

医药行业第二季度投资策略

耐心等待，精心布局

健康护理/医药

投资要点:

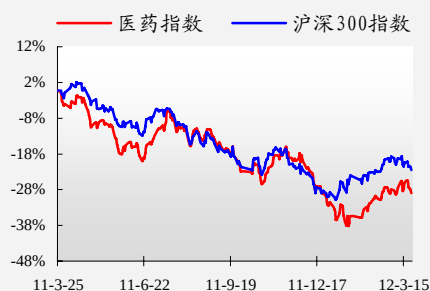
- 从政策上看，取消“以药养医”的政策方向已经基本确定，今年国家还将陆续出台抗生素限用、药品降价、销售环节加价率、按病种、按人头付费等多个控制医药费用快速增长的政策，政策的不确定性仍然较大，政策性底部短期难现。
- 从利润增速看，去年出台的药价调控政策从去年下半年起影响企业的业绩，考虑到同比影响的因素，今年上半年药企的业绩增速不容乐观，再加上国家还将继续打压药价和限制药品过度消费，较长时期内，普药企业的利润可能都不太乐观。
- 从估值上看，医药板块 PE 在申万所有一级子行业中排第 15 位，相对于沪深 300 的估值溢价率为 178.8%，估值依旧不便宜，随着利润增速的放缓，板块估值重心可能将继续下移。
- 从基金配置看，基金在 2011 年底配置医药股的比例为 8.28%，超配比例为 4.36%，今年第一季度，部分基金公司减仓了部分医药股，但减仓幅度应该不大，估计超配比例仍然维持在 4% 左右，超配比例依然在历史高位。
- 医药板块在经过最近一年多的调整之后，部分个股已经颇具吸引力。当前情况和 2006 年有些相似，但又大不相同，我们从政策底、业绩底、估值底和配置底来看，调整仍未结束，中期大幅向上的可能性不大。
- 投资建议：如果政策方向没有发生大的变化，医药板块短期内缺少大幅向上的理由，短线看题材股和概念股或将继续活跃。但随着时间的推移，政策“短空长多”的影响将逐渐显现，医药蓝筹的投资价值也会日益突出。我们建议投资者耐心等待，精心布局，风雨之后便会有彩虹，以下三类板块值得重点关注，一是受益于国家政策支持医疗服务类企业，二是受益于中药材价格降低的部分中药企业，三是具有基药独家品种或者创新能力较强的企业，建议重点关注鱼跃医疗、科华生物、华润三九、江中药业、昆明制药、马应龙和通策医疗等个股。
- 风险提示：政策调控超预期的风险；成本较快上涨的风险。

优于大势

维持评级

发布时间：2012 年 3 月 30 日

走势图



子行业	评级
医疗服务	优于大势
中药	优于大势
医疗器械	优于大势
医药商业	同步大势
化学制药	同步大势

重要公司	评级
马应龙	推荐
鱼跃医疗	推荐
科华生物	推荐
昆明制药	推荐
通策医疗	推荐

分析师：周思立；联系人：刘林
执业证书编号：S0550511010003
TEL: (8621)2036 1137
FAX: (8621)2036 1159
Email: liulin@nesc.cn
地址：上海市源深路 305 号
邮编：200135

1.医药板块第一季度行情回顾	3
1.1.医药板块走势基本符合我们预期.....	3
1.2.高价蓝筹股继续补跌	3
1.3.多只 ST 个股涨幅居前	4
1.4.医疗器械板块涨幅居前	5
2.医药板块估值仍不具优势	5
2.1.估值水平大幅降低	5
2.2.各子行业估值差距较大	6
2.3.估值溢价率仍然偏高	7
3.基金依然超配	7
4.医药行业利润增速或将继续放缓	9
4.1.当前情况和 2006 年类似，但又大不相同	9
4.2.各子行业基本情况	10
5.政策走向短空长多	11
5.1.政府投入力度和强度将提高.....	11
5.2.加强基本医疗保障激发群众医疗热情.....	12
5.3.消除“以药养医”促使药品费用合理回归	14
5.4.多元化办医体系促进医疗服务业的发展.....	15
5.5.发展商业健康保险有助于中高端诊疗业务的发展.....	15
5.6.关键在于政策的实际执行力度.....	15
6.一季度原料药价格基本平稳	16
6.1.VE 和 VA 小幅走高，多数维生素价格走低	16
6.2.抗生素原料药价格基本稳定.....	18
7.中药材价格稳中有升	20
8.投资建议	21
9.风险提示	22

1.医药板块第一季度行情回顾

1.1.医药板块走势基本符合我们预期

今年年初截至3月28日，申万医药生物指数累计下跌1.02%，低于沪深300指数的5.51%的涨幅，涨幅在申万所有一级子行业中位列倒数第二位，仅次于信息服务业1.56%的累计跌幅。申万医药生物指数在去年11月底开始加速下跌，到今年1月17日创出本轮调整的新低，随后跟随大盘反弹，最高反弹21.8%。但在3月14日创出近期3664点的反弹高点后，申万医药生物指数再次跟随大盘震荡向下。

我们之前对于医药板块持谨慎观点，认为医药板块在暴跌之后会出现反弹，但反弹幅度不会大，之后仍会继续向下，目前的板块走势这基本符合我们之前的预期。我们对于医药板块第二季度的走势仍然维持谨慎观点，认为医药板块依然缺乏大幅上涨的理由，医药板块很难走出独立于大盘的行情。

图 1：今年以来申万医药生物指数跑输沪深 300 指数



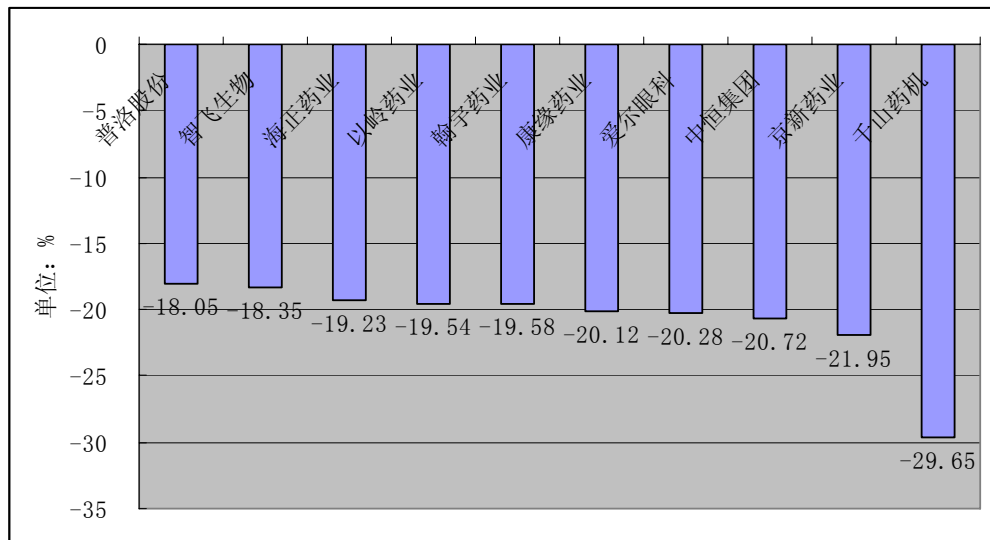
资料来源: WIND, 东北证券

1.2.高价蓝筹股继续补跌

从个股上看，从今年年初截至3月28日，申万医药生物板块中跌幅最大的是千山药机，累计跌幅为29.65%，另外像智飞生物、以岭药业、翰宇药业、康缘药业、爱尔眼科、

中恒集团、天士力、东富龙等高价蓝筹股继续补跌，一季度的下跌幅度均在 15%以上。蓝筹股若能整体重拾增长轨道，或许意味着慢牛行情的再次开启。

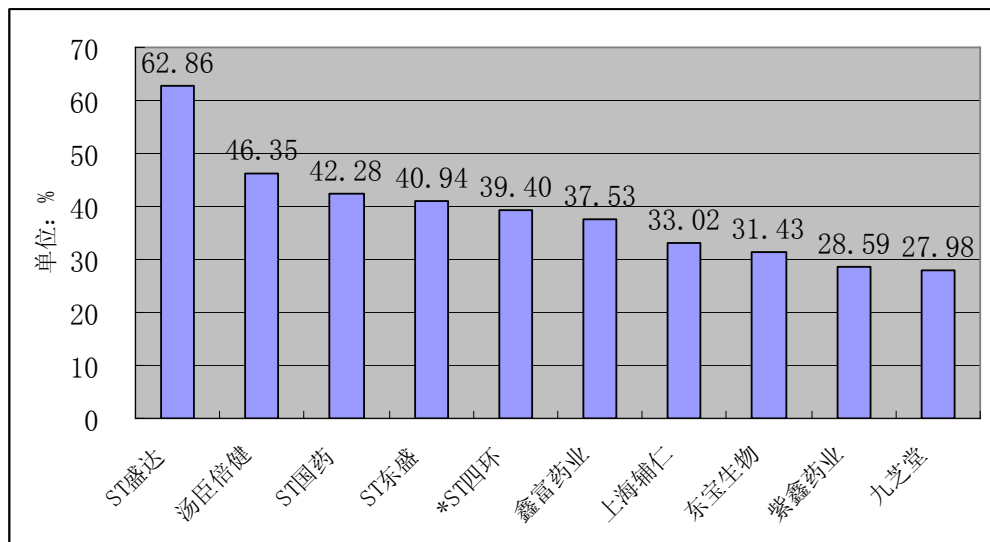
图 2：申万医药板块跌幅最大的十只个股



资料来源：WIND，东北证券

1.3. 多只 ST 个股涨幅居前

图 3：申万医药板块涨幅最高的十只个股



资料来源：WIND，东北证券

涨幅最大的 10 只股票中，主要为小盘股和概念股，ST 盛达涨幅最高，达到 62.86%，另外像 ST 国药、ST 东盛、*ST 四环等 ST 股票均涨幅居前，还有上海辅仁、紫鑫药业等

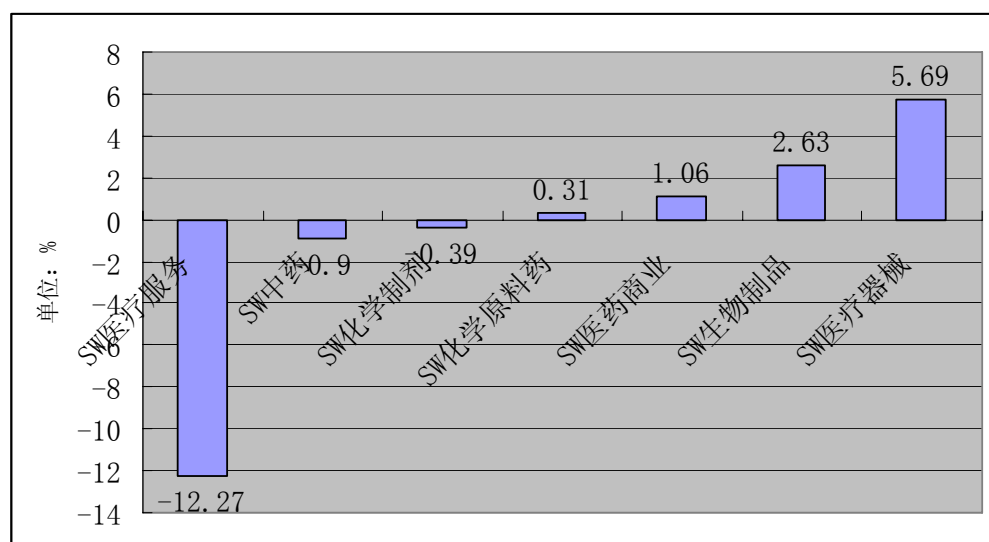
为重组概念或超跌反弹概念等。小盘股、概念股的涨幅居前，表明市场流动性紧张的局面并未明显缓解，板块调整还未进入尾期。若市场关注的重点再次转向基本面，而不是短期的题材炒作，ST 个股或将重新进入调整周期。

1.4. 医疗器械板块涨幅居前

从年初至 3 月 28 日，申万医药生物板块的各个子板块涨跌幅差异不大，但和去年的表现相比，各个子板块似乎在“风水轮流转”，在轮番补跌。去年相对抗跌的中药和医疗服务板块今年一季度却跌幅居前，而去年表现较差的化学制剂和生物制品板块今年的表现差强人意，均止住了大幅下跌的势头。

我们认为医疗服务和中药符合国家产业政策的发展方向，在深幅调整之后，部分个股的投资价值开始显现，后期应该会有较好表现。

图 4：医疗器械板块涨幅居前



资料来源：WIND，东北证券

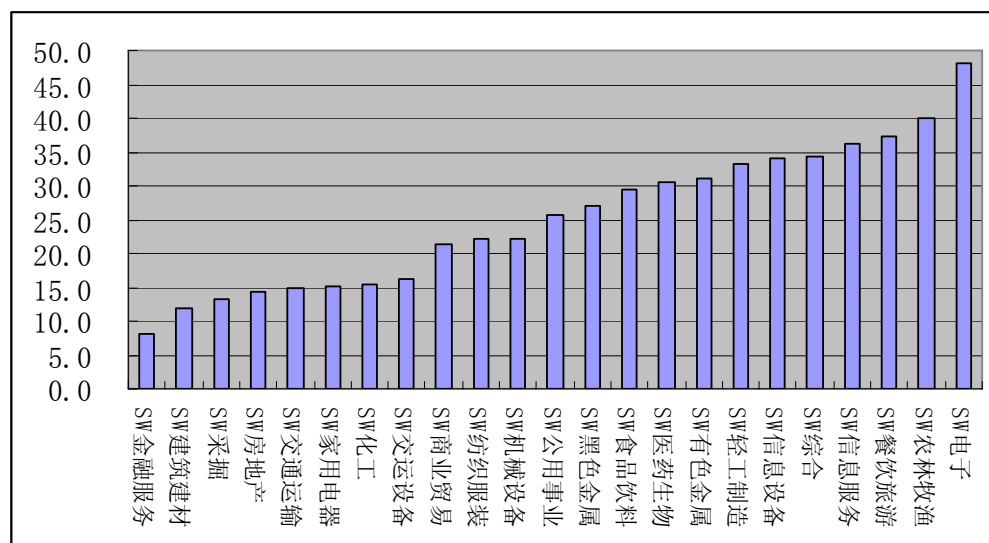
2. 医药板块估值仍不具优势

2.1. 估值水平大幅降低

从申万各个一级行业估值比较来看，截至 3 月 28 日，申万医药生物指数的 PE (TTM、整体法、不调整) 为 30.5 倍，比 2010 年高点时的 50 倍 PE 已经大幅下降。与申万 23 个一级子行业相比，申万医药生物板块的估值排名第 15 位，与去年相比排名变化不大。和历史估值相比，虽然距离 2008 年 11 月最低的 22.55 倍的最低估值还有一定距离，但考虑到 2009 年第一季度医药板块的业绩增速已经降到 10% 左右，而 2012 年医药板块估计仍有 15% 左右的净利润增速，因此从 PEG 角度看，当前医药板块的估值水平只能说略微

偏高。

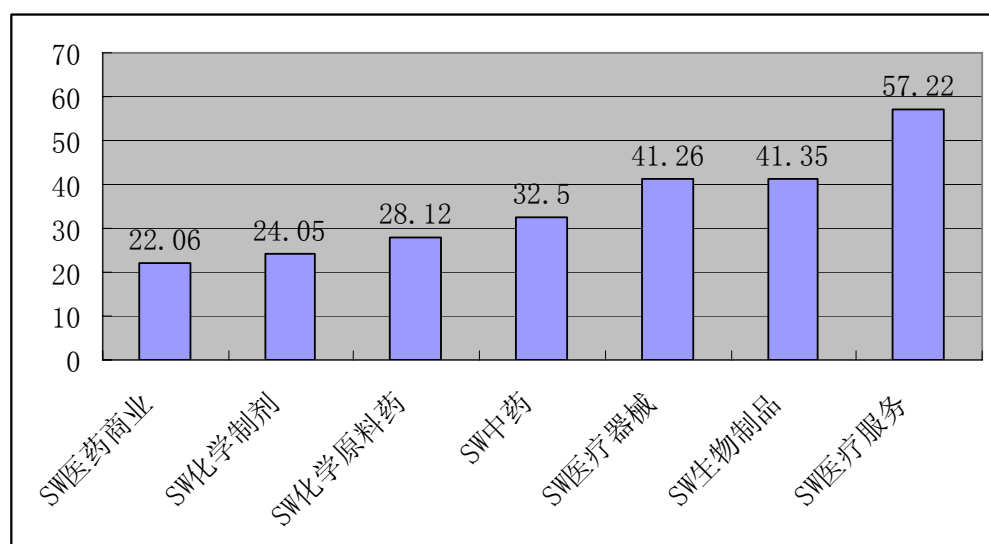
图 5：各一级行业板块的估值比较（TTM、整体法）



资料来源：WIND，东北证券

2.2.各子行业估值差距较大

图 6：申万医药各子行业板块估值比较（TTM、整体法）



资料来源：WIND，东北证券

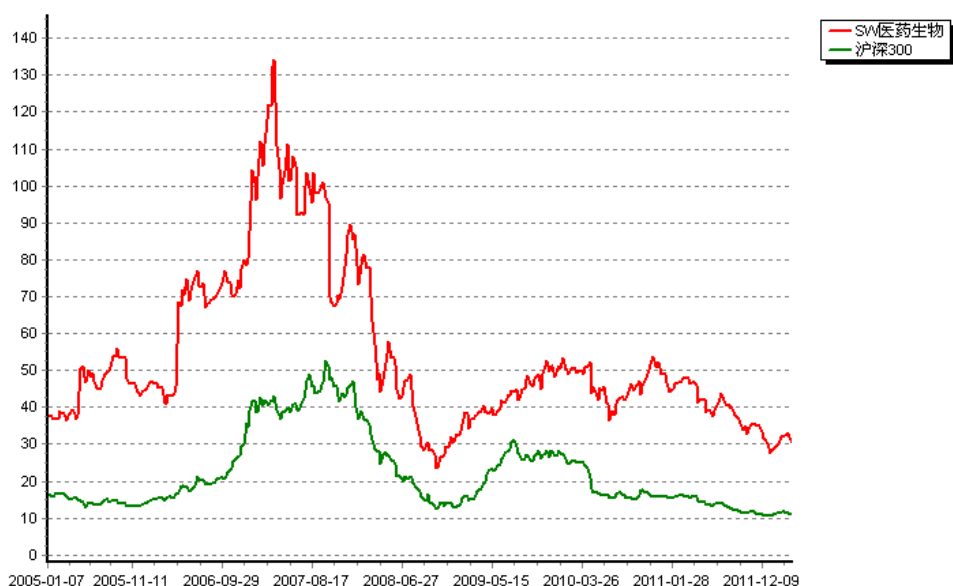
从子行业看，医药各子行业估值差距较大，最高和最低相差在一倍以上。医疗服务板块估值仍然最高，但相比去年已经大幅降低，由于医疗服务产业面临重大的政策性机遇，高成长的预期强烈，因此享有较高的估值也较为合理。高技术门槛的生物制品是医

药制造业的发展方向之一，前两年受到了市场的热烈追捧，估值被抬得很高，去年以来估值已经大幅回调，但相比于国内生物制药企业的研发能力及其成长性，估值仍不算便宜。化学制剂是受政策影响较大的子行业，经过去年的大幅下跌后，估值已趋合理，但产业若不能适应政策的变化，估值仍可能进一步下调。中药板块受到政策影响不大，但去年受中药材价格上涨影响较大，部分企业盈利出现了下滑，但今年该因素将逐渐消除，目前的估值较为合理。

2.3.估值溢价率仍然偏高

从估值溢价率看，截至3月28日，沪深300估值（TTM、整体法、不调整）为10.95倍，申万医药生物指数估值（TTM、整体法、不调整）为30.53倍，估值溢价率为178.81%，溢价幅度有所缩小，但仍处于历史较高水平。沪深300的估值已经处于底部区域，再次大幅下降的几率不大，而医药板块整体今年业绩增速放缓已经基本确定，因此医药板块唯有继续调整方可缩小估值溢价率。

图 7：申万医药生物指数和沪深 300 的估值溢价率比较

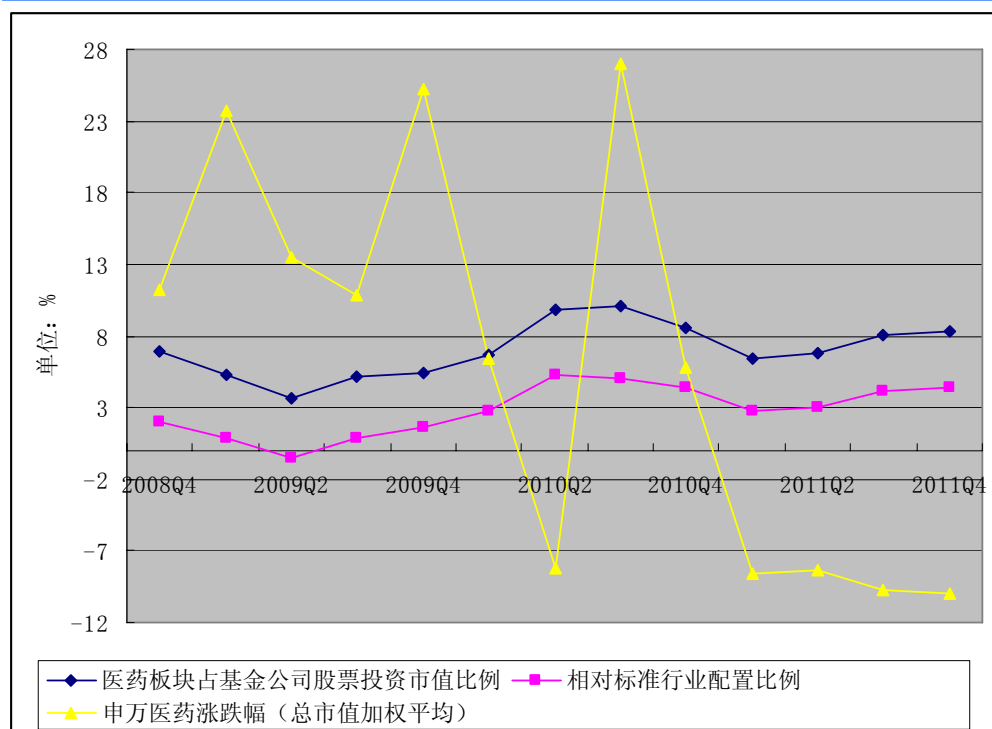


资料来源：WIND，东北证券

3.基金依然超配

我们比较了2008年第四季度至2011年第四季度的基金配置以及申万医药板块的区间涨跌幅情况，大致可以得出以下结论。

图 8: 基金配置比例与板块涨跌幅关系比较



资料来源: WIND, 东北证券

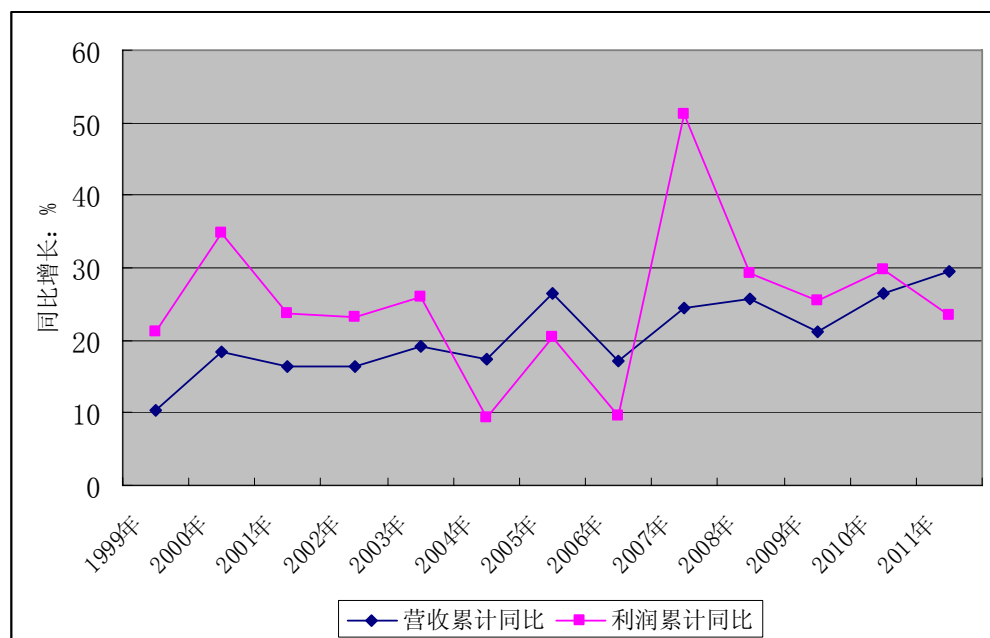
- 第一, 医药板块涨跌幅与基金公司的超配比例具有一定的正相关性。基金公司从 2009 年 Q2 起连续 7 个季度的持续加仓, 是同期医药板块上涨的主要动力之一; 其后两个季度的大幅减仓, 医药板块也同步开始调整。
- 第二, 基金公司的话语权在减弱。从 2011 年 Q1 起, 基金公司已经连续四个季度加仓医药股, 但申万医药指数却连续四个季度持续走低, 二者的走势出现了背离。我们认为基金去年 Q2 以来的加仓, 更多地是出于认为实际调控政策影响不大的憧憬, 以及自救博反弹的美好愿望。
- 第三, 如果基金配置比例持续增加, 当板块配置比例达到 10%以上, 或者超配比例达到 5%以上, 同时伴随着板块指数的持续上涨, 此时需要警惕。
- 第四, 2011 年 Q4 的配置比例为 8.28%, 超配比例为 4.36%, 根据我们近期的调查情况, 部分基金公司趁着 2 月份以来的反弹, 有所减仓, 但减仓幅度应该不大, 估计超配比例仍然维持在 4%左右。
- 第五, 对于未来的判断: 目前基金对于医药的超配比例虽然距离 5.31%的历史高点还有 1%左右的距离, 但在政策打压和连续弱势的市场环境下, 基金进一步超配的动力已经大大减弱。在股票型基金资产份额没有大幅提高的情况下, 基金超配动力的减弱, 也意味着医药板块或许难以走出独立上扬的行情。

4.医药行业利润增速或将继续放缓

4.1.当前情况和 2006 年类似，但又大不相同

2011 年，医药制造业实现营业收入 14522 亿元，同比增长了 29.37%；实现利润 1494 亿元，同比增长了 23.50%。统计最近十余年医药制造业的数据，只有 2004 年~2006 年出现了类似的情况，利润增速慢于营收增速。这种情况的出现，主要是由于国家新版 GMP 和环保要求的提高，使得企业成本增加；同时国家发改委对于药品价格的控制，导致下游传导不畅。

图 9：2011 年医药制造业利润增收低于营收增速



资料来源：WIND，东北证券

当前情况有些类似于 2006 年，都是利润增速低于营收增速，都是企业成本增加、药品降价引发行业调整，但又和 2006 年的情况大不相同。SFDA 在 2006 年新批了数千种新药，医药行业很快就以“老酒装新瓶”的做法规避了降价风险，并且那时刘易斯拐点未到，环保执行力度也不够严格，所以 2007 年医药行业的净利润就出现了大幅反弹。

目前来看，国家取消“以药养医”的决心已下，药品降价和招标采购机制的改革将是长期化的政策，同时人力费用和原材料成本的长期上涨趋势已定，因此期望 2012 年业绩出现绝地反弹的设想是不现实的。我们认为更合理的情况是，借助于行业整合和产业创新，一些优质的医药企业能够持续成长和壮大，这些企业的增长速度要远快于行业平均增速。

4.2.各子行业基本情况

中药饮片和中成药继续高速增长，中药饮片营收增速高达 56.11%，中成药也实现了 34.76% 的高增长；中药行业受药品降价影响较小，中药饮片和中成药的利润增速分别为 65.34% 和 40.42%，均超过了营收增速；不化过中药材价格的上涨还是影响了毛利率，中药饮片和中成药的毛利率分别下滑了 2.85% 和 3.04%，毛利率下滑幅度位居医药各子行业前列；中药饮片的企业数量在 2011 年减少了 217 家，差不多消失了四分之一的数量，产业集中化程度大大提高。

图 10：2011 年医药各子行业基本情况

比较项目	原料药	化学制剂	中药饮片	中成药	生物制品	医疗用品
企业数量（个）	1075	1032	593	1328	690	520
同比减少（个）	142	281	217	212	170	181
营收（亿元）	3050	4105	854	3379	1515	921
同比增速	22.59%	24.02%	56.11%	34.76%	26.73%	39.38%
利润（亿元）	248	442	64	372	207	89
同比增速	20.99%	12.80%	65.34%	40.42%	6.45%	41.62%
毛利率	19.91%	36.05%	18.06%	31.19%	29.61%	22.36%
同比增加	0.12%	-2.13%	-2.85%	-3.04%	0.44%	2.15%

资料来源：WIND，东北证券

2011 年，化学原料药营收增速和利润增速大致平衡，分别为 22.59% 和 20.99%，毛利率也略有提高，达到 19.91%。不过在需求不畅和供应过剩的背景下，我们预计 2012 年化学原料药的毛利率或将有所降低。企业数量为 1075 家，依旧偏多，同比仅减少 142 家，产业集中化程度仍有待提高。

化学制剂药的营收和利润规模仍是医药各子行业最高的，分别达到 4105 亿元和 442 亿元。受到药品降价和成本增加的影响，利润增速仅为 12.8%，明显低于其 24.02% 的营收增速。毛利率虽然有所降低，但 36.05% 的毛利率仍是医药各子行业中最高的，具有进一步降低的可能性。

生物制品的利润增速和营收增速相比，差距最大，主要是由于 2010 年有部分高利润率的甲流疫苗收入的确认，而 2011 年此部分确认较少。生物制品行业的集中度也提高较快，企业数量减少了 170 家，一年减少了 20%，行业龙头的优势地位更加突出。

卫生材料和医疗用品行业是唯一一个利润增速超过收入增速的子行业，其利润增速和营收增速分别为 41.62% 和 39.38%；卫生材料和医疗用品没有受到降价政策的影响，也没有 GMP 改造和环保压力，毛利率提高了 2.15%，是提高幅度最大的子行业。目前，卫生材料和医疗用品行业的收入规模仅占到整个医药行业收入规模的 6.34%，成长空间十分巨大。

5.政策走向短空长多

今年第一季度，国务院、卫生部召开会议或印发文件，为医改的下一步指明了方向：

- 2012年2月2日，卫生部公布了《2012年卫生工作要点》，提出要进一步完善新型农村合作医疗制度，推进基层医疗卫生机构综合改革；巩固完善基本药物制度；积极推进公立医院改革试点等。
- 2012年2月22日，温家宝总理主持召开国务院常务会议，提出到2015年，城镇居民医保和新农合的政府补助标准提高到360元/人，三项基本医保政策范围内的住院报销比例均提高到75%，完善基本药物制度，积极推进公立医院改革。
- 2012年3月22日，国务院印发了《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案》，为2012年~2015年的医改指明了方向。

5.1.政府投入力度和强度将提高

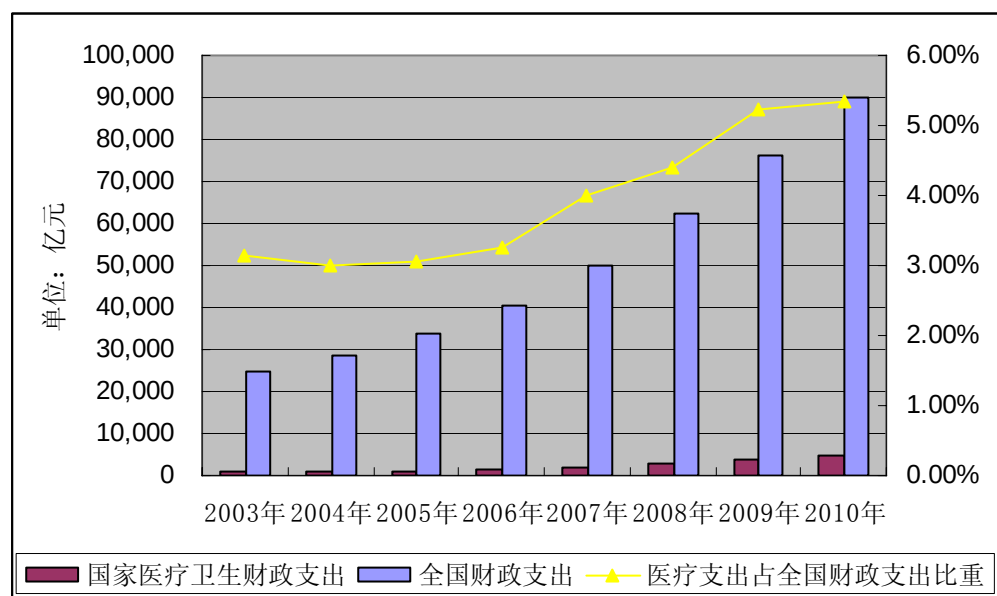
国务院在2009年初发布了《关于印发医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009~2011年）的通知》，提出在2009~2011年重点抓好医药卫生体制的五项改革，并计划三年投入8500亿元来保障医改的顺利实施。据有关数据统计，2009~2011年全国财政投向医改的资金达到11342亿元，其中中央财政投入4300亿元，超出了2009年的投入预算。

2011年是三年医改的结束之年，市场人士普遍担心国家在之后的医改投入力度会减小。今年3月22日，国务院印发了《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案》，正式提出：“十二五期间政府医药卫生体制改革投入力度和强度要高于2009-2011年医药卫生体制改革投入；政府卫生投入增长幅度高于经常性财政支出增长幅度，政府卫生投入占经常性财政支出的比重逐步提高；基本医保政府补助标准和人均基本公共卫生服务经费标准要随着经济社会发展水平的提高相应提高”。国务院的明确表态，就为未来四年的医疗卫生体制改革提供了资金保障。

医疗卫生投入占全国财政支出的比重，从2008年的4.40%提高到2010年的5.35%，提高了0.95个百分点，年均提高0.3个百分点以上。倘若“十二五”期间，医疗卫生支出的占比能够按照0.35%的速度提高，到“十二五”末期达到7%的占比，相当于国家医疗卫生财政支出至少还需要翻番，增长空间无疑是很大的。

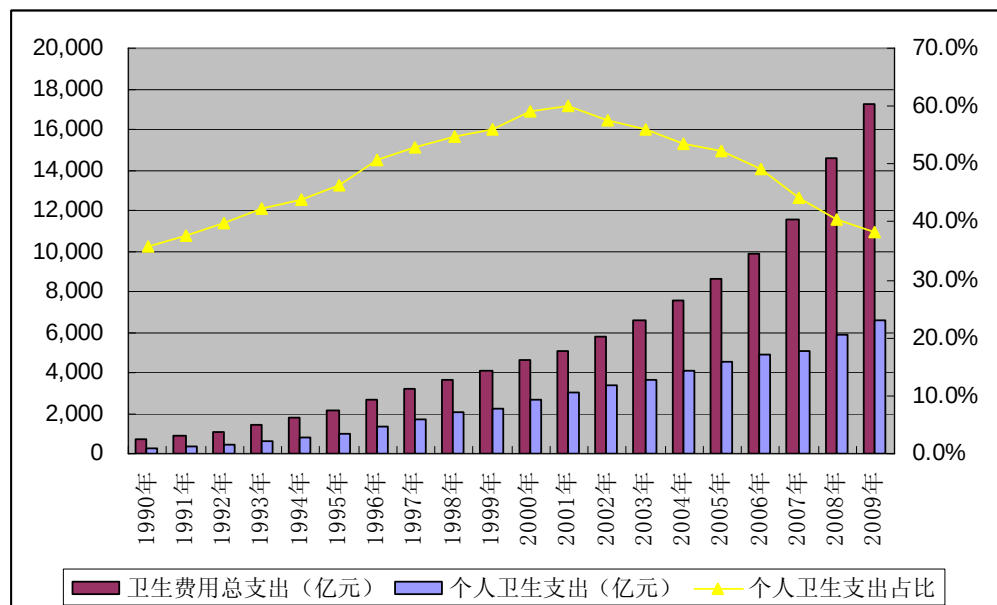
我国医改着重重要改变的“看病贵”问题，就是要降低个人卫生支出的快速增长。在上世纪90年代初，我国个人卫生支出占卫生总费用的比例大致在35%左右，群众“看病贵”的问题并不突出。但随后十余年，个人卫生支出占比快速增长，到本世纪初，个人卫生支出占比一度达到了60%，群众医疗负担沉重。国务院在《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案》中，提出要将“个人卫生支出占总卫生费用的比例降低到30%以下”。2009年我国个人卫生支出比例为38.2%，全国卫生总费用为17204亿元，即便假设2012年全国卫生费用仅为2万亿元，8%的个人卫生支出降幅，也意味着政府和社会至少需要每年增加投入1600亿元。

图 11: 医疗支出占全国财政支出的比重逐年提高



资料来源: WIND, 东北证券

图 12: 个人卫生支出占比近年来逐渐降低



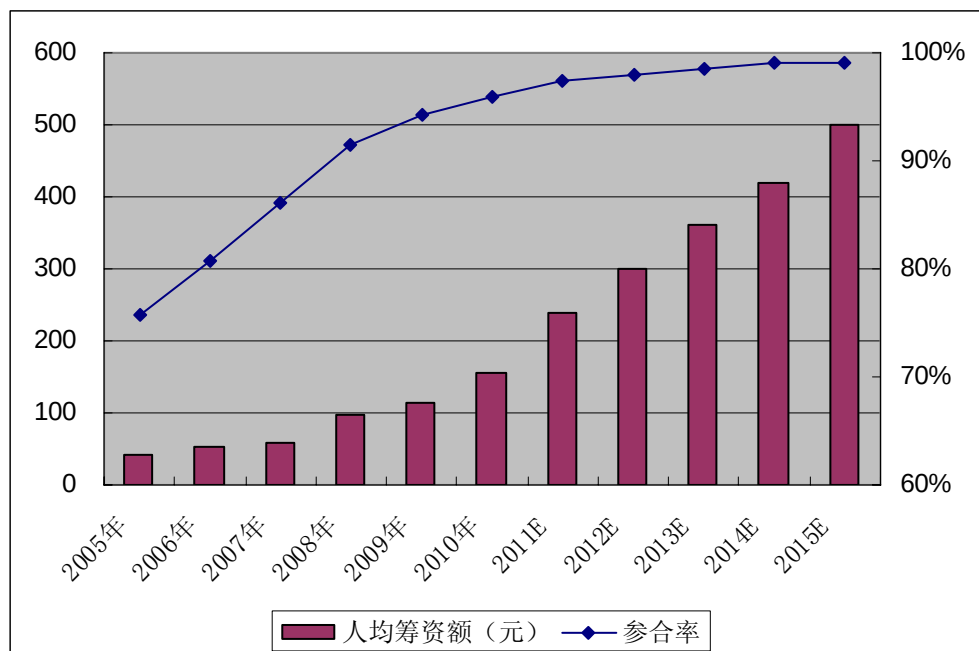
资料来源: 卫生部, 东北证券

5.2.加强基本医疗保障激发群众医疗热情

“十二五”期间,我国将继续加强全民基本医保,重点由扩大范围转向提升质量。在继续提高基本医保参保率基础上,稳步提高基本医疗保障水平,着力加强管理服务能力,

切实解决重特大疾病患者医疗费用保障问题。

图 13: 新农合参合率和筹资额稳定提高



资料来源：卫生部，东北证券

第一，巩固扩大基本医保覆盖面。国务院提出，职工医保、城镇居民医保和新农合三项基本医疗保险参保率在 2010 年基础上提高三个百分点，2010 年三项基本医保的参保人数为 12.69 亿人，参保率为 94.7%，这意味着 2015 年参保率将达到 97.7%，绝大部分人口都能够覆盖。同时还要重点做好农民工、非公有制经济组织从业人员、灵活就业人员，以及关闭破产企业退休人员和困难企业职工参保工作。

第二，提高新农合的筹资水平。到 2015 年，城镇居民医保和新农合政府补助标准提高到每人每年 360 元以上，个人缴费水平相应提高，探索建立与经济发展水平相适应的筹资机制。

第三，提高住院报销比例。职工医保、城镇居民医保、新农合政策范围内住院费用支付比例均达到 75% 左右，明显缩小与实际住院费用支付比例之间的差距；最高支付限额不低于全国农民人均纯收入的 8 倍，且不低于 6 万元。

第四，普遍开展门诊医疗费用统筹，逐步提高门诊补偿水平。城镇居民医保和新农合门诊统筹覆盖所有统筹地区，支付比例提高到 50% 以上；稳步推进职工医保门诊统筹。

第五，探索建立省级统筹的重特大疾病保障基金。以省（区、市）为单位全面推开儿童白血病、儿童先天性心脏病、终末期肾病、乳腺癌、宫颈癌、重性精神疾病、耐多

药肺结核、艾滋病机会性感染等 8 类重大疾病保障工作，不断提高保障水平。在 1/3 左右的统筹地区，将肺癌、食道癌、胃癌、结肠癌、直肠癌、慢性粒细胞白血病、急性心肌梗塞、脑梗死、血友病、I 型糖尿病、甲亢、唇腭裂等 12 类疾病纳入重大疾病试点范围。

5.3.消除“以药养医”促使药品费用合理回归

我国医药卫生费用近年快速增长，专家将责任大多归咎于“以药养医”的机制。国家自启动医改以来，已经出台或者即将出台抗生素限用政策、药价调控政策、销售环节加价率政策、按人头付费、单病种付费政策、总额预付政策、药品采购招标政策以及补偿机制的改革政策等，矛头大多指向“以药养医”机制。

图 14： 国家多项政策指向“以药养医”机制



资料来源：东北证券

根据卫生部的统计，2009 年，全国 4806 家五级综合医院的药品收入为 4846.8 亿元，占总收入的比重为 43.47%。倘若“以药养医”机制被消除，凡是进入医保的药物都实行零差率销售，终端药品市场规模可能会大幅缩减 20%左右，药品收入占医院总收入的比重也有望下降到 30%以下。

从支付方式看，总额预付、按人头、按病种付费改革试点将逐渐推广，能有效控制大处方、重复检查和滥用药品等不合理的诊疗现象，这将在一定程度上限制药品费用和检查费用的增长，对于医疗设备、高值耗材以及大部分药品的销售均有不利影响。

从抗生素限用政策看，抗生素限用政策的正式版本即将出台，降低标准的可能性很小，抗生素和大输液的销售可能会受到较大影响。

从药品采购招标政策和即将颁布的药品流通环节加价率政策来看，药品价格继续受

到限制，优质优价药、单独定价药等价高有利于医院终端销售的优势可能不复存在，进口药企和创新药企会受到影响，同时普药制造企业和医药商业企业也都会受到影响。

5.4.多元化办医体系促进医疗服务业的发展

我国的医疗体系一直是以公立医院为主的政府办医体系，自医改启动以来，相关部委及其领导人多次强调要形成多元化的办医体系。2010年，李克强副总理在“求是”杂志发表了“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”的讲话，提出要“抓紧清理和修订相关规章制度，消除政策障碍，实行同等待遇，加快发展非公立医疗机构，与公立医疗机构相互补充、相互促进，形成公立医院改革的外在推力。”李总理同时还提出，“在做好保基本的同时，也要促进非基本医疗服务的发展，充分发挥市场机制的作用，鼓励社会力量举办选择性的、个性化的医疗服务，适应患者多层次、多样化的医疗需求”。

在国务院最新颁布的“十二五”医改规划中，也明确提出要大力发展多元化办医体系，鼓励发展非公立医疗机构，并首次明确提出：2015年，非公立医疗机构床位数和服务量达到总量的20%左右。并计划在以下两方面，全面推进社会办医的进程。

首先，在社会资本举办医疗机构的准入方面，鼓励有实力的企业、慈善机构、基金会、商业保险机构等社会力量以及境外投资者举办医疗机构，鼓励具有资质的人员（包括港、澳、台地区）依法开办私人诊所。

其次，在执业环境的改善方面，落实价格、税收、医保定点、土地、重点学科建设、职称评定等方面政策，对各类社会资本举办非营利性医疗机构给予优先支持，鼓励非公立医疗机构向高水平、规模化的大型医疗集团发展。

5.5.发展商业健康保险有助于中高端诊疗业务的发展

国家在多个文件中明确提出要发展商业健康保险，鼓励商业保险机构发展基本医保之外的健康保险产品，积极引导商业保险机构开发长期护理保险、特殊大病保险等险种，满足多样化的健康需求。鼓励企业、个人参加商业健康保险及多种形式的补充保险，落实税收等相关优惠政策。

从国际经验看，商业健康保险是国家基本医疗保障之外的重要补充，能适应不同人群的多样化的健康需求，有效保障基本医疗之外的中高端需求。商业健康保险的大力发展，能促进中高端诊疗服务和创新药、原研药的需求，对于高端医疗服务企业和创新型药企是利好。

5.6.关键在于政策的实际执行力度

从政策整体看，国家一方面要加强基本医疗保障，另一方面要严控医疗费用的快速

增长。消除“以药养医”和公立医院改革被认为是近期的政策重点。

消除“以药养医”政策的实质就是要企业让利，企业让一部分利润给民众，以补充国家医保投入的不足。从短期看，制药企业和医药商业企业的利润整体会被压缩，盈利增速可能会较大下降；但从长期看，将加快医药行业的整合进程，医药行业的集中程度将大大提高，这有利于医药龙头企业的快速做大做强。

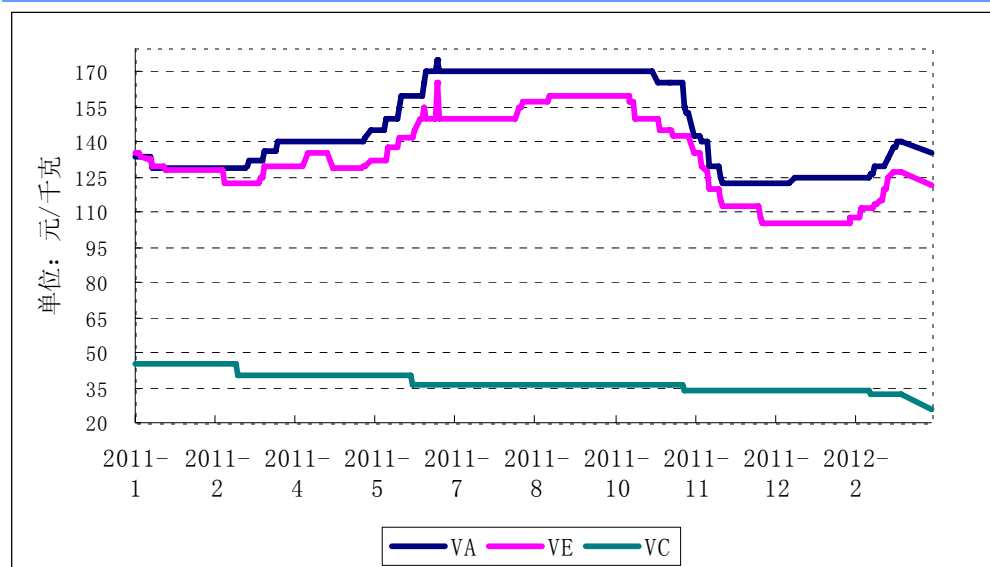
医改牵涉了多方的利益，政策的设计非常重要，在实际执行中，也可能会遇到多方面的之前没有预想到的问题。比如取消“以药养医”，政策的设计是加大投入和提高医疗服务的收费水平，如果政府投入不能及时跟进，就会造成医院抵制政策的执行；如果医院收入完全与药品无关，可能会造成部分患者需求无法满足；如果公立医院的医生收入完全由国家承担，又会造成“大锅饭”现象；如果提高医疗服务价格，而监管又不力，也可能造成患者实际医疗费用的提升。

6. 一季度原料药价格基本平稳

6.1. VE 和 VA 小幅走高，多数维生素价格走低

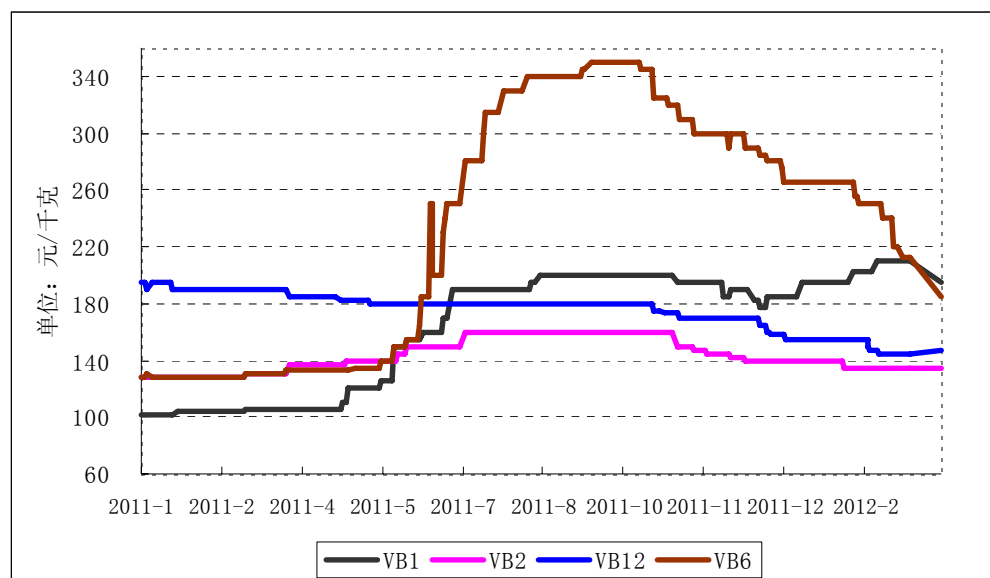
今年年初以来，技术壁垒较高的 VA 和 VE 的价格均有小幅的回升，但 3 月下旬又略有回落，其中 VA 价格最高达到 140 元/kg，比年初上涨了 14.28%，VE 价格最高为 127 元/kg，比年初上涨了 20.95%。产能严重过剩的 VC 价格继续下行，创下了历史新低，最新一周的价格为 26 元/kg，该价格已经接近或略低于成本线，VC 产业面临生死抉择。

图 15: VA、VE、VC 的价格走势



资料来源: WIND, 东北证券

图 16: 维生素 B 族价格走势

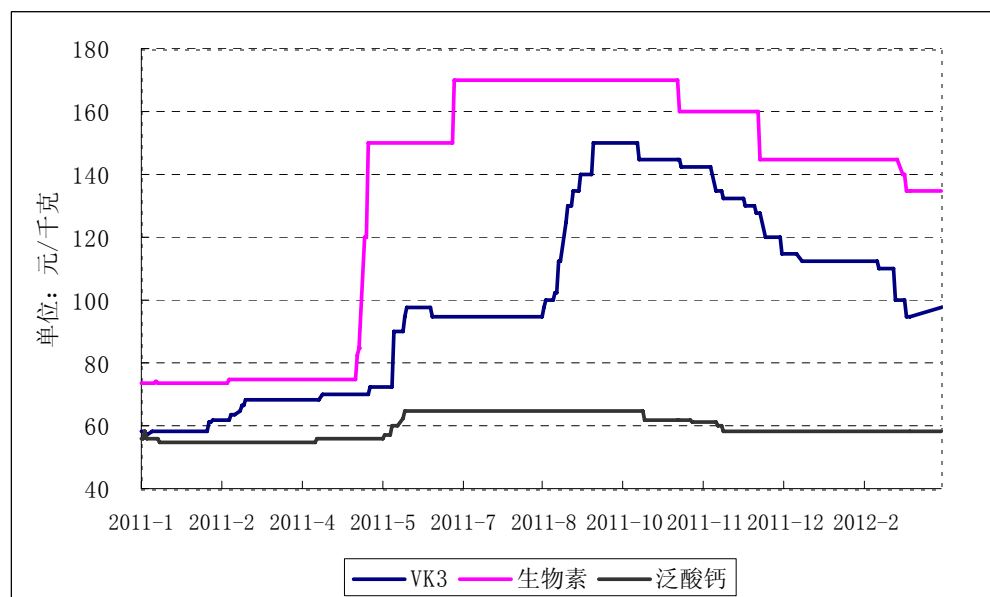


资料来源: WIND, 东北证券

VB 价格整体走势较为平稳, VB2 和 VB12 均是稳中有降, VB1 价格是稳中略有上升, 而 VB6 价格波动较大, 一季度出现了较大的回落, VB6 价格由年初的 265 元/kg 下降到最近的 185 元/kg, 下降幅度达到 30% 以上。

VK3 价格在经历去年下半年的环保危机之后, 价格开始有所回落, 由年初的 115 元/kg 下降到最新的 97.5 元/kg; 生物素价格继续回落, 由年初的 145 元/kg 下降到 135 元/kg; 泛酸钙维持低位水平, 今年以来一直稳定在 58 元/kg 的水平。

图 17: VK3、生物素和泛酸钙价格走势



资料来源: WIND, 东北证券

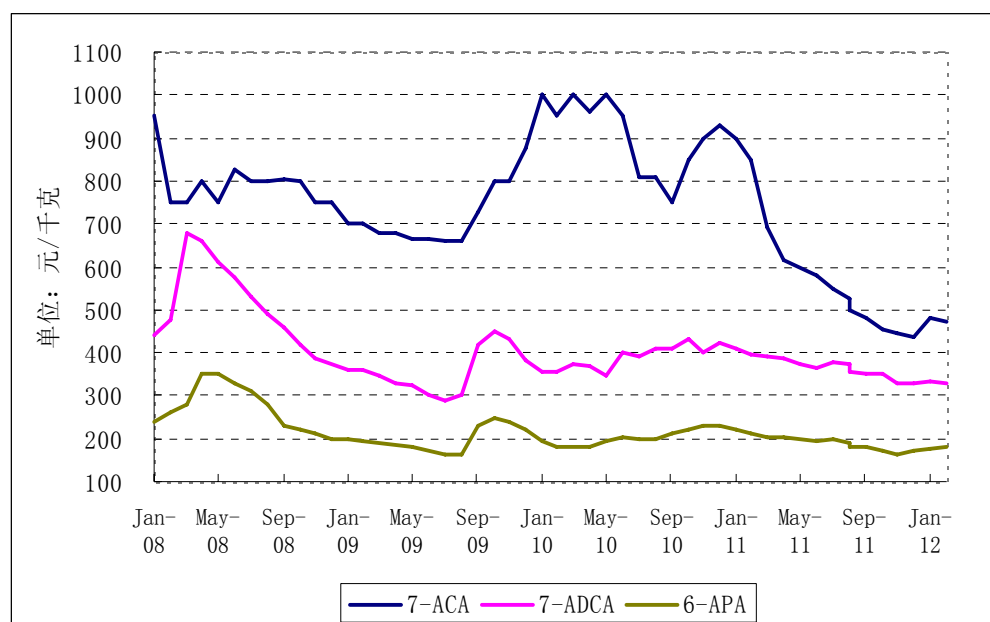
6.2. 抗生素原料药价格基本稳定

国家对于抗生素使用的管理越来越严格，抗生素的终端需求受到打压，导致大部分抗生素原料药的价格均在去年大幅回落。由于去年四季度以来，未有新的抗生素限用政策出台，各方对于抗生素的使用政策持谨慎观望状态，抗生素原料药价格也在今年一季度开始止跌企稳。

今年以来，7-ACA 价格有所企稳，3 月份的最新报价为 470 元/kg，比年初提高了 35 元/kg；7-ADCA 和 6-APA 的价格均略有回升，分别为 330 元/kg 和 180 元/kg，各自比年初提高了 3 元/kg 和 10 元/kg。

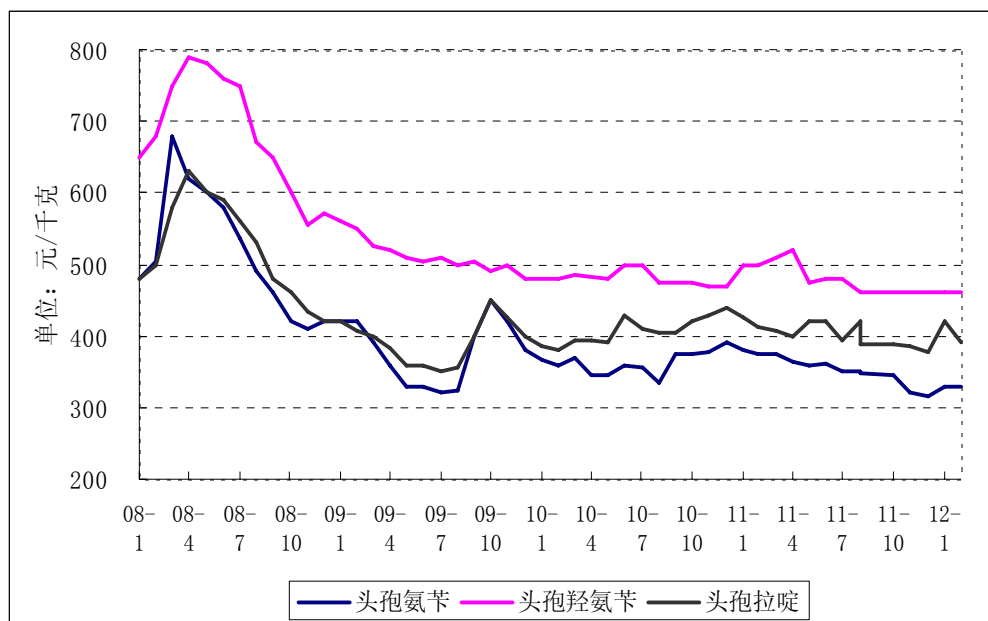
头孢类抗生素受抗生素限用政策影响较大，但由于去年下调较多，今年以来，头孢类原料药的价格并未出现大幅下调。头孢氨苄的价格为 330 元/kg，比年初提高了 13 元/kg；头孢羟氨苄的价格稳定在 460 元/kg；头孢拉定的价格为 390 元/kg，比年初上调了 5 元/kg；头孢克洛的最新价格为 1665 元/kg，比年初上扬了 15 元/kg；头孢克肟的价格为 1475 元/kg，比年初下降了 35 元/kg；头孢曲松钠的价格为 590 元/kg，比年初上涨了 20 元/kg；头孢噻肟钠的价格为 670 元/kg，比年初上涨了 30 元/kg。

图 18：抗生素中间体价格走势



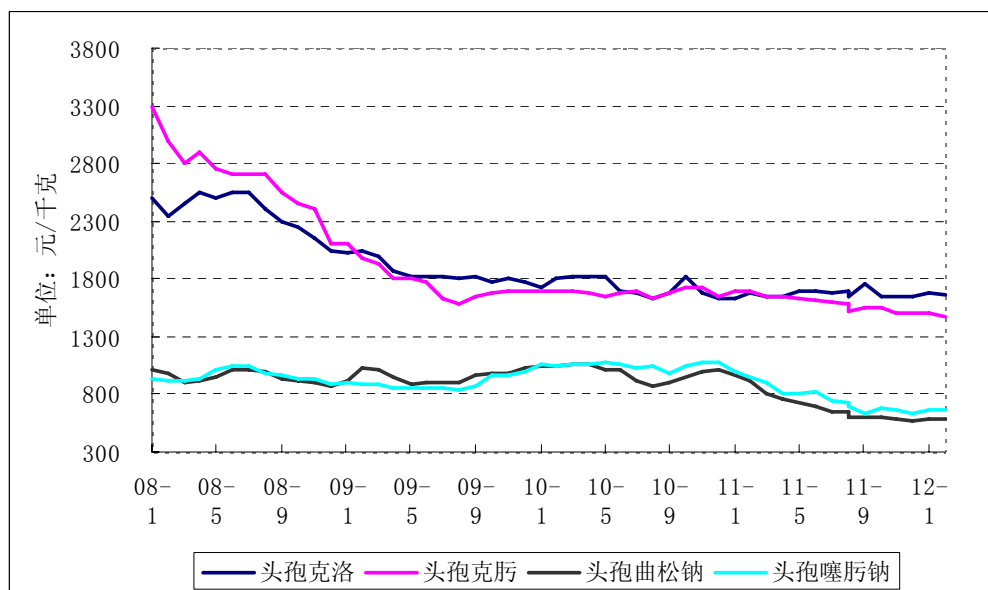
资料来源：WIND，东北证券

图 19: 头孢氨苄等抗生素原料药价格走势



资料来源：WIND，东北证券

图 20: 头孢克洛等抗生素原料药价格走势



资料来源：WIND，东北证券

7. 中药材价格稳中有升

中药材价格在经历了 2009 年和 2010 年的暴涨之后，在 2011 年下半年开始逐渐回归理性。但在冬春之际气候干旱，以及人工费用、种植成本的上升等因素的影响下，大部分中药材的价格有所回升。随着中药材市场交易旺季的到来，不排除部分中药材会继续受到人为的炒作。

从长期看，中药材的价格必定要逐渐上扬。短期看，受到供求因素以及市场炒作因素的影响较大。比如，太子参的价格从 2009 年初的不足 40 元/kg，最高被炒到去年 4 月份的接近 400 元/kg，最大上涨了近 10 倍。太子参的上涨激发了参农的种植热情，去年由于部分种植地连绵阴雨，影响了产量，新参上市后价格并未大幅回落，仍维持在 250 元/kg 的高位。由于太子参已经连续两年在高位徘徊，预计今年的产量会有更大增长，太子参价格理应会继续回落。

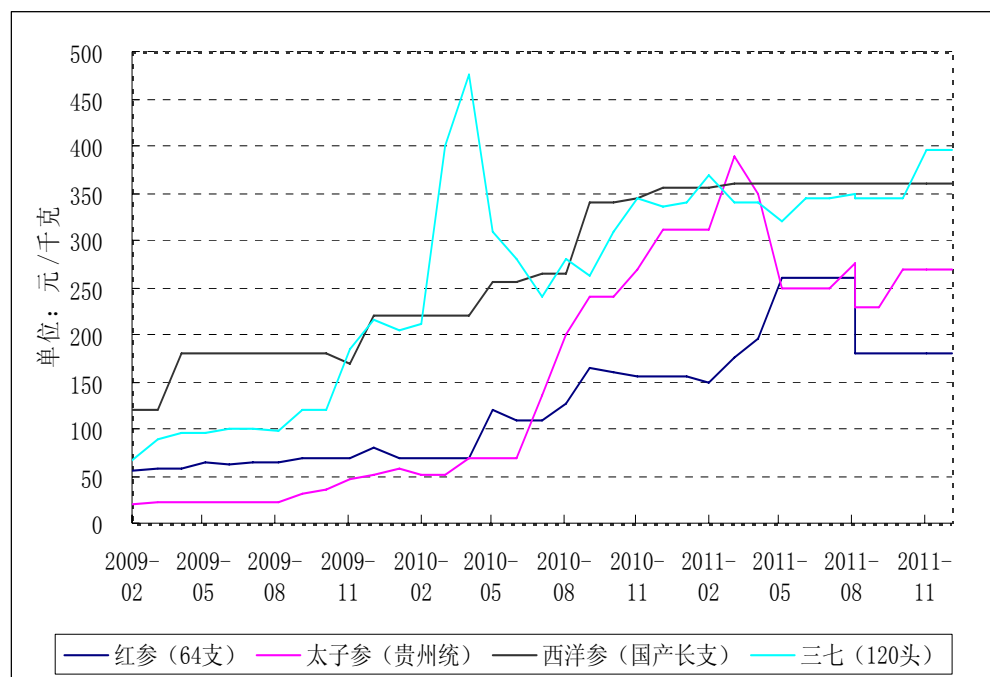
三七为三年生品种，价格受到操纵的可能性更大。今年年初的云南干旱，又为三七的价格提供了上涨的理由，三七的价格距离历史最高位已经不远，目前云南的旱情已经有所缓解，我们人为三七的价格继续创出历史新高的可能性不大，但由于产量受到影响，批发商补库存的意愿也较强烈，因此价格也很难见到大幅回落，可能会呈现稳中有降。

图 21：今年以来中药材价格整体稳中有升



资料来源：中药材天地网，东北证券

图 22: 三七价格今年以来有所上涨



资料来源: WIND, 东北证券

8.投资建议

医药板块在经过最近一年多的调整之后, 估值已经大幅降低, 部分个股已经颇具吸引力, 但我们认为从政策底、业绩底、估值底和配置底来看, 调整仍未结束, 中期大幅向上的可能性不大。

首先, 从政策上看, 取消“以药养医”的政策方向已经基本确定, 今年国家还将陆续出台抗生素限用、药品降价、销售环节加价率、按病种、按人头付费等多个控制医药费用快速增长的政策, 再加上今年为换届之年, 政策的不确定性仍然较大, 政策性底部短期难现。

其次, 从利润增速看, 去年出台的药价调控政策是从去年下半年起影响企业的业绩, 考虑到同比影响因素, 今年上半年制药企业的业绩增速不容乐观, 再加上国家还将继续打压药价和限制药品过度消费, 较长时期内, 普药企业的利润可能都不太乐观。

第三, 从估值上看, 医药板块 PE 在申万所有一级子行业中排名第 15 位, 板块相对于沪深 300 的估值溢价率高达 178.8%, 估值依旧不便宜, 随着利润增速的放缓, 板块估值重心可能将继续下移。

第四, 从基金配置看, 基金在 2011 年底配置医药股的比例为 8.28%, 超配比例为

4.36%，今年第一季度，部分基金公司趁着2月份以来的反弹，可能减仓了部分医药股，但减仓幅度应该不大，估计超配比例仍然维持在4%左右，超配比例依然在历史高位。

如果政策方向没有发生大的变化，医药板块短期内缺少大幅向上的理由，短线看题材股和概念股或将继续活跃。但随着时间的推移，政策“短空长多”的影响将逐渐显现，医药蓝筹的投资价值也会日益突出。我们建议投资者耐心等待，精心布局，风雨之后便会有彩虹，以下三类板块值得重点关注，一是受益于国家政策支持类的医疗服务类企业，二是受益于中药材价格降低的部分中药企业，三是具有基药独家品种或者创新能力较强的企业，建议重点关注鱼跃医疗、科华生物、华润三九、江中药业、昆明制药、马应龙和通策医疗等个股。

9.风险提示

- 政策调控超预期的风险；
- 成本较快上涨的风险；

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。