



来源：《中国人口老龄化发展趋势预测研究报告》、国金证券研究所

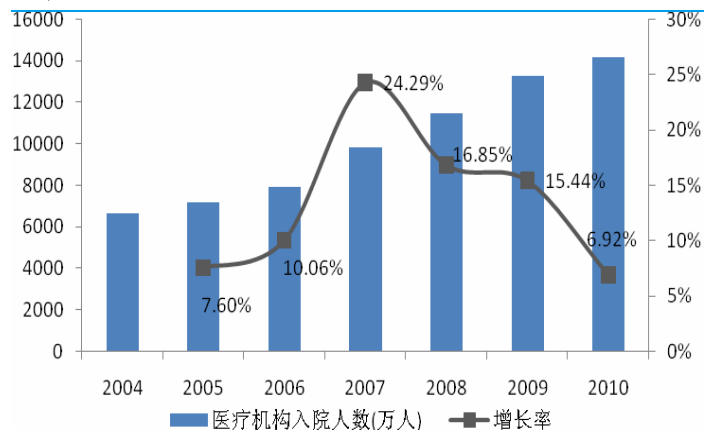
- 随着人口老龄化和我国医疗保障体系的不断健全，医疗机构就诊人次在不断增长。

图表5：我国医疗机构诊疗人次数



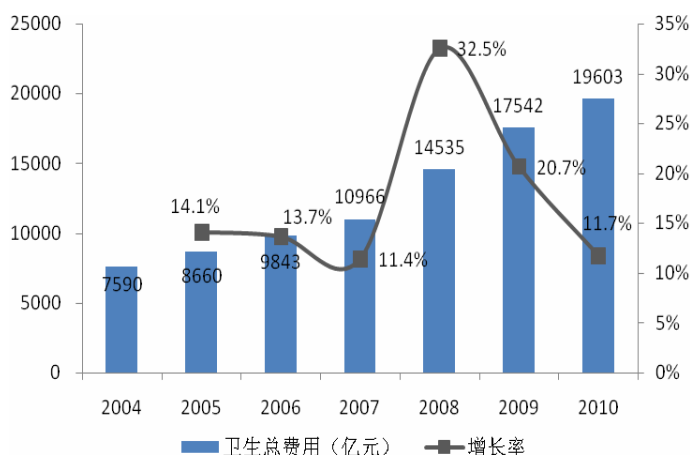
来源：卫生统计年鉴、国金证券研究所

图表6：我国医疗机构入院人次数



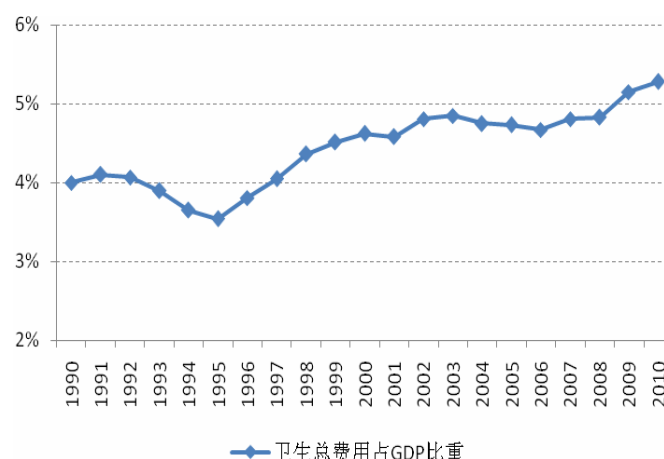
- 伴随着我国医疗水平的提升，卫生设施建设投入的加大，公共卫生体系的健全，我国卫生总费用正在以远高于GDP的速度增长。

图表7：我国卫生总费用



来源：卫生统计年鉴。国金证券研究所

图表8：我国卫生总费用占GDP比重



- 持续释放的医疗需求为医药产业带来勃勃生机，但由此带来的过快增长的医保支出也让政府财政和经济发展产生了压力。

现状 1：城镇医保基金支出率持续上升

- 城镇（城镇职工和城镇居民）医保制度改革 15 年，医保支出增长逐步超过收入增长。
 - 1993-1999 年：1993 年之前没有国家层面的医疗保险制度。1995 年，全国医疗保险制度改革试点启动，对象主要是针对城镇职工，参保人数非常少。截止 1998 年，城镇职工参保人数仅为 1878 万。这一阶段，医保支出率维持在 75%-85% 之间波动，医保收支基本稳定。
 - 1999-2006 年：国务院于 1998 年 12 月下发了《国务院关于建立城镇职工基本医疗保险制度的决定》（国发[1998]44 号），部署全国范围内全面推进职工医疗保险制度改革工作，要求 1999 年内全国基本建立职工基本医疗保险制度。国家基本医保制度逐步建立完善，此后每年参保人数大幅提升，到 2006 年已有 1.57 亿城镇职工参保。人均筹资费用达到历史最高 1111 元，由于基金收入的快速增长，支出率比有所下降，维持在 65%-75%，但支出的总体趋势在增加。
 - 2007 年-至今：2007 年，劳动和社会保障部启动大病统筹为主的城镇居民基本医疗保险试点，以低水平、广覆盖的思路开启全民医保的时代。不属于城镇职工基本医疗保险制度覆盖范围的中小学阶段学生、少年儿童和其他非从业城镇居民，都可以参加城镇居民基本医疗保险。城镇职工参保人数保持较为稳定的上升，而城镇居民参保人数则迅速扩充。到 2010 年，已有 2.37 亿城镇职工和 1.95 亿城镇居民参保。由于城镇居民的缴费比例很少，人均筹资额逐年下降，2008 年开始，医保基金的支出已经超过收入增长。
- 从目前来看，城镇医保基金结余情况尚可。但是从我国人口结构上看，如按照现在趋势继续发展不加以控制，未来医保入不敷出是大势所趋。
 - 目前城镇居民的参保率已经接近饱和，假设城镇职工参保人数每年增长 5%，政府补贴人均筹资额 15% 增长，消费支出预计年增长 25%，以此测算全国医保基金在 2014 年将达到收支平衡点，2019 年则将全部亏空。

图表9：我国整体医保基金账户情况和预测

年份/内容	基金收入	基金支出	累积结余	收入增长	支出增长	支出率	人均筹资额	城镇职工参保人数	城镇居民参保人数	全国城镇参保总人数	参保人数增长
1993	1	1	0			92.89%	49	290	0	290	
1994	3	3	1	119.86%	118.32%	92.24%	79	400	0	400	37.99%
1995	10	7	3	206.29%	150.18%	75.35%	130	746	0	746	86.31%
1996	19	16	6	96.64%	122.88%	85.40%	222	856	0	856	14.72%
1997	52	41	17	175.14%	149.48%	77.44%	297	1762	0	1762	105.92%
1998	61	53	20	15.86%	31.60%	87.96%	323	1879	0	1879	6.62%
1999	90	69	58	48.31%	29.60%	76.86%	435	2065	0	2065	9.93%
2000	170	125	110	89.17%	80.30%	73.26%	449	3787	0	3787	83.36%
2001	384	244	253	125.65%	96.00%	63.63%	526	7286	0	7286	92.40%
2002	608	409	451	58.44%	67.70%	67.35%	646	9401	0	9401	29.03%
2003	890	654	671	46.43%	59.74%	73.47%	816	10902	0	10902	15.96%
2004	1141	862	958	28.15%	31.86%	75.60%	919	12404	0	12404	13.78%
2005	1405	1079	1278	23.22%	25.11%	76.76%	1020	13783	0	13783	11.12%
2006	1747	1277	1752	24.32%	18.36%	73.08%	1111	15732	0	15732	14.14%
2007	2257	1562	2477	29.20%	22.33%	69.19%	1012	18020	4291	22311	41.82%
2008	3040	2084	3432	34.70%	33.41%	68.53%	955	19996	11826	31822	42.62%
2009	3672	2797	4276	20.77%	34.26%	76.18%	915	21937	18210	40147	26.16%
2010	4309	3538	5057	17.35%	26.47%	82.11%	996	23735	19528	43263	7.76%
2011E	5149	4423	5783	19.48%	25.00%	85.90%	1145	24922	20028	44950	3.90%
2012E	6151	5528	6406	19.47%	25.00%	89.88%	1317	26168	20528	46696	3.88%
2013E	7347	6910	6843	19.45%	25.00%	94.05%	1515	27476	21028	48504	3.87%
2014E	8776	8638	6981	19.44%	25.00%	98.42%	1742	28850	21528	50378	3.86%
2015E	10481	10797	6666	19.43%	25.00%	103.01%	2003	30293	22028	52321	3.86%
2016E	12518	13496	5687	19.43%	25.00%	107.82%	2304	31807	22528	54335	3.85%
2017E	14949	16870	3766	19.42%	25.00%	112.85%	2649	33398	23028	56426	3.85%
2018E	17853	21088	530	19.42%	25.00%	118.12%	3047	35067	23528	58595	3.85%
2019E	21320	26360	-4510	19.42%	25.00%	123.64%	3504	36821	24028	60849	3.85%

来源：劳动统计年鉴 国金证券研究所 注：颜色标注部分表示预测假设。支出率=总支出/总收入。单位：收入（亿元）；支出（亿元）；参保人数（万）

- 从各省的情况看，各省市城镇医保收支差异很大，但支出率上升的总体趋势一致。
 - 从历年全国各地医保基金收支来看，尽管各省份人均筹资水平和支出水平差异很大，但是各省份城镇医保总支出率呈现较快上升的趋势。
 - 总体来说，发达地区城镇医保收入和消费水平高，支出率也较高。有 14 个省市位于全国平均水平之上。如北京、上海、天津，近两年城镇医保支出率已经超过 90%。
 - 与改革的步伐一致，2007 年之前，各省市的结余都较为丰富。2007 年启动全民医保改革以及 2008 年的新医改，医疗需求爆发式增长，近 3 年各省市医保支出率均显著上升。绝大部分省市城镇医保当年支出率已经超过 80%。

图表10：2004-2010 各地城镇医保基金支出一览

地 区	2010年 基金收入	2010年 基金支出	累计结余	2010人均 筹资水平	总支出率 (支出/收入)						
					2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
北 京	298.4	290.4	195.9	2471	97.31%	87.17%	69.31%	70.80%	75.80%	76.21%	82.85%
湖 南	113.0	105.8	148.7	596	93.63%	68.54%	68.84%	68.63%	72.93%	74.75%	79.53%
上 海	329.7	300.2	204.6	1980	91.06%	86.58%	89.47%	88.56%	91.53%	96.93%	88.98%
天 津	115.2	103.5	50.5	1199	89.80%	97.40%	84.51%	75.41%	86.77%	96.60%	108.80%
云 南	97.9	85.9	107.6	1194	87.70%	76.92%	71.35%	75.38%	80.52%	86.66%	83.38%
新 疆	94.4	80.9	91.5	1195	85.69%	80.55%	78.11%	77.09%	83.58%	82.13%	81.76%
辽 宁	215.7	181.7	251.8	1049	84.25%	72.54%	71.60%	72.61%	72.87%	80.49%	74.12%
山 东	264.2	222.2	262.5	954	84.12%	82.08%	71.71%	74.07%	71.80%	76.97%	79.10%
福 建	108.9	91.1	174.9	907	83.73%	77.75%	57.73%	58.32%	65.26%	64.25%	65.59%
安 徽	99.2	82.3	126.4	649	82.96%	73.73%	63.87%	66.07%	69.74%	78.61%	72.32%
吉 林	63.7	52.7	100.9	477	82.83%	60.56%	60.06%	66.96%	66.55%	74.66%	68.92%
全 国	4308.9	3538.1	5047.1	996	82.11%	76.18%	68.53%	69.19%	73.08%	76.76%	75.55%
内 蒙 古	78.5	64.2	87.6	886	81.79%	72.48%	64.41%	68.89%	74.02%	73.04%	77.63%
河 南	132.0	108.0	166.4	646	81.76%	73.00%	64.69%	68.19%	74.39%	73.59%	74.70%
湖 北	128.0	104.4	159.0	688	81.56%	74.62%	68.89%	74.40%	70.67%	71.31%	64.24%
黑 龙 江	127.3	103.7	189.5	816	81.46%	61.60%	63.74%	65.96%	67.39%	78.56%	77.23%
宁 夏	19.2	15.5	22.9	1019	80.89%	77.02%	68.77%	70.10%	62.35%	73.84%	79.07%
浙 江	301.2	242.7	372.9	1534	80.58%	78.53%	64.15%	57.51%	71.83%	67.54%	66.57%
重 庆	76.0	61.2	92.4	915	80.54%	75.00%	58.24%	65.61%	68.81%	65.21%	49.36%
山 西	87.1	69.6	115.1	943	79.98%	72.80%	66.19%	65.03%	65.19%	61.52%	62.09%
贵 州	47.8	38.0	55.4	794	79.40%	70.93%	62.89%	71.23%	73.37%	72.72%	74.16%
江 苏	362.8	287.7	459.8	1117	79.29%	79.15%	67.45%	64.49%	69.68%	76.78%	73.52%
甘 肃	49.2	37.9	52.8	836	76.93%	76.03%	66.72%	73.06%	78.73%	90.73%	79.63%
江 西	64.5	49.6	84.6	487	76.83%	63.76%	56.03%	54.90%	76.79%	77.70%	74.19%
海 南	26.9	20.6	29.8	831	76.64%	54.47%	67.50%	78.35%	90.54%	88.05%	87.76%
广 东	419.2	310.8	699.7	831	74.15%	74.34%	61.15%	60.04%	60.51%	65.82%	64.88%
河 北	159.1	117.4	189.9	1048	73.77%	70.38%	70.02%	75.33%	74.84%	75.69%	72.96%
四 川	226.9	165.0	284.7	1100	72.73%	73.86%	64.49%	64.90%	67.51%	68.98%	70.53%
广 西	77.9	56.6	117.7	833	72.64%	68.65%	58.73%	58.52%	64.15%	67.91%	70.05%
陕 西	89.1	63.6	105.1	940	71.43%	67.03%	71.34%	74.36%	76.56%	73.72%	70.51%
青 海	25.9	18.3	33.6	1845	70.86%	79.43%	73.95%	65.38%	71.98%	80.22%	77.27%
西 藏	9.9	6.4	12.7	2569	64.34%	60.49%	66.96%	57.78%	45.58%	96.98%	93.75%

来源：中国统计年鉴 国金证券研究所、注：按 2010 年总支出率排序。城镇医疗保险受众包括城镇职工和城镇居民。单位：亿元

现状 2：新农合的支出率维持高位

- 截止 2010 年底，新农合医疗保险的参合率达到了 95%。从近几年收支情况来看，医保基金支出率目前已经维持在 90%左右，基本达到收支平衡，略有结余。
- 我们预测，假设参合农民每年增加 1000 万，财政补贴人均筹资额每年增加 20 元，保守测算医疗需求年增长 15%，到 2015 年将达到收支满负荷的水平。事实上，2008 年参合率大幅提升后，基金支出增长远高于 15%的水平。

图表11：新农合医疗保险历年支出

年份	参合人口数(亿人)	当年筹资总额(亿元)	人均筹资(元)	人均筹资增长幅度	当年基金支出(亿元)	基金支出增长幅度	当年补偿支出受益人次(亿人次)	支出率(%)
2004	0.8	40.4	50.4		26.40		0.76	65.35%
2005	1.79	75.4	42.1	-16.47%	61.75		1.22	81.90%
2006	4.1	213.6	52.1	23.75%	155.80	152.31%	2.72	72.94%
2007	7.3	428	58.9	13.05%	346.60	122.46%	4.5	80.98%
2008	8.15	785	96.3	63.50%	662.00	91.00%	5.85	84.33%
2009	8.33	944.4	113.4	17.76%	922.90	39.41%	7.59	97.72%
2010	8.36	1308.3	156.6	38.10%	1187.80	28.70%	10.87	90.79%
2011E	8.4	1680	200	27.71%	1365.97	15.00%	NA	81.31%
2012E	8.5	1870	220	10.00%	1570.87	15.00%	NA	84.00%
2013E	8.6	2064	240	9.09%	1806.50	15.00%	NA	87.52%
2014E	8.7	2262	260	8.33%	2077.47	15.00%	NA	91.84%
2015E	8.8	2464	280	7.69%	2389.09	15.00%	NA	96.96%

来源：卫生部统计年鉴 国金证券研究所 假设：参合人数每年增加1000万。人均筹资逐年增加20元。基金支出15%增长

我们的判断：医保支出控制是大趋势

- 我们认为，在老龄化持续深入的背景下，医疗需求快速增长的趋势将延续，如果医保基金的收支不加以控制，基金的收支不平衡将很快出现，医保政策体系将面临更大的问题。
- 部分省份医保收支不平衡问题已经出现，医保的改革迫在眉睫。
 - 上海 2009 年的医保基金收支表中，当年的社会统筹账户已经出现 6.7 亿的亏损。
 - 北京今年已经出现收支不平衡。2010 年北京的支出率达到 97.3%，位于全国首位。2011 年 1 月北京开始推行实时结算，医疗需求受刺激而释放，医保支出增长超过 40%，远超过基金收入增长，导致出现单年入不敷出。预计今年亏损可能超过 30 亿元。
- 北京上海的收支不平衡不是个例，无论是城镇医保还是新农合，各省市医疗支出的快速上升已经成为事实。
- 从收支两条线来看，改革的方式有两种，一是加大投入，提高筹资水平；二是控制费用增长，比如药品降价；按病种收费（已经在试点）；推行首诊制度，引导需求下沉等。

结论：医保支出控制拉动行业收入增速回落

- 2011 年行业统计数据显示销售收入持续高增长，下半年甚至达到 30% 的历史新高。但是，医保基金支出能否支撑持续的高速增长？根据各地现行医保基金收支来看，我们的回答是否定的。从长期看，作为撬动行业增速的杠杆，未来费用的控制将拉动行业收入增速的回落。我们甚至担心 2011 年的高数字是否有统计上的原因。
- 根据我们的理论体系，当医保的压力或者担心出现的时候，行业销售的增长将会受限于医保的增长。所以我们认为 2012 年行业收入增速会回落至 22.7%，具体预测见后文。

利润看什么？看价格！2012 我们不悲观

基药价格政策已经到底，只会向好

- 2011 年，基本药物制度已经在全国获得全面推广。从 2010 年“安徽模式”提倡的最低价中标开始，各省不断爆出的超低价中标挑战着制药企业的承受力。

图表12：基本药物各省中标价格

名称	剂型	规格	包装	青海			江苏			云南			黑龙江			湖南			吉林		
				2009	2011	降幅	2009	2011	降幅	2009	2011	降幅	2009	2011	降幅	2009	2011	降幅	2009	2011	降幅
注射用青霉素钠	粉针剂	0.48g(80万U)	1支	0.56	0.17	69.64%	0.36	0.17	52.78%		0.18			0.24		0.40			0.58	0.19	67.24%
阿莫西林片	片剂	0.25g	24片/盒	6.00	1.98	67.00%	4.00			5.52	2.69	51.27%	5.50	1.79	67.45%	4.40	2.07	52.89%	5.80	2.35	59.48%
头孢唑林钠	溶媒结晶粉针	1.0g	1支	2.28	0.82	64.04%	2.28	0.83	63.60%	1.92	1.47	23.44%	3.50	1.13	67.71%	1.89	0.80	57.67%	3.06	0.82	73.20%
利巴韦林片	片剂	0.1g	24片/盒	3.80	2.20	42.11%	2.65	2.50	5.66%		1.92		3.20	2.22	30.63%	1.86	1.84	1.18%	3.47		
氯苯伪麻片	片剂	100mg	100片/瓶	3.90	1.16	70.26%	1.60	0.85	46.88%	1.50	1.23	18.07%	1.50	0.88	41.33%	1.18	0.85	28.39%	1.65	0.96	41.82%
阿司匹林	片剂	0.25g	6片/盒	4.17	2.43	41.73%	5.25	2.22	57.71%	3.96			4.80	2.20	54.17%	2.45	2.00	18.37%	6.78	1.97	70.94%
六味地黄丸	大蜜丸	9g	10丸/盒	4.15	4.05	2.41%				6.00	4.02	33.00%	5.97	3.60	39.70%	3.92	3.71	5.36%	4.48	3.97	11.38%
乌鸡白凤丸	大蜜丸	9g	10丸/盒	7.60	4.70	38.16%	7.02	5.20	25.93%	10.00	5.39	46.10%	5.70	5.20	8.77%	5.78	5.39	6.75%	6.08		
黄连上清片(糖衣)	糖衣片	0.3g	48片/盒	3.23	0.35	89.16%	2.15			2.30	2.88	-25.22%	3.00	1.40	53.33%	1.86	1.50	19.35%	3.30	3.90	-18.18%
清开灵注射液	注射液	2ml	1支	0.53	0.50	5.66%	0.52	0.28	46.15%				0.49	0.40	18.37%	4.40	0.44	90.11%	0.45	0.40	11.11%
益母草胶囊	胶囊剂	0.35g	36粒/盒	22.60	22.58	0.09%		30.03			31.08					20.02			22.60	22.40	0.88%
名称	剂型	规格	包装	吉林			江西			辽宁			山西			四川			内蒙古		
				2009	2011	降幅	2009	2011	降幅	2009	2011	降幅	2009	2011	降幅	2009	2011	降幅	2009	2011	降幅
注射用青霉素钠	粉针剂	0.48g(80万U)	1支	0.58	0.19	67.24%	0.46	0.18	60.87%				0.53	0.21	60.38%	0.56	0.27	51.79%	0.78	0.19	75.64%
阿莫西林片	片剂	0.25g	24片/盒	5.80	2.35	59.48%	5.52				1.61					2.35			5.96	1.98	66.78%
头孢唑林钠	溶媒结晶粉针	1.0g	1支	3.06	0.82	73.20%	1.67	0.85	49.28%	1.71	0.88	48.39%	1.99	0.96	51.76%	1.63	1.20	26.38%		0.82	
利巴韦林片	片剂	0.1g	24片/盒	3.47			3.20	2.16	32.43%	4.83	2.02	58.18%	2.30			4.38	2.16	50.68%		2.12	
氯苯伪麻片	片剂	100mg	100片/瓶	1.65	0.96	41.82%	3.00	0.88	70.67%	2.34	0.72	69.23%	1.17	0.83	29.06%	5.65	0.93	83.54%	5.45	0.85	84.40%
阿司匹林	片剂	0.25g	6片/盒	6.78	1.97	70.94%	2.80	2.00	28.58%	3.78	1.98	47.62%	2.70			6.91	2.20	68.16%	3.00	2.13	29.17%
六味地黄丸	大蜜丸	9g	10丸/盒	4.48	3.97	11.38%	4.00	3.70	7.50%				3.80	2.86	24.74%	6.61	3.89	41.15%		3.68	
乌鸡白凤丸	大蜜丸	9g	10丸/盒	6.08			7.00	6.70	4.29%	4.60	5.26	-14.35%	12.20	5.60	54.10%				13.90	5.39	61.22%
黄连上清片(糖衣)	糖衣片	0.3g	48片/盒	3.30	3.90	-18.18%	2.16	1.07	50.44%	2.50	1.17	53.07%	5.69	1.06	81.37%	6.09			4.40		
清开灵注射液	注射液	2ml	1支	0.45	0.40	11.11%		0.32			0.27		0.51	0.34	33.33%		0.36			0.32	
益母草胶囊	胶囊剂	0.35g	36粒/盒	22.60	22.40	0.88%	31.09	19.10	38.57%	22.61	22.61	0.00%								20.78	

来源：各省招标公告、国金证券研究所

- 截至目前，各省基药招标方案大体可分为四种，按照价格竞争程度从低到高排序分别是上海模式<江苏模式<安徽模式<福建模式。

图表13：各省基药招标方式

招标模式	关键字	招标规则	行业影响
安徽模式	双信封制度 低价中标	(1) 按照规模、质量类型、销售额、行业排名、市场信誉等打分，淘汰约一半企业， (2) 招商竞标，以低价中标。	质量层次的差异无法体现在中标价当中
江苏模式	基层和高端同招 分质量组招标	(1) 按照单独定价、欧美出口认证和企业规模排名、MP认证，划分为3组 (2) 每组组内低价中标获得所选供货片区基层医疗机构市场。 (3) 未中标企业，在接受中标价的前提下，仍可配送非基层医疗机构市场。	质量层次的差异决定竞争环境，从而在中标价格中体现；招标就整个同时决定二三级医院基药品种价格，但不决定中标企业。
福建模式	参考限价 品规合并报价 质量分组招标 两轮报价	(1) 将同协议组同生产企业的不同剂型、规格、包装的同种药品按照差比价规则比较限价，取限价最低值的品规作为指定代表品种进行报价。 (2) 按照企业质量层次分为三个层次，共四组分别招标 (3) 非竞争品种（第一、第二层次）按照福建省第5、6批中标价、政府定价的78.3%和本企业全国近期最低中标价，三者最低者为限价；第三层次以省第5、6批中标价、江西、湖北等华中6省最近一次集中采购中标价平均值为限价。 (4) 两轮报价制度，第一轮剔除后30%，再进行第二轮报价，各质量层次取第二轮最低两个报价中标	质量层次的差异决定竞争环境，从而在中标价格中体现；品规合并招标增加竞争程度；招标限价依照历史记录折扣，非常严格；两轮招标加剧竞争。
上海模式	合理报价 质量为王	(1) 企业投标需报两个价格：“投标价II”是基层医疗卫生机构药品评标的价格依据；“投标价I”是其他各类医疗机构（二级、三级医院）药品评标的价格依据。 (2) 市场决定合理区间，价格淘汰先行。取1~5家最低有效价格的算数平均的1~1.8倍作为合理价格区间。低于最低合理价格15%的被淘汰，高于合理价1.8倍药品被淘汰。以下企业可以合理价上限自动入围：该药品获得国家科委奖项；国内首仿；国内制剂企业获得欧盟、美国和日本认证。 (3) 价格分+质量分求得总得分。价格分按合理价下限为30，上限为25；外加质量分70。同一品规，按总分排名前4~8个，确定为二三级医院的中标。 (4) 在中标企业中，按照投标价II最低的企业唯一中标基药市场，其余中标企业分享二三级医院市场 (5) 低价品种按质量分由高到低排序，取不超过前五。（即不需要价格标）	用市场报价排序淘汰不合理报价，以质量分为主导决定中标企业。在从中选最低者供给基层医疗机构，其他分享二三级医院市场。

来源：各省招标公告、国金证券研究所

- 目前，有 23 个省份采用了“安徽模式”招标，其中四川、浙江引入了参考其他省限价的模式，云南和湖北的基药招标范围扩展至省内所有医院。这意味着明年基药持续降价从时间的角度已几无可能。今年狂轰滥炸的基药降价负面因素得以消停。

图表14：基本药物各省招标进度

国家区域	省份	项目类别	项目状态	执行周期	明年业绩确定性到什么时候
华北地区	北京市	09年市标	在执行	2010-11-30至2012-11-30	全年
	天津市	2010年基药标	在执行	2010-4-10至2011-4-9	
	河北省	2011年基药标	等待执行	2011-10-1开始执行	三季度
	山西省	2011年基药标	公示中标结果	--	全年
	内蒙古	2011年基药标	公示中标结果	--	全年
东北地区	吉林省	2011年基药	公示中标结果	--	全年
	黑龙江	2011年增补基药	在执行	2011-6-26至2012-6-25	上半年
		2011年基药	在执行	2011-6-26至2012-6-25	
	辽宁省	2011年基药	在执行	2011年9月10日起开始执行	三季度
华东地区	上海市	2010年基药标	在执行	2011-6-10开始执行	上半年
	浙江省	2011年基药	公布中标结果	--	全年
	江苏省	2011年基药	公示拟中标结果	--	全年
	福建省	2010基药（第七标）	在执行	2010-5-10至2011-11-9	
		2011增补基药（第八标）	公布中标结果	--	全年
	江西省	2011年基药	公示中标结果	--	全年
	安徽省	2010年增补基药	在执行	2011-2-18至2011-9-20	
		2010年国家基药	在执行		
	山东省	2011年山东增补基药	在执行	2011-7-1至2012-6-30	上半年
		2011年山东基药	在执行	2011-5-1至2012-4-30	
华南地区	湖北省	2011年基药	在执行	--	全年
	湖南省	2011年基药	公布中标结果	--	全年
	河南省	2011年基药	在执行	2011-7-1至2012-6-30	上半年
	广东省	2011年基药	公示招标目录	--	全年
	广西区	2011年基药	在执行	2011-8-1至2012-7-31	上半年
	海南省	2011年基药	公布招标公告	--	全年
西南地区	四川省	2011年基药	在执行	2011-4-1至2012-3-31	一季度
	云南省	2011年基药	公布中标结果	--	全年
	重庆市	2010年基药标	在执行	2010-7-1至2011-6-30	
	西藏区	正在筹建基本药物采购平台		--	
	贵州省	2011年基药	发布招标公告	--	全年
西北地区	陕西省	2010年基层增补	在执行	--	
		09年基层品种	在执行	2010-2-1开始采购	
	甘肃省	2011年基药	在执行	2011-9-1开始采购	三季度
	宁夏区	2011年基药补标	在执行	--	一季度
		09年基药	在执行	2010-4-1至2011-3-31	
	青海省	2011年基药	拟中标结果公示	--	全年
		2010年增补基药	在执行		
	新疆区	2011年基药	递交资料截止	--	全年
		2011年项目	增补招标目录	--	

来源：各省招标公告、国金证券研究所

- 基药价格不仅在时间上将有所喘息，在政策方向上也有望转向。李克强在《不断深化医改，推动建立符合国情惠及全民的医药卫生体制》的文章中特别指出：“在基层医疗卫生机构实施基药制度，确保基本药物质量可靠、价格合理、供应及时、安全有效，切实减轻群众用药负担。**当且应特别注意保证药品质量。**”
- 因此，我们推断明年基本药物的价值回归将成为可能，统一定价等放松政策将可能出现。
- 安徽是少数几个 2011 年没有开展新基本药物招标的省份，我们判断明年极有可能开始新一轮的基药招标。由于安徽的基药政策对其他省份具有指导意义，如果这种情况出现，则说明基本药物市场将从非理性的价格竞争，逐步回归合理市场竞争环境。

医保降价是一大悬念，我们判断明年继续“隔靴搔痒”

- 我国医保经历 28 次降价，总共涉及品种 3270 种，平均降幅 18%。2011 年发改委又分别对抗生素、心血管、调节激素、内分泌、神经系统共计 244 种药品降价。

图表15：基本药物各省中标价格

日期	降价品种范围	品种数	历次药品平均降幅
1997 年 10 月	抗生素和生物制品	47	15%
1998 年 4 月	解热镇痛类中管药品	38	10%
1999 年 4 月	头孢类中管药品	21	20%
1999 年 6 月	进口药品	150	5%
1999 年 8 月	生化药品	2	15%
2000 年 1 月	中管生物制品	12	10%
2000 年 6 月	头孢拉定等药品	9	15%
2000 年 11 月	抗感染药品	21	20%
2001 年 5 月	抗感染药品	69	20%
2001 年 7 月	中成药	49	15%
2001 年 12 月	抗肿瘤、循环系统、神经系统及精神障碍等化学药	383	20%
2002 年 12 月	消化道、血液系统及诊断用药等医保目录化学药	199	20%
2003 年 3 月	医保中成药	200	14%
2003 年 4 月	枸橼酸芬太尼等特殊药品	3	—
2004 年 5 月	抗感染类药品	24	30%
2004 年 7 月	单独定价方案	18	—
2005 年 10 月	抗生素、生物制品、维生素等	22	40%
2006 年 6 月	抗肿瘤药品	67	23%
2006 年 8 月	抗生素药品	99	30%
2006 年 11 月	中成药肿瘤用药	32	14.5%
2007 年 1 月	心脑血管药品	354	20%
2007 年 3 月	中成药内科用药	278	15%
2007 年 4 月	中成药	188	16%
2007 年 4 月	吡喹酮等药品	260	19%
2009 年 10 月	基本药物目录（基层版）	307	12%
2010 年 11 月	抗生素、心脑血管等十七大类单独定价药品	174	19%
2011 年 3 月	抗生素和循环系统类药品	162	21%
2011 年 8 月	调整激素、调节内分泌类和神经系统类等药品	82	14%

来源：国金证券研究所

- 从降价范围来看，我国目前医保品种共 2196 种，今年两次合计降价品种只占医保目录的 10%。28 次降价的品种数相当于医保目录品种在 14 年间平均降 1.5 次。
- 从降价幅度来看，我国 28 次降价平均降幅 18%，在最近一次的降价中最高限价平均降幅 14%，新的最高限价比实际中标价格仍然平均高出 13%。因此对行业基本不构成影响。

图表16：2011年8月部分医保降价品种与实际中标价格比较

药品	剂型	规格	发改价格 [2011]1670号	发改价格 [2006]2989号	最高限价 降价幅度	2010中标价格	11年限价对10年实际 中标价溢价率	中标企业	中标省份
阿法骨化醇	胶囊	0.25ug*20	29.1	36.69	-21%	25.60	14%	广州星群(药业)股份有限公司	江西
阿法骨化醇	片剂	0.5ug*10	25.4	31.98	-21%	23.50	8%	重庆药友制药有限责任公司	山东
阿卡波糖	片剂	50mg*30	54.3	61.36	-12%	44.70	21%	杭州中美华东制药	浙江
阿仑膦酸钠	片剂	10mg*6	28.3	37.38	-24%	29.03	-3%	石药集团欧意药业有限公司	黑龙江
胞磷胆碱	胶囊	100mg*12	26.1	30.01	-13%	19.37	35%	齐鲁制药	江苏
倍他司汀	片剂	4mg*100	3.5	3.90	-10%	2.40	46%	上海信谊药厂有限公司	陕西
吡格列酮	胶囊	30mg*7	36.3	49.53	-27%	33.86	7%	四川宝光药业	黑龙江
吡格列酮	片剂	30mg*7	36.3	49.53	-27%	28.85	26%	江苏恒瑞医药股份有限公司	湖南
吡拉西坦	片剂	400mg*100	7.7	9.90	-22%	5.60	38%	东北制药集团沈阳第一制药	陕西
吡硫醇	片剂	100mg*100	11.5	15.00	-23%	9.50	21%	广东华南药业	湖南
丙戊酸钠	缓释片	200mg*30	11.8	18.24	-36%	15.01	-21%	江苏恒瑞药业	黑龙江
促皮质素	注射剂	25单位, 冻干粉(溶媒结晶粉)	7.9	9.79	-19%	6.21	27%	上海第一生化药业	黑龙江
达那唑	胶囊	200mg*30	69.2	74.69	-7%	60.01	15%	江苏联环药业	江西
丁咯地尔	缓释片	600mg*8	77.9	94.53	-18%	61.43	27%	山东齐鲁药业	黑龙江
丁咯地尔	注射剂	100mg, 冻干粉(溶媒结晶粉)	18.3	32.72	-44%	13.30	38%	宜人福药业	湖南
多巴丝肼	片剂	0.25g*40	83.9	90.68	-7%	87.06	-4%	上海罗氏制药	黑龙江
多沙普仑	注射剂	100mg*5ml	26.3	30.90	-15%	22.00	20%	江苏恩华药业股份有限公司	湖南
二甲弗林	注射剂	8mg*2ml*5	10	11.00	-9%	9.57	4%	上海第一生化药业	辽宁
二甲双胍	缓释片	500mg*30	19.3	28.55	-32%	12.43	55%	江苏德源药业	黑龙江
法舒地尔	注射剂	30mg*2ml	83.3	93.46	-11%	65.00	28%	天津红日药业	湖南
戈那瑞林	注射剂	100ug, 冻干粉(溶媒结晶粉)	15.1	15.80	-4%	12.00	26%	马鞍山山原制药	江西
格列吡嗪	缓释胶囊	10mg*14	23.2	24.05	-4%	17.13	36%	杭州康恩贝	江苏
格列吡嗪	胶囊	30mg*30	28.4	30.58	-7%	26.40	8%	天津安捷伦药业	江西
格列吡嗪	片剂	30mg*30	27.8	30.58	-9%	22.47	24%	吉林制药股份有限公司	黑龙江
格列美脲	胶囊	2mg*12	19.8	26.34	-25%	19.08	4%	四川普康制药	江西
格列齐特	片剂	80mg*60	20.9	37.69	-45%	20.23	3%	白云山光华制药	黑龙江
葛根素	滴眼剂	50mg*5ml	21.9	23.89	-8%	18.00	22%	浙江莎普爱思药业	湖南
葛根素	注射剂	200mg*100ml	16.4	32.54	-50%	15.00	9%	江苏淮安双鹤药业	湖南
桂利嗪	片剂	25mg*100	5.8	6.80	-15%	4.20	38%	天津力生制药	黑龙江
蒿拉西坦	分散片	100mg*30	25.6	31.76	-19%	24.24	6%	国药集团工业有限公司	黑龙江
蒿拉西坦	片剂	50mg*60	22.6	28.03	-19%	19.82	14%	亚宝药业	黑龙江
己酮可可碱	注射剂	100mg*100ml	8.8	10.35	-15%	5.03	75%	四川科伦药业	江西
甲羧芬酯	胶囊	100mg*36	24.1	29.95	-20%	21.80	11%	上海新亚药业闵行有限公司	黑龙江
甲泼尼龙	片剂	4mg*24	24.3	27.37	-11%	18.88	29%	天津天药药业	天津
甲羟孕酮	片剂	250mg*30	155	157.55	-2%	137.39	13%	北京北大药业	上海
降钙素(蛙)	注射剂	50单位*1ml	23.2	26.45	-12%	17.20	35%	深圳翰宇药业	湖南
尼麦角林	胶囊	30mg*10	65.5	73.90	-11%	61.00	7%	重庆庆余堂制药	天津
尼麦角林	注射剂	4mg, 冻干粉(溶媒结晶粉)	19.2	24.11	-20%	16.56	16%	重庆莱美药业	湖南
尼莫地平	缓释胶囊	60mg*12	15.6	18.10	-14%	14.90	5%	山东新华制药	山东
尿促性素	注射剂	150单位, 冻干粉(溶媒结晶粉)	48.6	55.33	-12%	48.20	1%	丽珠集团丽珠制药厂	黑龙江
帕米膦酸二钠	注射剂	30mg, 冻干粉(溶媒结晶粉)	413	580.64	-29%	389.22	6%	深圳信立泰药业	黑龙江
普拉睾酮	注射剂	100mg, 冻干粉(溶媒结晶粉)	21.6	23.81	-9%	18.09	19%	江苏联环药业	江西
石杉碱甲	片剂	50ug*24	25.1	29.24	-14%	22.62	11%	浙江震元制药	黑龙江
十一酸睾酮	软胶囊	40mg*10	20.7	21.70	-5%	18.24	13%	浙江医药	江苏
瑞格列奈	片剂	500ug*30	24.6	28.35	-13%	20.94	17%	江苏豪森药业	黑龙江

来源：发改价格【2011】1670号、发改价格【2006】2989号、国金证券研究所

- 由于本轮医保目录降价还有抗肿瘤、消化系统等多个大类产品仍未降价，预计在明年将会陆续颁布新的医保降价，但从今年前两次的降价范围和幅度推算，医保目录的本轮降价有很大可能仅仅停留在隔靴搔痒的层面，不会伤及行业现实的运营环境。
- 虽然延续以往的医保降价思路，我们认为影响有限，然而医保招标规则的改变却可能对行业造成重大影响（即医保招标基药化）。明年各省已经确定医保招标的省份有 5 个省，另外有 14 个省仍在使 用 09 年的招标结果，虽然目前没有公布新招标公告，但明年招标的可能性也较大。因此，明年医保招标的规则是否会像基本药物靠拢，成为行业最大的不确定因素。

图表17：各省份明年医保招标时间表统计

国家区域	省份	项目类别	项目状态	执行周期	明年是否招标
华北地区	北京市	09年市标	在执行	2010-11-30至2012-11-30	确定
	天津市	09年市标	在执行	--	明年可能招标
	河北省	2010年非基药	在执行	2011年3月初开始执行	确定
	山西省	2010年非基药	在执行	2011-6-13开始执行	确定
	内蒙古	2010年非基药标	在执行	2011年5月11日执行，原则上执行1年	确定
东北地区	吉林省	2011年非基药标	公布招标目录	--	明年招标
	黑龙江	2010年非基药(含补标)	在执行	2010-9-1至2011-8-31	明年可能招标
	辽宁省	09年非基药	在执行	--	明年可能招标
华东地区	上海市	历年项目	在执行	2011-1-20至2012-1-20	明年招标
	浙江省	2010年非基药	在执行	2010-10-20至2011-10-19	明年可能招标
	江苏省	09年省标	在执行	2010-5-1至2011-4-30	明年可能招标
	福建省	2011年非基药	公示中标结果	--	确定
	江西省	09年非基药	在执行	2010-9-1至2011-8-31	明年可能招标
	安徽省	2011年安徽省非基药	公示实施方案	--	明年招标
	山东省	09年非基药	在执行	2010-3-18至2011-3-17	明年可能招标
华南地区	湖北省	2011年省非基药	招标企业注册	--	明年招标
	湖南省	09年非基药	在执行	2010-12-31至2011-12-31	明年可能招标
	河南省	2010年非基药	在执行	2011-1-1至2012-1-1	明年可能招标
	广东省	09年省标	在执行	2010-1-1至新招标结束	明年可能招标
	广西省	2010年项目	在执行	2011-3-1至2012-3-1	确定
	海南省	09年省标	在执行	2009-12-19至2010-12-18	明年可能招标
西南地区	四川省	挂网交易	在执行	--	-
	云南省	2011年非基药	在执行	2011-7-15至2012-7-14	确定
	重庆市	药交所	在执行	--	-
	贵州省	2010年非基药	在执行	2011-7-25至2012-7-24	确定
西北地区	陕西省	2011年省标	公示资审结果	--	明年招标
	甘肃省	09年非基药(西药)	在执行	2010-4-1开始采购	明年可能招标
	青海省	09年非基药	在执行	2010-2-21至2011-2-20	明年可能招标
	新疆区	2011年项目	增补招标目录	--	明年可能招标

来源：各省招标公告、国金证券研究所

药品价格对行业收入和利润影响敏感性分析

- 为了表现药品降价政策对明年行业利润增速的影响，我们做了以下的情景分析，分别从乐观，中性和悲观三个情景提出假设，具体假设如下：
 - 首先假设药品需求在各种情形下保持稳定增长。明年基本药物量增长35%，医保药品中化学药量增长20%，中成药量增长25%。
 - 中性情景是基药化药平均出产价下滑15%，基药中药出厂价下滑10%，医保价格维持不变。虽然，各省基本药物中标价格化药实际下降50%，中药下降30%，但其中降幅包括流通环节利润，考虑到塑瓶输液今年中标价格下滑50%，但实际出厂价下降10%-15%，预计明年化药出厂价平均降幅最高为15%左右，中药由于降幅较小，出厂价降幅将在10%左右。
 - 乐观情景是基本药物定价放松，基药化药平均出产价下滑10%，基药中药出厂价下滑5%，医保价格维持不变。
 - 悲观情景是基本药物按今年定价实施，基药化药平均出产价下滑15%，基药中药出厂价下滑10%，医保化学药出厂价平均下降5%，医保中药出厂价平均下降3%。由于目前明年上半年确定医保招标的省份较少，就算医保用药中标价下滑，也将最早于明年下半年体现，因此判断以上降幅假设已是极限。

- 此外，我们预计生物制品、兽药、卫生材料等行业明年收入增速为历史平均增长率，利润率与今年持平。化学原料药收入增速 10%，利润率与今年持平。
- 最后，考虑中药材价格进入下行通道，乐观情况下预计中成药毛利增长 5 个点，中性情况 4 个点，悲观情况 4 个点。

图表18：2012 年药品价格对行业收入利润影响敏感性分析

			乐观	中性	悲观
假设条件	化学药	占比	15%	15%	15%
		量增长	35%	35%	35%
		价增长	-10%	-15%	-15%
		占比	85%	85%	85%
		量增长	20%	20%	20%
		价增长	0%	0%	-5%
	中成药	占比	20%	20%	20%
		量增长	30%	35%	35%
		价增长	-5%	-10%	-10%
		占比	80%	80%	80%
		量增长	25%	25%	25%
		价增长	0%	0%	-3%
	毛利率变动		5%	4%	4%
	生物制品	收入增速	28%	28%	28%
	中药饮片	收入增速	40%	40%	40%
	兽药	收入增速	34%	34%	34%
	原料药	收入增速	10%	10%	10%
	卫生材料	收入增速	33%	33%	33%
			乐观	中性	悲观
模拟	化学药	收入增速	20.1%	19.6%	14.1%
		利润增速	11.6%	6.9%	-43.9%
	中成药	收入增速	24.8%	24.6%	21.3%
		利润增速	47.3%	35.8%	6.0%
	行业整体	收入增速	22.9%	22.7%	20.3%
		利润增速	28.8%	24.0%	1.1%
	行业整体 (剔除原料药)	收入增速	26.1%	25.8%	22.9%
		利润增速	32.1%	26.4%	-0.5%

来源：国金证券研究所

结论：只要医保价格不降，明年利润增速逐步恢复

- 明年化学药行业受到基本药物降价影响，利润增速将继续低于收入增速。但只要医保用药不降价，仍然将实现正增长。
- 明年中成药行业受到中药材价格下降的利好，在医保不降价的情况下，利润增速有望实现高速增长。就算在医保降价，子行业利润将仍能维持正增长。
- 在其他行业保持稳定运行的前提下，我们预计在中性情景下（基药降价，医保不降价）行业整体利润增速将略超收入增速。然而，一旦医保药品降价，行业的成长性将存在系统性风险。

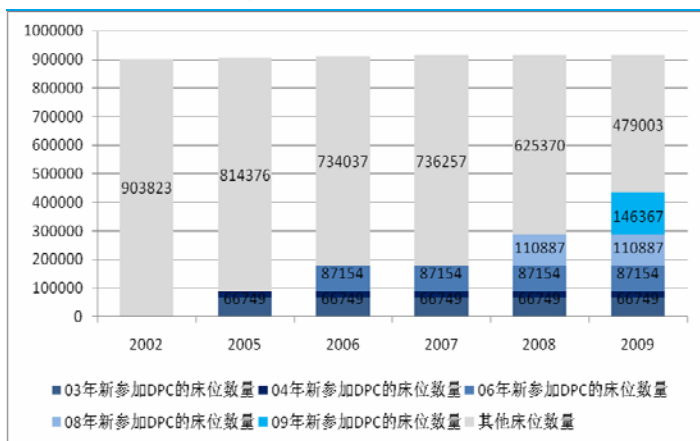
2012 年在控费、调价背景下影响投资的关键趋势判断

趋势一：从控费角度看，按病种收费将执行

- 按病种付费是国外通行的做法，有效减缓医疗费用增长速度。按病种付费（DRGs）指按疾病诊断分类定额付费。根据国际疾病分类法，将住院病人疾病按诊断分为若干组，每组根据疾病轻重程度及有无并发症分为几级，对每一级别分别制定价格。

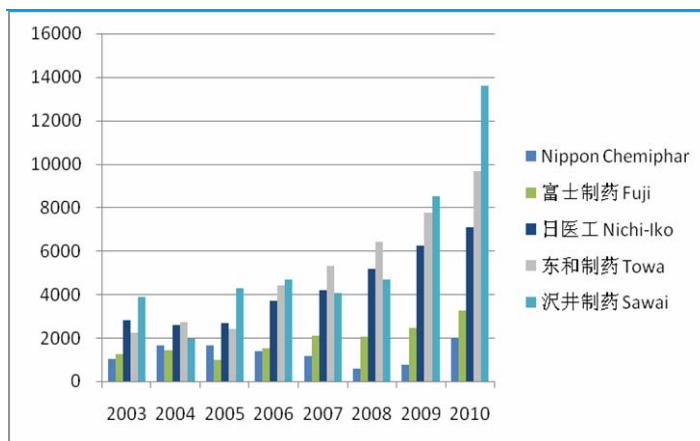
- 各国的实践表明，按病种付费大大减缓了医疗费用增长速度，减少了医疗服务中的不合理消费，降低了平均住院天数，提高了医院经营能力及管理效率。
 - 美国 1983 年开始实行按病种付费，包括 330 个基础 DRGs 分组，每个基础的 DRGs 分组包括三个严重性程度次级分组，附加两个误差型国际单病种分组共计 992 个 DRGs 分组。
 - 澳大利亚 1988 年引进 DRGs，1999 年扩容完善，共有 24 个系统诊断类目和 661 个 DRG 分类，病案归类指南再将其细分为 11450 个诊断细目和 3624 个过程细目。每个病程的编号为 DRG 编码，根据每个病种的病情程度、诊治技术复杂程度和费用的消耗，经讨论分析给予不同的权重系数。政府对公立医院住院病人的补偿采用病种权重累计数支付，私营保险公司为投保病人支付住院费用时，也按此法支付。
 - 德国 DRG 付费制度确定的基本原则是：同种疾病的付费标准一致，全国使用统一的 DRG 编码；在适用范围上，DRG 系统几乎适用于所有的病人，包括 48 小时内出院的病人或者长期住院的病人；在病种的覆盖上，除精神疾病外，DRG 系统几乎覆盖所有的病种，特殊支付的病种仅限于血透等少数病种；在疾病分类及编码上，采用内外科分离，并充分考虑并发症等因素。
 - 英国从 1986 年开始进行病例组合的研究，将每次疾病发作从入院到出院进行分类，对每一个疾病分类做一个编码，用固定价格对每一个编码疾病进行支付。比固定价格体系降低的单位医疗成本可由医院保留，医院可赚取盈余部分作为激励。
- **我国各地已经开始试点实行按病种付费制度。**为了控制过快上涨的医保费用，北京市人力资源和社会保障局下发两项政策：《关于基本医疗保险基金实行总量控制的通知》和《关于开展按病种分组（DRGs）付费试点工作的通知》。我国各地已经开始试点实行按病种付费制度
 - 2011 年从 8 月 1 日起，北京启动医保付费改革，6 家医院成为首批试点医院，108 个常见病组列入按病种付费项目，其中包括了 2003 个疾病诊断和 1873 个手术项目，涵盖目前的多数常见病和多发病。
- 2011 年 11 月 1 日，人保部发布通知，确定 40 个重点城市作为医保付费方式改革的首批试点。根据此前人力资源和社会保障部发布的《关于进一步推进医疗保险付费方式改革的意见》。医保付费改革主要包括（1）加强总额预付制度（2）试点门诊统筹按人头付费制度（3）探索实行住院门诊以按病种付费为主的付费方式（4）建立适应基层医疗机构或全科医生首诊制。
- **按病种付费有利于仿制药企业。**DRG 制度将成为我国医保费用支付方式改革的大方向。该政策将迫使医院控制医疗服务成本，从国际经验来看，性价比较高的仿制药和国产药物将获得更多高端医院的使用机会。
 - 日本从 2003 年开始推行按病种付费制度（DPC），首批进入 DPC 支付制度试点的公立医院有 82 家，其余医院可自行斟酌是否加入。2009 年日本已经有 1557 家医院加入了 DPC 制度，约占到日本全国医院总数的 17%，所占床位数已超过 50%。
 - 随着参加 DPC 支付制度的医院逐步增加，日本的仿制药使用率得到大幅提升，仿制药企业也受益于此迎来快速增长期。

图表19：日本医院参加DPC支付制度的床位数统计



来源：公司公告、MHLW、国金证券研究所

图表20：5大仿制药上市公司营业利润



- 我们认为随着国内按病种付费制度的逐步推行，高端医院偏好昂贵进口药的现象将得到逐步纠正。性价比较高的国产仿制药有望得到来自政策面的更多支持。
- 我们普遍看到，国外原研药企业的药品价格是国产仿制药的 2-3 倍，如果我国全面实施按病种付费制度，用国内仿制药替代外资原研药将成为医院节省治疗成本的便捷方式。

图表21：三种抗真菌抗病毒药物的进口药、仿制药价格对比

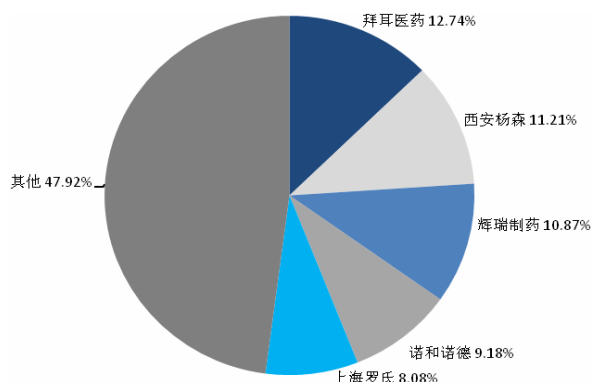
	05年	06年	07年	08年	09年	10年	2010年 中标指导价
亚胺培南/西司他丁 市场份额	杭州默沙东	100.00%	99.80%	96.20%	87.10%	78.50%	213
	海正		0.02%	1.16%	2.67%	7.08%	129
	印度南新		0.13%	2.98%	4.48%	6.22%	180
	Choongwae				1.69%	5.94%	170
	深圳海滨		0.04%	0.15%	3.26%	5.89%	160
	珠海联邦制药					2.05%	159
	韩国中外制药		0.62%	3.63%	4.39%		189
伊曲康唑 市场构成	西安杨森	60.80%	52.60%	59.20%	76.30%	74.00%	43.5
	成都倍特	7.88%	7.59%	8.50%	7.81%	5.00%	20.5
	天津力生	2.73%	3.95%	6.66%	4.52%	3.34%	21.7
	现代制药			0.00%	0.00%	0.08%	23.7
	康芝药业					0.16%	35.8
伏立康唑 市场构成	哈三联药业					0.01%	35.9
	大连辉瑞	100.00%	88.50%	72.40%	66.80%	66.50%	643
	华神集团		2.44%	5.41%	7.89%	7.29%	126 (片剂)
	晋城海斯			0.65%	5.05%	8.43%	248
	德阳华康		0.58%	2.65%	3.34%	5.57%	375
	丽珠集团			0.60%	3.30%	4.46%	376
	北京博康健			0.65%	2.25%	2.25%	133 (片剂)
	珠海亿邦		6.36%	11.90%	9.17%	2.18%	332
	德国马赫		2.01%	3.88%		3.15%	230 (片剂)
	重庆莱美药业					0.13%	

注：亚胺培南/西司他丁中标价为0.5g/0.5g注射剂；伏立康唑折算为0.1g，注射剂型，华神和北京博康健为0.1g片剂

来源：国金证券研究所

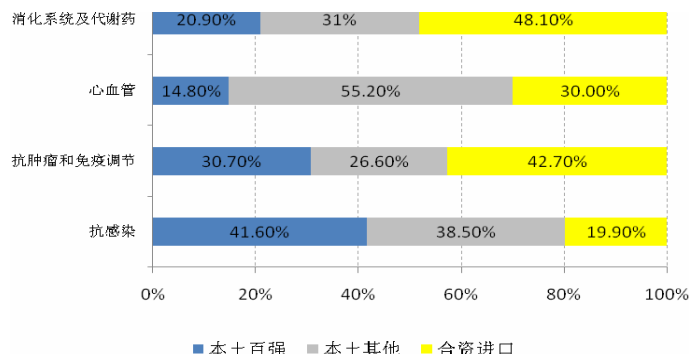
- 目前，我国制药行业合资进口药使用率非常高，在我国制药工业百强企业中，5大外资制药企业的销售收入占比超过 50%。这其中还没有算上如默沙东、阿斯利康、勃林格殷格翰、默克等制药巨头的份额。
- 因此，按病种付费制度将推动国内仿制药在高端医院的使用，逐步抢占国外制药企业在国内可观的市场份额。

图表22：进口和合资药物占我国制药工业百强比重



来源：医药经济报、国金证券研究所

图表23：合资进口药物占各用药领域市场份额



- 去年年底，发改委首次颁布针对外资进口药的最高零售限价调整，虽然整体降幅有限，且仍然与国产药物价格存在较大差距，但已经表明了国家开始控制外资进口药的政策导向。

图表24：2010年11月部分单独定价品种最高零售价格调整

药品名称	剂型	规格	企业名称	调整后	调整前	基本药物指导价	调整幅度	调整后与基本药物指导价的溢价
阿莫西林	胶囊	250mg*20	昆明贝克诺顿制药有限公司	11.5	13.2	6.2	13%	85%
哌拉西林	注射剂	2g,冻干粉	山西博康药业有限公司	5	8.3	3	40%	67%
头孢唑林	片剂	250mg*12	葛兰素(中国)投资有限公司	47.3	52.5	36.5	10%	30%
头孢唑林	注射剂	750mg	塞浦路斯麦道甘美大药厂	30.2	33.6	14.8	10%	104%
头孢曲松	注射剂	1g	罗氏公司	65.7	93.8	7	30%	839%
头孢曲松	注射剂	1g	台湾泛生制药	38.8	45	7	14%	454%
阿奇霉素	片剂	250mg*6	辉瑞公司	72.3	80.6	14.2	10%	409%
阿奇霉素	胶囊	250mg*6	克罗地亚普利瓦	65.4	80.6	14.2	19%	361%
环丙沙星	片剂	250mg*20	广州柏泰药业有限公司	16.5	19.5	6	15%	175%
左氧氟沙星	片剂	100mg*10	第一三共制药(北京)有限公司	40.5	45.4	9.2	11%	340%
甲硝唑	注射剂	500mg:100ml, 软袋	天津百特医疗用品有限公司	10.2	11.3	3.2	10%	219%
阿苯达唑	片剂	200mg*10	中美天津史克制药有限公司	10.6	12.5	6.4	15%	66%
对乙酰氨基酚	片剂	500mg*10	中美天津史克制药有限公司	3.8	4.5	1.7	16%	124%
秋水仙碱	片剂	500ug*20	台湾景德制药股份有限公司	25.4	28.2	9.9	10%	157%
格列吡嗪	片剂	5mg*30	辉瑞公司	24.9	27.7	15	10%	66%
二甲双胍	片剂	500mg*30	澳大利亚艾华大药厂	23.8	26.4	14.7	10%	62%
丙硫氧嘧啶	片剂	50mg*100	德国瑞姆斯制药股份公司赫尔布兰德分部	43.7	46	14.1	5%	210%
尼莫地平	片剂	30mg*20	拜耳医药保健有限公司	32.2	45.3	3.1	29%	939%
甘露醇	注射剂	20g:100ml, 软袋	天津百特医疗用品有限公司	9.7	10.8	1.5	10%	547%
氨溴索	片剂	30mg*20	勃林格殷格翰公司	25.9	28.8	14.1	10%	84%
氨溴索	片剂	30mg*20	山德士(中国)制药有限公司	16.9	25.5	14.1	34%	20%
沙丁胺醇	气雾剂	100ug*200喷	葛兰素(中国)投资有限公司	23.8	38	23.8	37%	0%
多潘立酮	片剂	10mg*30	西安杨森制药有限公司	16.4	19.3	10	15%	64%
胺碘酮	片剂	200mg*10	赛诺菲安万特(杭州)制药	28.9	30.4	9.5	5%	204%
硝酸异山梨酯	注射剂	10mg:10ml	珠海许瓦兹制药有限公司	17	18.9	12.5	10%	36%
特拉唑嗪	片剂	2mg*14	上海雅培制药有限公司	40.9	45.4	19.5	10%	110%
卡托普利	片剂	12.5mg*20	中美上海施贵宝制药有限公司	22.1	34	1.5	35%	1373%
依那普利	片剂	10mg*10	默沙东公司	14.7	51.6	14.7	72%	0%
吲达帕胺	片剂	2.5mg*10	施维雅公司	14.8	16.5	7.1	10%	108%
右旋糖酐铁	注射剂	100mg:2ml	丹麦Neboa/s公司	83.7	112	7.3	25%	1047%
葡萄糖	注射剂	250ml(塑料瓶)	中国大冢制药有限公司	5.8	8.1	4.6	28%	26%
氯化钠	注射剂	250ml(塑料瓶)	中国大冢制药有限公司	5.5	7.8	4.4	29%	25%
葡萄糖氯化钠	注射剂	250ml(塑料瓶)	中国大冢制药有限公司	5.7	8.1	4.7	30%	21%
泛影葡胺	注射剂	32.5g:50ml	拜耳医药保健有限公司	55.9	62	42.1	10%	33%

来源：国金证券研究所

趋势二：从控费角度看，引导需求下沉是方法之二

- **深化医改坚持“强基层”**。李克强在《不断深化医改，推动建立符合国情惠及全民的医药卫生体系》的文章中强调：“**现在卫生事业‘基层不强，小病大看’的情况尚未扭转**，基层机构薄弱是群众看病难、看病贵的一个重要原因。国际经验表明，把医疗卫生服务的重点放在基层，既能体现预防为主，方便居民防病治病，又能有效控制医疗费用。**做好强基层，必须做到工作重心下沉**，把更多的财力、物力投向基层，把更多人才、技术引向基层。”
- 为了落实医改强基层的核心思想，国家经历 3 年时间，对 2000 多个县级医院和 3 万多个基层医疗卫生机构进行改造建设，启动培养以全科医生为重点的基层医疗卫生队伍。

图表25：农村乡镇卫生院及医疗服务情况

	2006	2007	2008	2009	2010	5年CAGR
乡镇数(万个)	3.47	3.44	3.43	3.42	3.4	-0.51%
乡镇卫生院数(个)	39975	39836	39080	38475	37836	-1.37%
床位数(万张)	69.6	74.7	84.7	93.3	99.4	9.32%
卫生人员数(万人)	100	103.3	107.5	113.1	115.1	3.58%
其中：卫生技术人员	86	86.3	90.4	95	97.3	3.13%
内：执业(助理)医师	39.3	39.6	40.5	41.9	42.3	1.86%
每千农业人口乡镇卫生院床位(张)	0.8	0.84	0.96	1.06	1.12	8.78%
每千农业人口乡镇卫生院人员(人)	1.15	1.18	1.22	1.28	1.3	3.11%
诊疗人次(亿人次)	7	7.6	8.3	8.8	8.7	5.59%
住院人数(万人)	1836	2662	3313	3808	3630	18.58%
医师人均每日担负诊疗人次(人次)	7.1	7.7	8.2	8.3	8.2	3.67%
医师人均每日担负住院床日(日)	0.6	0.9	1.1	1.3	1.3	21.32%
病床使用率(%)	39.4	48.4	55.8	60.7	59	10.62%
出院者平均住院日(日)	4.6	4.8	4.4	4.8	5.2	3.11%

来源：卫生统计公报、国金证券研究所

图表26：社区卫生服务情况

	2006	2007	2008	2009	2010	5年CAGR
街道数(个)	6355	6434	6524	6686	6822	1.4%
社区卫生服务中心(个)	2077	3152	4036	5216	6903	27.2%
床位数(张)	41194	56174	76317	101448	137628	27.3%
卫生人员数(人)	66432	106046	149515	205996	282825	33.6%
其中：卫生技术人员	55035	86861	123568	171497	236966	33.9%
内：执业(助理)医师	25335	39122	54216	74861	103046	32.4%
诊疗人次(亿人次)	0.8	1.3	1.7	2.6	3.5	34.3%
入院人数(万人)	43.6	74.3	103.3	164.2	218.1	38.0%
医师人均每日担负诊疗人次(人次)	13	13.1	12.9	14	13.6	0.9%
医师人均每日担负住院床日(日)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	-2.6%
病床使用率(%)	57.9	59.6	58.7	59.8	56.1	-0.6%
出院者平均住院日(日)	15.6	13.1	13.4	10.6	10.4	-7.8%
社区卫生服务站(个)	20579	23881	20224	22092	25836	4.7%
卫生人员(人)	76500	70489	69414	89129	106691	6.9%
其中：执业(助理)医师	28635	27659	28208	34873	41179	7.5%
诊疗人次(亿人次)	0.9	1	0.8	1.2	1.4	9.2%
医师人均每日担负诊疗人次(人次)	13	14.6	12.5	13.7	13.6	0.9%
全国已设立社区卫生服务中心(站)	22656	27069	24260	27308	32739	7.6%

- **试点社区首诊制度，引导医疗需求下沉**。2011 年，人保部发布的《关于进一步推进医疗保险付费方式改革的意见》，要求探索社区首诊制度。社区首诊制度是规定居民在患病需要就诊时，首先到社区卫生机构接受全科医生诊疗的一种制度。除急诊外，如果居民要去医院寻求服务，要经过社区全科医生的转诊。
- 首诊制度能够对患者进行合理的分流，使居民常见病、多发病尽可能在社区卫生中心解决，节省大医院或者专科医院的医疗资源。全科医生作为社区居民的“守门人”，承担大多数居民的日常诊疗服务，对卫生资源的合理安排起到“过滤”作用。国外的调查发现，大约只有 5% 的患者需要寻求专科医生的诊治，90% 以上的患者能够在社区得到服务。
- 国外社区首诊制度已经发展的非常成熟。这种制度在控制医疗费用上涨、充分利用有限的卫生资源、为居民提供便捷的卫生服务等方面发挥了重要作用。
 - 在英国，每位年满 16 周岁的社区居民均有资格选择一名社区全科医生进行登记注册，就诊时必须找自己的全科医生，由全科医生提供免费诊疗服务并决定是否转到专科医生就诊。同时采用“经费跟着病人走”制度，英国对全科医生的费用偿付采用“按人头付费”的机制。每位全科医生收入的多少主要取决于在其名下注册的居民数量，由国家卫生服务中心负责支付。
 - 澳大利亚居民就诊时必须首先找到社区全科医生，接受初步、全面的医疗服务，如有必要，再由全科医生转诊到卫生系统的其他部门。医院并不设置普通门诊。全科医生虽然属于私人开业，收入来源却主要依赖于政府的医疗保健制度。政府对全科医生的费用偿付采用“按服务付费”的方式，医生可以自主确定收费标准，政府对每项费用的补偿有相对固定的标准，这样，患者就需要承担两者之间的差额。
- 我国恰恰相反，大多数的患者都首先选择到二级以上医院就诊，造成综合大医院医疗资源的满负荷运转。

- 首诊制度是医改的一个方向，国家从新医改开始投入大量资金改善基层医疗机构基础设施，并着力培养以全科医生为重点的基层医疗卫生队伍，同时配合推广基本药物制度，都是为了在条件成熟的情况下，全面推广社区首诊制度，从而真正实现需求下沉。
- 因此，我们认为基本药物制度建立至今，由于医疗需求持续流向高端医院的趋势没有逆转，基本药物放量并未兑现，但随着未来几年社区首诊制度不断完善和推进，我们将真正看到基本药物的放量。

趋势三：从利润角度看，极端性的降价要缓解，稳定的降价是常态

- 我们在利润分析部分，从我们的敏感性分析来看，我们倾向于认为去年基药断刀式的降价将逐步调整，未来方向将更偏向于质量价格并举。
- 但从长期看，在现有医保体制下，我们认为稳定的降价是常态，请参考我们的《医药行业系列专题报告》。

趋势四：从利润角度看，成本下降会是明年加分项目

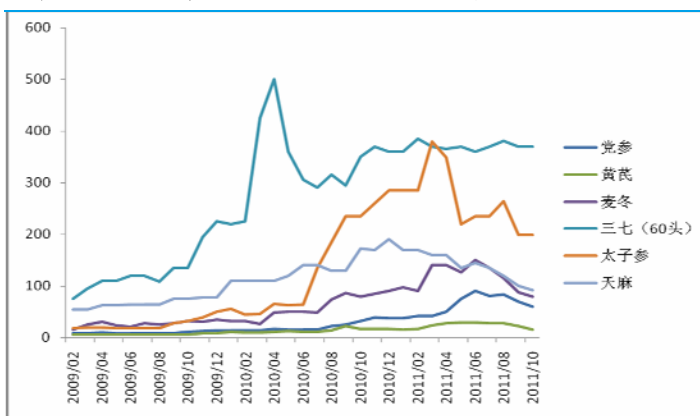
- 中药材价格经历了 2011 年暴涨之后，价格下跌是大概率事件。截止 2011 年 11 月 14 日，成都中药材价格指数已经比 5 月份下降 30%。中药材一方面具有农产品的价格属性，另一方面大多数品种并非极端稀缺，中药材价格的回归是必然。
- 中药材降价有效缓解企业的成本压力。中成药行业收入增长加快，毛利率开始回升。8 月中药材价格开始下降，中成药行业毛利率经历 7 月份的谷底 25.09%，已经大幅回升至 9 月份的 36.96%，逐步恢复历史平均水平。受益于原材料成本下降以及管理费用，销售费用率的整体下降，中成药行业息税前利润率从 7 月的 7.89% 回升至 9 月的 16.88%。随着药材价格的进一步下降，中成药行业明年有望实现量利齐升。

图表27：中药材价格下降是大趋势

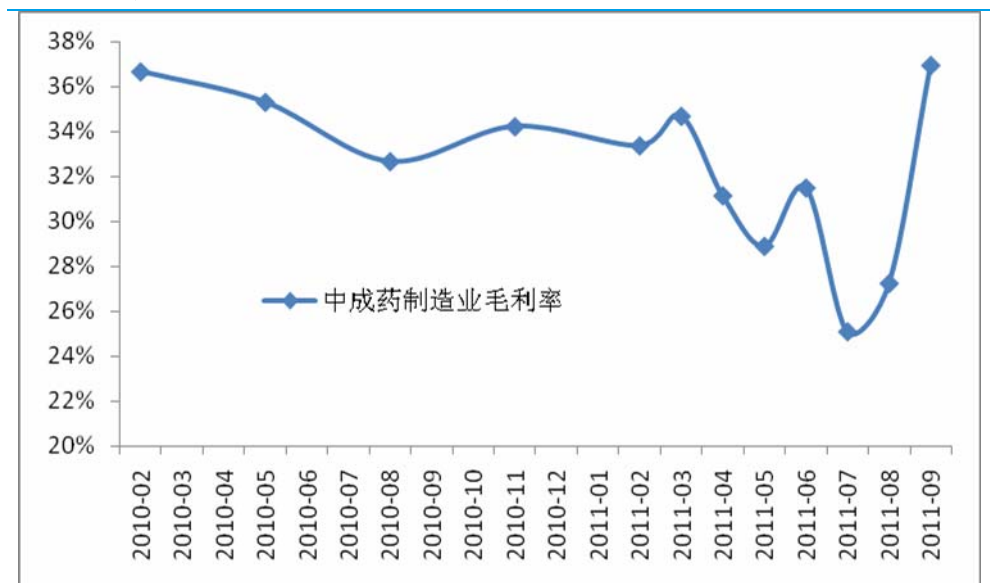


来源：Wind、国金证券研究所

图表28：主要中药材品种价格已经下降



图表29：中药制造业毛利率已经开始回升



来源：Wind、国金证券研究所

2012 年医药行业投资策略：在政策的松紧中博取收益

- 放眼 2012 年，党的十八大即将召开，国务院副总理李克强日前发表《不断深化医改，推动建立符合国情惠及全民的医药卫生体制》的文章，对未来的新医改提出了更高的目标。在国家领导人的持续关心下，医药行业将迎来新一轮的机遇与挑战。因此，2012 年牢牢把握医改的政策导向，成为医药板块投资的关键。
- 综合我们前文的分析，目前医药行业处在整体性的政策紧缩进程当中，控费和降价是主流趋势。这样的背景非常适合我们《医药行业专题研究》里面的思路，寻找创新、等着放量是唯一的投资方向，但这个投资思路的时间跨度会很长。但有一点是确定的，医药板块在这样的背景下必然走向分化，同时对政策的敏感度也将提高。
- 控费、降价的行业背景决定了明年医药投资是恢复性行情：医药板块已经度过了一年的紧缩期，也经历了类似基药降价这样极端性的政策出台，我们认为现在产业处在最困难的时刻。我们从三季报的数据读出，收入已经在恢复，利润还在筑底。在我们的中性假设下，我们判断政策不会再恶化，利润增长情况也将在 1-2 个季度内恢复。因此，2012 年医药行业相对于今年而言将是一个比较稳定的局面，医药行业的成长性投资得以恢复。
- 投资的弹性将依赖于政策的松紧：大的政策趋势已定，但期间可能会有松紧的波动：松可能体现在基药极端降价政策的修正；紧可能体现在部分省份医保招标政策的恶化。松紧当中将是投资医药板块的收益所在，因此明年对政策的节奏把握很重要。给一点阳光，就会灿烂；多一些乌云，就很惨淡。
- 遵循产业的趋势，投资个股：从我们的投资策略可以看出，我们处在对医药政策变动的不确定当中。在这样的情况下，我们必须选择符合明年行业趋势的个股，无论政策向上或者向下修正，他们的收益或者风险都是我们最佳的选择。我们对行业收入增速 22%、利润增速 24% 的预测是一个中性判断，个股的波动方向也将围绕对这个中性判断的修正而展开。我们把本文的逻辑，延伸到个股的对应上去，汇总了 2012 年个股研究思路如下：
- **1) 首推独立于政策的个股**：海正药业、康美药业、爱尔眼科、东富龙、迪安诊断、瑞康医药；**2) 其次推荐受益需求下沉及成本下降的中药**：云南白药、昆明制药、同仁堂、华润三九、江中药业；**3) 关注医保控费利**

好的国产化学仿制药及创新型品牌药：恒瑞医药、恩华药业、人福医药、华东医药、莱美药业； 4) 追求政策放松的弹性品种：科伦药业。

图表30：2012年选股策略

	大盘股	小盘股	次新股	从政策的趋势找机会
化学药（创新+放量）	恒瑞医药	华东医药、恩华药业、人福医药	莱美药业	趋势一：从控费用角度，推行按病种付费利好仿制药
	科伦药业			趋势三：极端性降价缓解带来的弹性
中成药（放量+成本）	云南白药	华润三九、昆明制药、同仁堂、江中药业	以岭药业	趋势二：从控费角度，引导需求下沉导致基层放量 趋势四：原材料成本下降
规避政策风险（独立行情）	海正药业、康美药业		东富龙、爱尔眼科、鱼跃医疗	趋势三：稳定的降价是常态，找独立于政策的股票
			迪安诊断、瑞康医药	趋势二：从控费角度，引导需求下沉导致基层放量

来源：国金证券研究所

图表31：国金生物医药行业股票池

行业	代码	简称	总市值 (亿元)	每股收益EPS							收盘价		PE			市场表现
				10	11E	11/10YOY	12E	12/11YOY	13E	13/12YOY	2011-11-18	11PE	12PE	13PE	今年以来涨跌(%)	
化药	600276.SH	恒瑞医药	338.1	0.97	0.79	22%	0.98	24%	1.31	33%	30.08	38	31	23	(24.10)	
	002262.SZ	恩华药业	48.2	0.33	0.46	41%	0.64	40%	0.90	40%	20.61	45	32	23	(12.81)	
	002294.SZ	信立泰	116.9	1.57	1.13	15%	1.38	22%	1.75	27%	32.18	28	23	18	(27.98)	
	300006.SZ	莱美药业	36.9	0.50	0.50	100%	0.75	50%	0.98	30%	20.19	40	27	21	10.34	
	002422.SZ	科伦药业	254.7	2.76	2.00	45%	2.70	35%	3.92	45%	53.06	27	20	14	(32.37)	
	000963.SZ	华东医药	120.9	0.73	0.96	31%	1.29	35%	1.72	33%	27.86	29	22	16	(15.24)	
	600062.SH	双鹤药业	102.3	0.91	0.93	2%	1.12	20%	1.36	21%	17.90	19	16	13	(36.59)	
原料	600216.SH	浙江医药	112.2	2.54	2.85	12%	3.15	11%	3.51	12%	24.92	9	8	7	(21.80)	
	002001.SZ	新和成	160.6	1.61	1.80	12%	2.07	15%	2.48	20%	22.12	12	11	9	(10.92)	
	600267.SH	海正药业	184.5	0.76	0.98	30%	1.27	29%	1.65	30%	35.16	36	28	21	(8.25)	
	002020.SZ	京新药业	25.5	0.13	0.50	291%	0.79	60%	1.10	39%	20.19	41	25	18	15.90	
中药	000538.SZ	云南白药	409.5	1.33	1.75	32%	2.28	30%	2.98	30%	58.98	34	26	20	(2.18)	
	600422.SH	昆明制药	50.1	0.27	0.43	57%	0.61	41%	0.80	32%	15.96	37	26	20	16.30	
	600518.SH	康美药业	289.8	0.33	0.49	51%	0.66	33%	0.85	29%	13.18	27	20	16	(21.02)	
	600329.SH	中新药业	78.2	0.40	0.44	10%	0.55	25%	0.69	25%	10.58	24	19	15	(26.10)	
	000423.SZ	东阿阿胶	306.0	0.89	1.35	52%	1.75	30%	2.19	25%	46.79	35	27	21	(7.85)	
	600085.SH	同仁堂	205.6	0.66	0.35	31%	0.49	40%	0.61	26%	15.79	46	32	26	16.11	
	600557.SH	康缘药业	64.8	0.44	0.57	31%	0.72	27%	0.93	28%	15.30	27	21	16	(17.77)	
	600750.SH	江中药业	85.8	0.88	0.57	-35%	1.30	129%	1.76	35%	27.56	49	21	16	(22.68)	
生物	002007.SZ	华兰生物	157.6	1.06	0.80	-25%	1.10	38%	1.35	23%	27.35	34	25	20	(42.97)	
	002022.SZ	科华生物	61.9	0.46	0.53	15%	0.61	15%	0.70	15%	12.57	24	21	18	(28.62)	
	600195.SH	中牧股份	75.9	0.80	0.94	18%	1.15	22%	1.37	19%	19.46	21	17	14	(17.38)	
器械	002223.SZ	鱼跃医疗	102.2	0.63	0.57	43%	0.81	42%	1.00	23%	25.00	44	31	25	(20.61)	
	300171.SZ	东富龙	73.0	2.38	1.31	47%	1.81	38%	2.50	38%	45.64	35	25	18	6.78	
	600529.SH	山东药玻	34.7	0.67	0.60	-10%	0.77	28%	0.96	25%	13.49	22	18	14	(19.86)	
医疗	300015.SZ	爱尔眼科	108.9	0.45	0.65	44%	0.95	46%	1.36	43%	25.50	39	27	19	(7.39)	
	300244.SZ	迪安诊断	25.5	0.89	0.87	37%	1.21	39%	1.67	38%	49.98	57	41	30	19.14	
OTC	000999.SZ	华润三九	194.8	0.83	0.92	10%	1.24	35%	1.52	23%	19.90	22	16	13	(20.89)	
行业	000001.SH	上证综合指数													(13.94)	
	000002.SH	上证A股指数													(13.92)	
	000300.SH	沪深300													(16.68)	
	801150.SI	医药生物(申万)													(18.86)	

来源：Wind、国金证券研究所

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B