

报告类型 / 行业深度报告

优于大势

上次评级：同步

医药行业 2012 年中期投资策略

——创新与基层缔造结构化强者

报告摘要：

医药行业正面临两个“结构分化”：医院收入的结构分化与需求层次的结构分化。医院补偿机制的改变，将导致医院的药品收入比重降低，医疗服务收入比重上升；医保付费方式的变革，将导致医保高端需求的减弱，中低端需求的上升。

从估值上看，医药板块相对于沪深 300 的估值溢价率处于历史高位，但医药板块的纵向估值比较处于历史相对低位，估值大幅下降的风险并不大。我们认为医药板块仍能获得高于传统行业的估值水平，其中创新较强的生物制品板块的估值渐有吸引力。

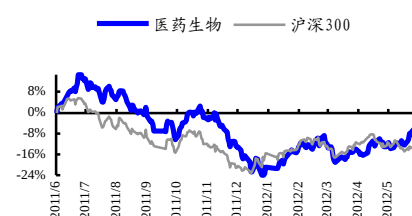
从业绩增速看，医药板块下半年的增速会高于上半年，但今年全年的营收与净利润增速或将略低于去年。我们认为医药板块估值的合理范围当在 22-25 倍，根据 6 月 19 日的股价测算，医药板块 2012 年的预测 PE 在 30 倍左右，估值偏高。而行业利润增速的放缓，决定了医药板块估值中枢的上升动力不足。

从政策影响看，喜忧参半，偏于中性。号称“史上最严”的抗生素管理政策已经出台，抗生素政策基本已经触底，如果医院端执行不力，便会是阶段性利好；药品降价政策在下半年仍可能会出台 1-2 次，药品降价或将呈现常态化利空；取消“以药补医”的政策进程正在加速，这对于医药企业将是长期利空，但目前仅在局部地区试点，影响尚可控；广东的基药招标政策的转向，让市场有了药品招标政策将微调的美好憧憬；“十二五”规划、放开医疗服务业、放开医疗商业保险等产业政策，对于医药产业是长期利好。

投资建议：我们认为医药板块将呈现结构化行情，建议从两条主线着手，一是致力于产品创新与产业升级的企业，比如沃森生物、海正药业、恒瑞医药等；二是致力于基层扩张的企业，包括进口替代型、基药放量型与医疗服务类企业，比如科华生物、千金药业、鱼跃医疗、马应龙、昆明制药与通策医疗等。

风险提示：大盘系统性风险；政策超预期的风险。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	6.02%	3.85%	-5.15%
相对收益	6.85%	5.08%	6.07%

重点公司

投资评级

昆明制药	推荐
科华生物	推荐
千金药业	推荐
马应龙	推荐
通策医疗	推荐
鱼跃医疗	推荐
沃森生物	推荐
恒瑞医药	推荐

相关报告

《三部委规范医疗服务价格政策点评：史上最严的医疗服务价格项目管理》

2012-05-11

证券分析师：周思立

执业证书编号：S0550511010003
(021)20361137 liulin@nesc.cn

研究助理：刘林

(021)20361137 liulin@nesc.cn

目 录

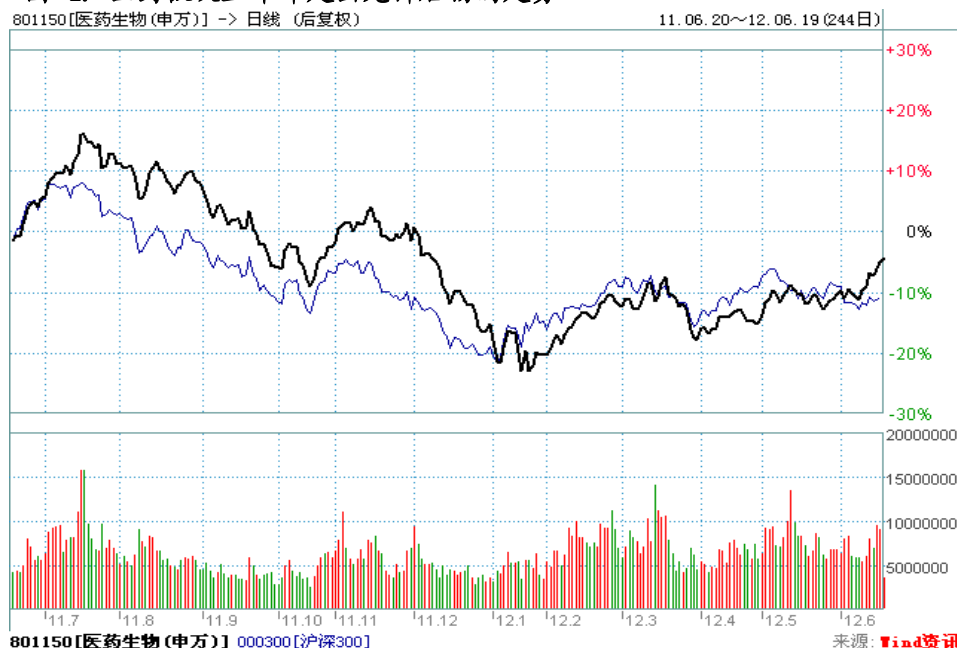
1. 医药板块上半年行情回顾	3
1.1. 上半年医药板块先抑后扬.....	3
1.2. 板块涨幅不大，但个股精彩纷呈.....	3
2. 取消“以药补医”导致医院收入结构分化	4
2.1. 我国医院收入仍以药品收入为主.....	4
2.2. 取消“以药补医”政策进程加快.....	5
2.3. 医院收入结构调整的影响.....	6
3. 付费方式改革导致需求结构分化	7
3.1. 付费改革的政策基础与两个转变.....	7
3.2. 付费方式改革的影响.....	7
4. 估值的分化.....	8
4.1. 估值溢价率偏高.....	8
4.2. 医药生物行业相对传统行业仍可获得高估值.....	8
4.3. 政策影响偏中性，估值主要看业绩增速.....	9
4.4. 生物制品板块估值渐有吸引力.....	10
5. 结构分化下的强者：基层扩张	11
5.1. 多因素促使基层诊疗需求放量增长.....	11
5.2. 中低端需求放量利于国内产品的销售.....	12
6. 结构分化下的强者：产品创新和产业升级	13
6.1. 品种创新可化解药品降价之困.....	13
6.2. 我国药企应从品种创新和技术创新着手.....	14
6.3. 我国医药产业升级方兴未艾.....	15
6.4. 生物制品值得长期看好.....	16
7. 原料药和中药材价格情况	17
7.1. 中药材价格基本平稳.....	17
7.2. 维生素原料药稳中有降.....	18
7.3. 抗生素原料药价格有升有降.....	19
8. 投资策略.....	20
8.1. 千金药业.....	21
8.2. 科华生物.....	21
8.3. 昆明制药.....	22
9. 风险提示.....	22

1. 医药板块上半年行情回顾

1.1. 上半年医药板块先抑后扬

截至6月19日,今年以来申万医药生物板块累计上涨了12.66%,跑赢沪深300指数9.08%的涨幅,更是大幅跑赢中小板8.11%和创业板2.47%的涨幅。医药板块在今年前4个月,小幅跑输大盘,但从5月份开始,借助于政策面回暖和板块轮动,医药板块重新回归防御性特征,在大盘低迷时开始发力,并持续跑赢大盘,走出了先抑后扬的走势。

图 1: 医药板块上半年走出先抑后扬的走势



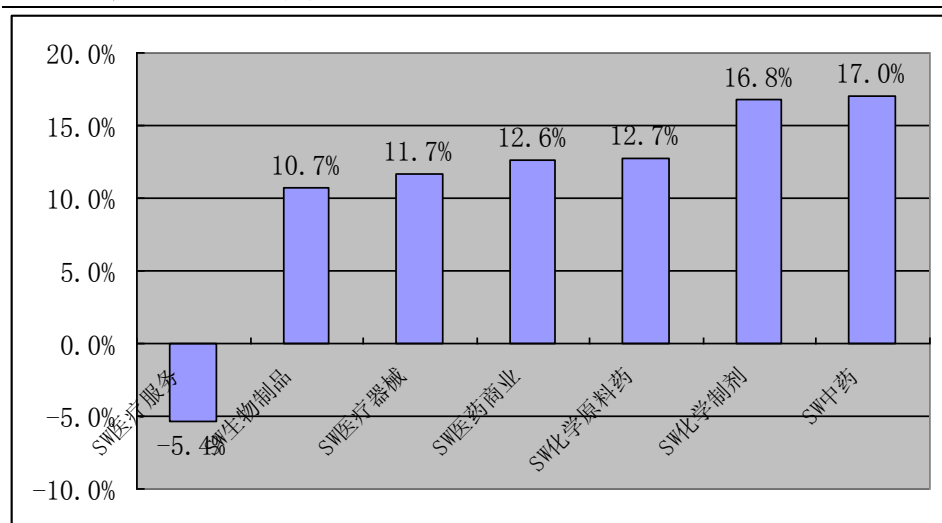
数据来源: 东北证券, Wind

1.2. 板块涨幅不大, 但个股精彩纷呈

从板块上看, 截至6月19日, 中药板块和化学制剂板块的涨幅较高, 均达到17%左右, 医疗服务板块的涨幅最低, 今年以来整体还下跌了5.4%。药品板块上涨幅度较大, 主要和去年调整幅度较深有关, 在政策面略显宽松的情况下, 药品板块出现了一波较凌厉的估值修复行情。医疗服务板块在行业政策偏暖的情况下, 反而出现下跌, 我们认为主要是去年医疗服务板块受关注度较高, 涨幅较大, 而相关企业今年以来并未有较大的并购或者业绩超预期的利好, 因此出现了一定程度的调整, 未来我们仍然看好医疗服务板块的长期表现。

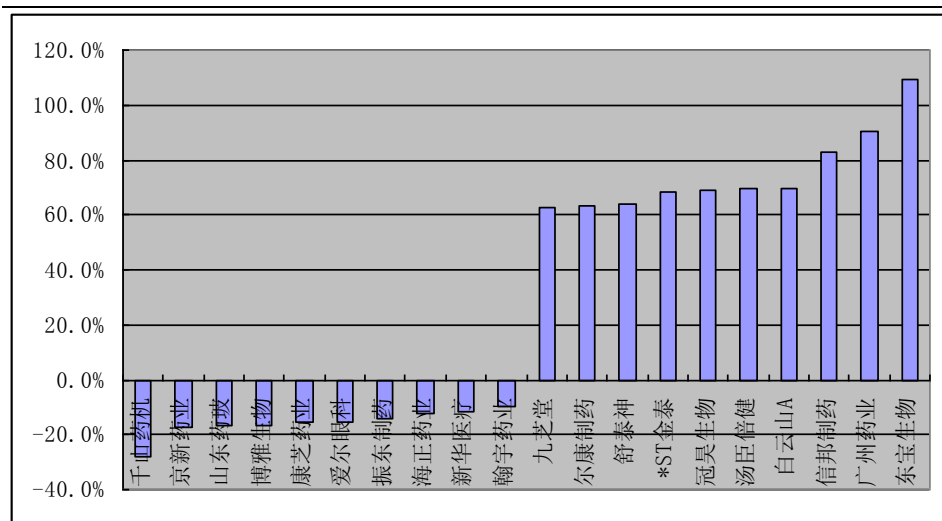
从个股涨跌幅度上看, 今年以来, 涨幅最大的是东宝生物, 累计上涨了109%, 跌幅最大的是千山药机, 累计下跌了28%。从涨幅榜看, 前15名的个股半年涨幅全部在50%以上, 事件带动和业绩超预期是股价上涨的主要动因; 涨幅在15%~45%的个股数量较多, 上涨动力大多是估值修复; 而前两年表现较好的“牛股”, 今年以来表现不佳, 比如马应龙、鱼跃医疗、海正药业、双鹭药业、新华医疗等都出现了不同程度的下跌。

图 2：中药板块上半年最为强势（截至 6 月 19 日）



数据来源：东北证券，Wind

图 3：今年以来涨跌幅最大的各 10 只个股（截至 6 月 19 日）



数据来源：东北证券，Wind

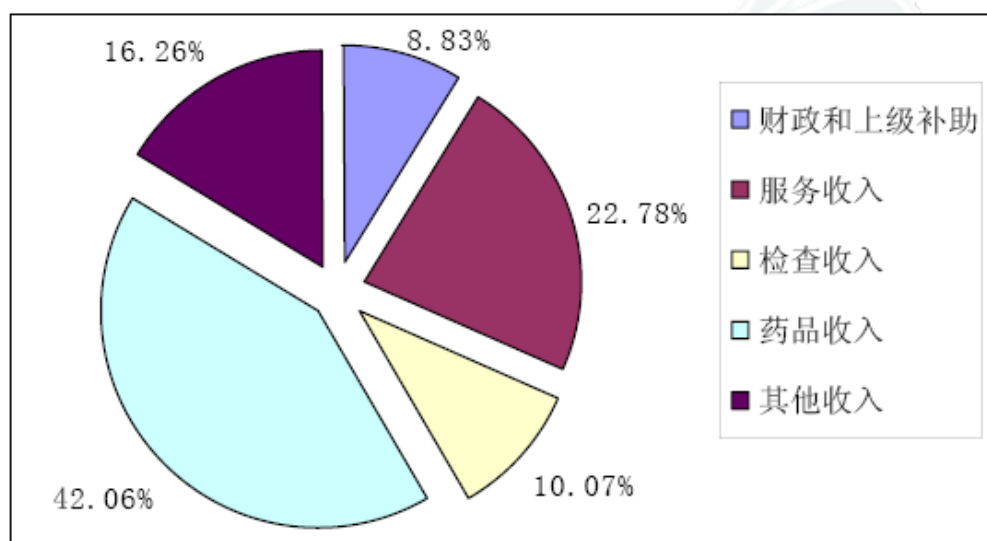
2. 取消“以药补医”导致医院收入结构分化

2.1. 我国医院收入仍以药品收入为主

根据卫生部统计数据，我国政府办医疗机构的收入中，药品收入占到 42%以上，若加上耗材部分，估计能达到 60%以上。发达地区的三甲医院，药品收入比重更高，比如北京市部分三甲医院的药品收入比重就在 65%以上。发达国家的药品加耗材的收入比重一般在 20%以下，欧美部分国家甚至在 10%以下，医院收入的大头来自于体现劳务价值和技术价值的服务性收入。

与发达国家相比，我国医院收入的结构不够合理，按项目收费和以药补医造成了过度医疗和过度用药的现象，部分医生成为“医药代表”，既造成了医疗资源的浪费，也没有体现出医生的合理价值，同时造成了医患关系紧张，因此，医院收入结构急需改变。

图 4: 我国医院仍以药品收入为主



数据来源: 东北证券、卫生部

2.2. 取消“以药补医”政策进程加快

取消“以药补医”一直是新医改的重点与难点，国家渐进式的改革政策在近期有加速趋势。

2011 年 11 月，李克强副总理在“求是”杂志上撰文，明确指出要消除“以药补医”的医疗补偿机制。

2012 年 3 月 14 日，国务院办公厅发布《“十二五”期间医药卫生体制改革规划暨实施方案》，指出要“以破除‘以药补医’机制为关键环节，逐步取消药品加成政策，将公立医院补偿由服务收费、药品加成收入和财政补助三个渠道改为服务收费和财政补助两个渠道”。

2012 年 5 月 4 日，国家发展改革委、卫生部和中成药管理局联合发布《关于规范医疗服务价格管理及有关问题的通知》，提出“提高诊疗费、手术费、护理费等医疗技术服务价格，降低大型设备检查价格”。

2012 年 6 月 7 日，国务院办公厅发布《关于县级公立医院综合改革试点的意见》，提出“改革‘以药补医’机制，鼓励探索医药分开的多种形式。取消药品加成政策，将试点县级医院补偿由服务收费、药品加成收入和政府补助三个渠道改为服务收费和政府补助两个渠道。医院由此减少的合理收入，通过调整医疗技术服务价格和增加政府投入等途径予以补偿。提高诊疗费、手术费、护理费收费标准，体现医疗技术服务合理成本和医务人员技术劳务价值”。

今年一季度末以来，政策出台速度明显加快，各地试点的力度也在快速推进。比如北京市从 6 月份起在 5 家公立医院试点“医事服务费”（而非之前讨论较多的药事服务费），提高了门诊费用金额，并取消药品加成。

上海市从 4 月 1 日起调整了 61 项医疗服务的价格，大型检查 and 高端检查类的价格下降，医疗急救类价格上调。同时，可以预计上海不久也会出台类似的取消药品加成的相关政策。

深圳市从 7 月 1 日起，取消所有公立医院的药品加成，提高了门诊和住院诊察费。

全国还将选取 300 个左右的县（市）作为综合改革试点，取消“以药补医”的补偿机制。目前来看，计划试点的县（市）要超过 300 个。

2.3. 医院收入结构调整的影响

从政策定位上看，医院收入结构的调整，并不会大幅降低医院收入的总量。早在 2011 年 2 月 13 日，在国务院办公厅发布的《医药卫生体制五项重点改革 2011 年度主要工作安排》中，就为医院补偿机制定下了“总量控制、结构调整”的改革基调。

从资金需求上看，根据卫生部的统计数据，2011 年，全国各级医疗机构的药品收入大约为 7000 亿元（其中社区卫生站、乡镇卫生院大约为 1800 亿元，医院大约为 5200 亿元），若按照 15% 的加成率，医疗机构从药品这块获得的收入大约在 1000 亿元。而我国医疗服务这块的收入大约在 4000 亿元，也就是说医疗服务价格需要平均提价 25%，才可以补偿药品加成这块的损失。除了提高医疗服务价格外，国家还会加大财政补助力度，以补偿取消药品加成的损失。

“以药补医”政策形成已久，由于大城市的三甲医院的收入更加依赖药品收入，因而改革难度也更大。

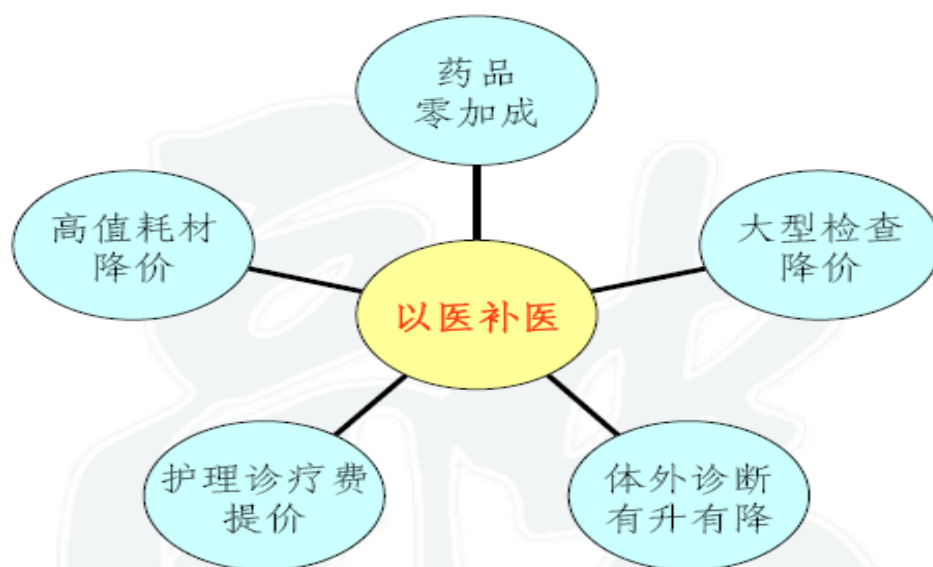
取消药品加成，对于药品来说，影响最大。首先，由于无加成率的要求，医生销售高价药品的动力减弱，高价药品和高值耗材的增长将趋缓，高性价比的廉价仿制药的使用比例会提高。其次，取消加成率之后，医生手中仍然握有处方权，“寻租”的空间依然存在。药品价格如果过低，不利于医药企业进行学术推广，因此，预计性价比比较高的首仿药和基药独家品种的市场份额将进一步提高。

对于医疗器械行业，由于大型检查价格趋降，进口大型医疗设备的采购需求或降进一步减弱，国产设备的进口替代进程或降加快。体外诊断的检查费用或将有所升有降，国产诊断试剂的进口替代进程也有望加快。

对于医疗服务业来说，提高门诊费、护理费与诊疗费等医疗服务的价格，无疑是行业整体的一大利好。由于服务价格提高，患者也会更重视服务质量，服务性价比更高的医疗服务机构有望逐渐胜出。

对于药品零售机构来说，门诊收费的提高，可能会增强患者的自我药疗意识，患者自行购买药品的比例或许会提高，这就利于 OTC 药店收入的提高。

图 5: 取消“以药补医”机制对于医药产业影响不一



数据来源：东北证券

3. 付费方式改革导致需求结构分化

3.1. 付费改革的政策基础与两个转变

2011 年 5 月，人力资源和社会保障部发布《关于进一步推进医疗保险付费方式改革的意见》，提出“当前推进付费方式改革的的目标是：结合基金收支预算管理加强总额控制，探索总额预付。在此基础上，结合门诊统筹的开展探索按人头付费，结合住院门诊大病的保障探索按病种付费”。

2012 年 4 月。国家发展改革委、卫生部和财政部联合发布《关于推进新型农村合作医疗支付方式改革工作的指导意见》，提出“新农合支付方式改革，是通过推行按病种付费、按床日付费、按人头付费、总额预付等支付方式，将新农合的支付方式由单纯的按项目付费向混合支付方式转变，其核心是由后付制转向预付制”。

2012 年 6 月，国务院办公厅发布《关于县级公立医院综合改革试点的意见》，提出“按照总量控制、结构调整的原则，降低药品和高值医用耗材价格，降低大型医用设备检查、治疗价格”和“严禁医院贷款或集资购买大型医用设备。合理提高中医和体现医务人员技术劳务价值的诊疗、护理、手术等项目价格，使医疗机构通过提供优质服务获得合理补偿。价格调整要与医保支付政策衔接。改革医疗服务以项目为主的定价方式，积极开展按病种收费试点，病种数量不少于 50 个”。

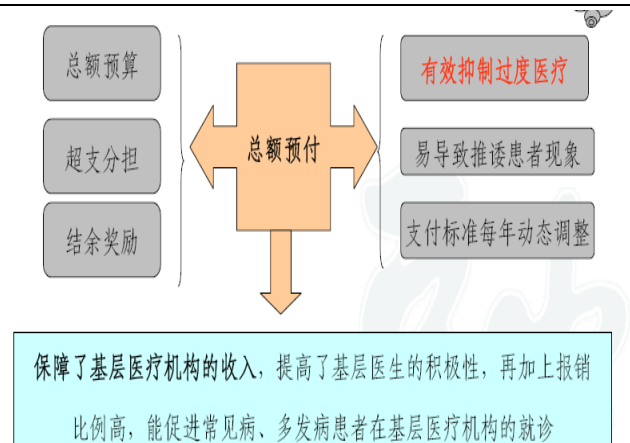
付费方式的改革实质就是两个转变：一是由后付制转向总额预付制，二是由按项目付费转向住院按病种付费、门诊按人头付费。

3.2. 付费方式改革的影响

总额预付制主要包括三项内容，总额预算、超支分担和结余奖励，支付标准为每年动态调整。2011 年 11 月，确立了北京、天津、沈阳和上海等 40 个城市试点总额预付制，今年将在 300 个左右的县级城市全面试点，未来可能逐渐扩大到全国。

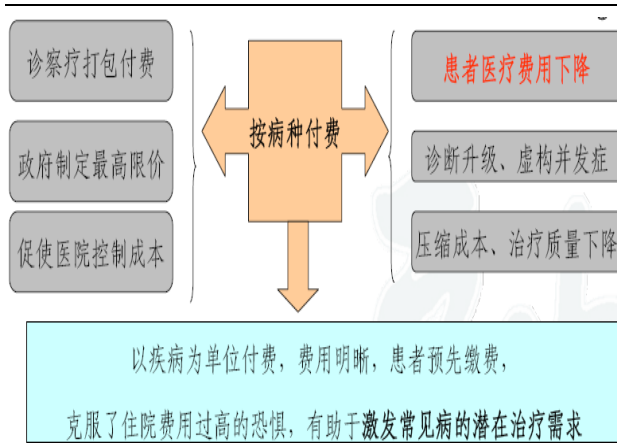
总额预付制由于实行费用总额预算控制，因而能有效抑制过度医疗的现象，从而降低医疗费用的增长，但同时又容易产生推诿患者的现象。总额预付能够保障医保基金的按时支付，能够保障基层医疗机构的收入，从而提高基层医疗机构医生的工作积极性。由于基层医疗机构报销的比例更高，若基层就诊质量有所提高，常见病、多发病的患者更愿意在基层就诊，因而总额预付制有利于基层诊疗需求的释放。

图 6：总额预付利于基层需求的释放



数据来源：东北证券

图 7：按病种付费激发常见病的治疗需求



数据来源：东北证券

按病种付费（DRGs）是将住院病人按诊断分为若干组，每组又根据疾病的轻重程度及有无合并症、并发症分为几级，对每一组不同级别都分别制定价格，按这种价格对该组诊疗全过程一次性向医院支付费用。按病种付费，是将诊察疗打包付费，并由政府制定最高限价。

按病种付费能促使医院控制成本，从而医疗费用的不合理增长。但由于过度重视成本，也容易造成医院刻意压缩诊疗成本，造成诊疗质量下降，或者医院为骗取费用，将诊断升级或者虚构并发症。

按病种付费由于是以疾病为单位付费，费用较为明晰，能帮助患者克服住院费用过高的恐惧，这就有助于激发常见病的治疗需求。

由于按病种付费对于医院收入的杀伤力比较大，且诊疗路径的确立也相对较难，因此在试点进展较为缓慢。北京市是比较早推进按病种付费的城市，目前在 6 家三甲医院试点 108 个 DRGs 病组，今年还将在全国 300 个县（市）试点，但病种数量为不少于 50 个，远低于病种推荐目录中的 104 个的数量。

4. 估值的分化

4.1. 估值溢价率偏高

根据 WIND 统计，截至 6 月 19 日，申万医药生物板块的 PE（TTM、整体法）为 34.74 倍，沪深 300 板块为 10.92 倍，申万医药生物板块相对于沪深 300 板块的估值溢价率为 219%，溢价幅度处于历史高位。但从医药板块自身估值的纵向比较来看，医药板块当前的估值水平处于历史相对低位水平。

如果考察 2002 年~2005 年的估值情况，可以看出医药板块的估值溢价率由 2002 年最高的 171% 下降到 2004 年最低 52%，估值溢价率下降的主要原因是医药板块估值下降幅度更大。

图 8：医药板块相对于沪深 300 板块的估值溢价率高企（TTM、整体法）



数据来源：东北证券，Wind

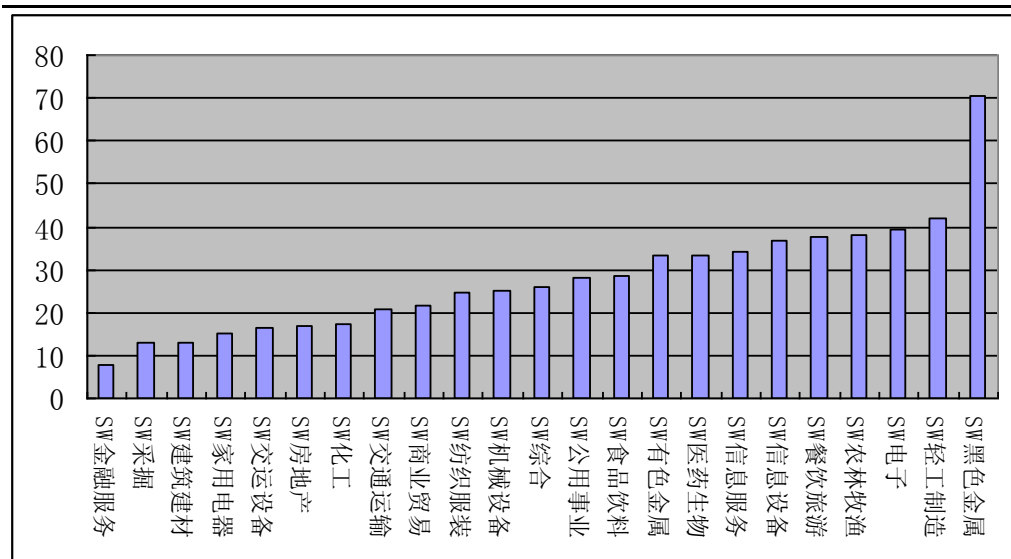
4.2. 医药生物行业相对传统行业仍可获得高估值

根据 WIND 数据，截至 6 月 19 日，医药生物板块的估值在所有行业中排名第 16

高；从最近两三年的估值排名情况来看，医药生物的行业估值排名一直较为稳定，基本都在第15、16名。

作为七大战略新兴产业之一，医药生物行业正处于高速发展的前期阶段，同时相比于传统行业的产能过剩和需求不振，医药生物行业的需求则会长期稳定增长，因此，医药生物板块理应获得相对于传统行业更高的估值。

图 9：医药生物在各行业中的估值排名近两年基本稳定

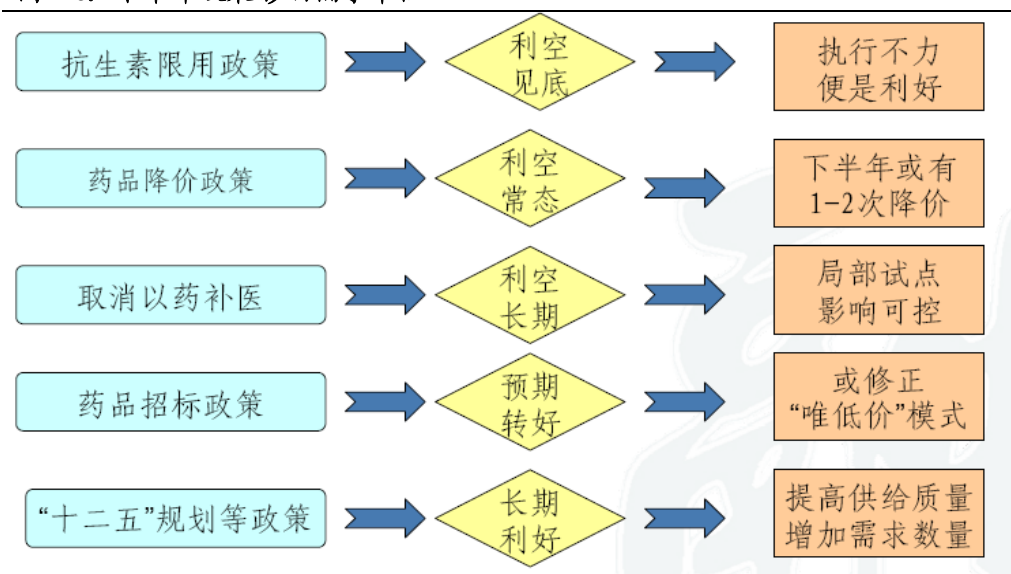


数据来源：东北证券，Wind

4.3. 政策影响偏中性，估值主要看业绩增速

医药生物行业受到国家政策的影响较大，从目前政策情况来看，下半年的政策对于医药板块的影响基本偏于中性。

图 10：下半年政策影响偏于中性

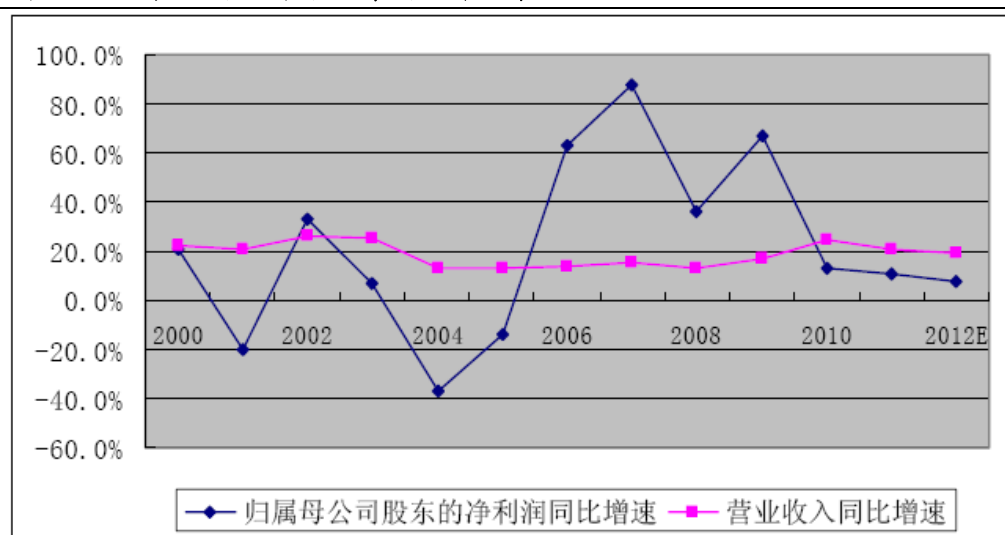


数据来源：东北证券

例如，号称“史上最严”的抗生素管理政策已经出台，抗生素限用政策基本已

经触底，如果医院端执行不力，便会是阶段性利好；药品降价政策在下半年仍可能会出台 1-2 次，药品降价或将呈现常态化利空；取消“以药补医”的政策进程正在加速，这对于医药企业将是长期利空，但目前仅在局部地区试点，影响尚可控；广东的基药招标政策的转向，让市场有了药品招标政策将微调的美好憧憬；“十二五”规划、促进医疗服务业发展、放开医疗商业保险等产业政策，能有效提高产业供给的质量，增加诊疗需求的数量，这对于产业是长期利好。

图 11: 医药生物板块营收与净利润增速情况



数据来源：东北证券，Wind

政策影响喜忧参半，偏于中性，那么业绩增速将是影响板块估值的最重要因素。从最近三年的营收和净利润情况看，医药板块的营收与净利润均逐年下滑。受到药品降价以及成本提高的影响，2011 年中万医药生物板块的营收增长为 20%，归属于上市公司股东的净利润增速仅为 10%。

这里需要强调一个差别，医药生物板块的净利润数据与工信部公布的医药工业的利润数据差别很大，一个是对上市公司的经营判断，一个是对医药工业整体的经营判断，我们认为医药生物板块的数据更能说明上市公司的经营情况。

对于 2012 年，由于受到“毒胶囊”事件、取消“以药补医”和付费方式改革等方面的影响，我们预计医药生物板块的营收和净利润同比均将略低于 2011 年。按照 6 月 19 日的的数据，我们预测医药生物板块 2012 年的 PE 大致在 30 倍左右，在业绩增速连续下滑的情况下，目前估值明显偏高。

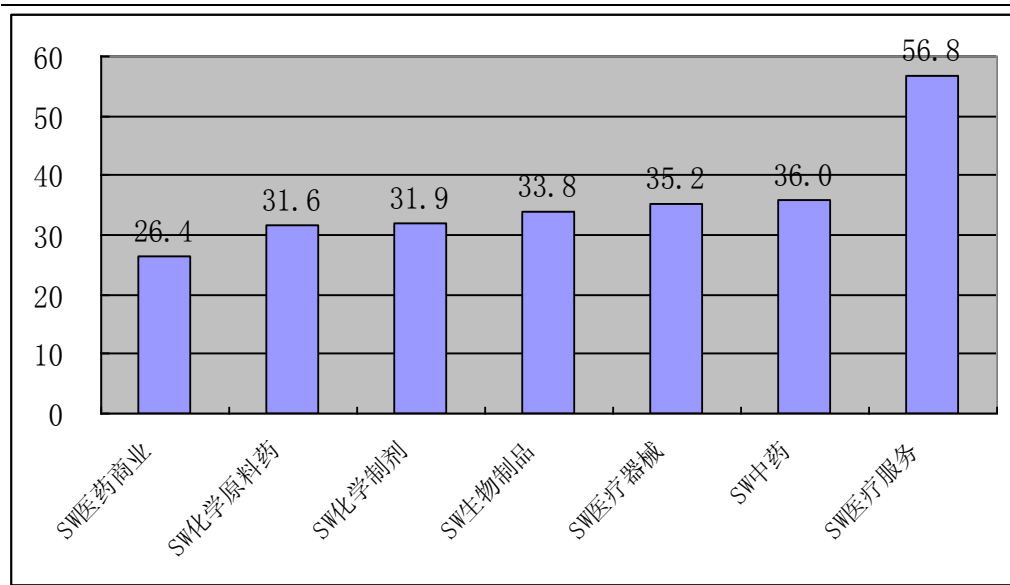
4.4. 生物制品板块估值渐有吸引力

从板块估值上看，医疗服务板块依然估值最高，但相比于去年，估值已经大幅降低；医药商业板块估值最低，仅为 26.4 倍，医药商业板块估值较低主要是受医药商业企业的工业部分的影响所致；药品和医疗器械板块经过板块轮动之后，板块间的估值差距不大，基本处于 31-36 倍之间，中药仍然被给予了较高的估值。

值得注意的是，生物制品在去年受到了多重利空的打击，比如重庆啤酒治疗性疫苗研发失败的冲击，华兰生物重庆浆站关停的影响，沃森取消多项合作或研发进展缓慢的影响等，这都促进了生物制品板块估值的回归。从行业前景来看，生物医药是国际医药研发的方向，生物制品依然是医药行业中最具研发前景的子行业；从市场波动性看，生物制品很容易受新药研发或者疫情事件的带动，估值提升的潜力

很大。

图 12: 生物制品板块渐有吸引力 (6 月 19 日数据)



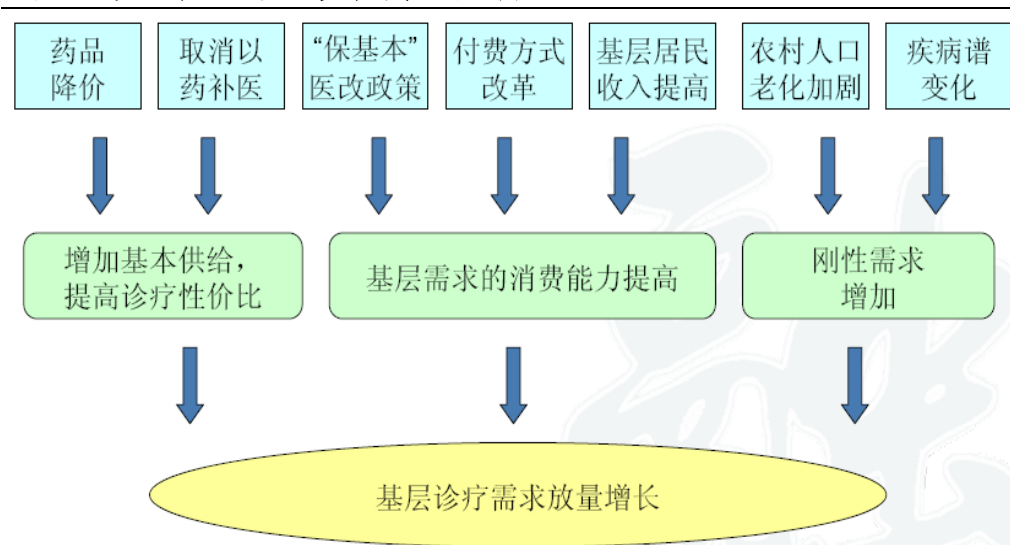
数据来源: 东北证券, Wind

5. 结构分化下的强者: 基层扩张

5.1. 多因素促使基层诊疗需求放量增长

从基本医疗的供给来看, 国家目前正在推行的药品降价政策以及取消“以药补医”的政策, 能提高基本医疗的性价比(前提是药品价格低了, 但质量未变), 同时国家还在加大社区卫生服务站、农村卫生室和县级医院的建设力度, 这不仅增加了基层医疗机构的数量, 还有助于基层服务质量的提高。

图 13: 多因素促使基层诊疗需求放量增长



数据来源: 东北证券, Wind

从基层的消费能力来看, 未来几年将继续稳步提高。首先, 国家医改政策的基

调就是“保基本”，基本医疗补助的金额将继续增加，2012 年，新农合和城镇居民医保的财政补助提高到 240 元，到 2015 年将提高到 360 元，三年增长 50%。第二，从付费方式的改革来看，按病种付费和大病补助等将减轻基层群众的看病负担，激发基层群众的看病积极性。第三，城乡居民的收入水平近年稳步提高，基层群众的消费实力正逐渐增强，渴望获得更优质的医疗服务。

从刚性需求的角度来看，我国人口老化严重，由于年轻人大都到城市工作，农村和郊区的人口实际老化程度可能更高，而老人看病的需求无疑是大大高于年轻人的。另外，近年环境污染、食品安全等问题日益严重，再加上工作与生活节奏的加快，导致慢性病的发病率日益提高，疾病谱的变化也导致医疗刚性需求增加明显。

因此，基于以上三个因素，我们认为大城市的基础医疗需求、农村与小城市等基层的诊疗需求，在未来几年都将呈现出较快的增长。

5.2. 中低端需求放量利于国内产品的销售

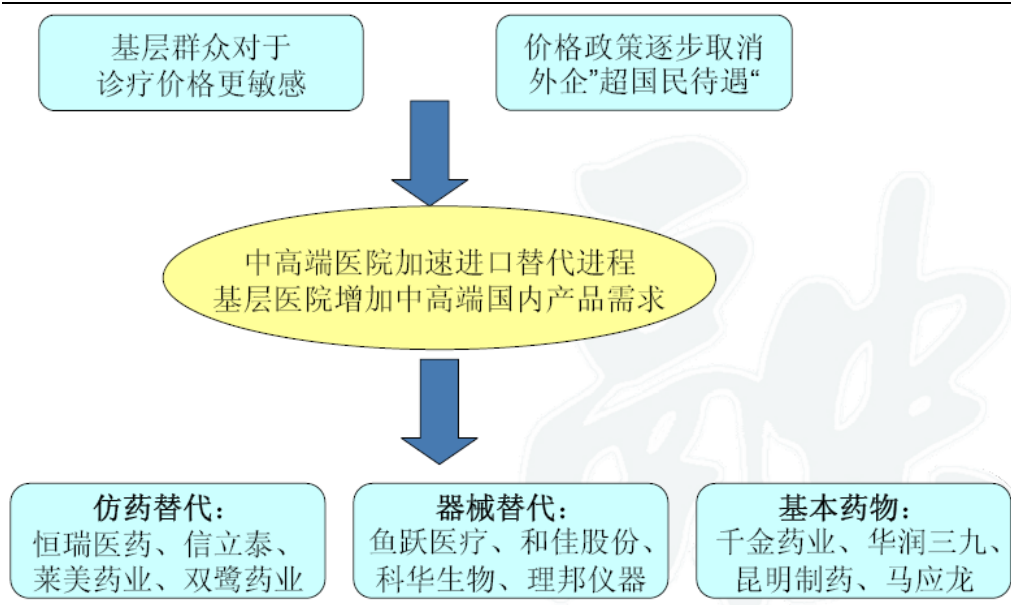
相比于城市中高端人群，基层群众在进行常见病和多发病的诊疗时，对于诊疗价格更加敏感，因而价格相对低廉的国产药品或者器械就更受欢迎。同时，由于生活条件的改善，基层群众也需要更好的性价比更高的医疗服务，价格适中的优质国产医疗设备厂商或者国产优质品牌药品，在基层也更容易受到青睐。

另外，在价格政策上，外企企业的“超国民待遇”也正在逐渐淡化，国内企业有望与外企在同样价格水平上展开竞争。由于外企产品在城市中高端医院的占比较高，外企价格优势的削弱，有望加速国内产品在相关领域的进口替代进程。

从药品来看，拥有首仿药物或具备开发能力的恒瑞医药、信立泰、来美药业和双鹭药业、海正药业等企业，有望抢占进口原研药品的市场份额；另外拥有基本药物独家品种或者类独家品种的华润三九、千金药业、精华制药、昆明制药、马应龙等企业，也将明显受益于基药的放量。

从医疗设备的进口替代来看，建议重点关注血糖仪等家用医疗设备的龙头鱼跃医疗、在县级医院深度耕耘的和佳股份、检验设备和诊断试剂的龙头企业科华生物以及具有国际分销网络并致力于国内拓展的理邦仪器等。

图 14: 进口替代和基药增长趋势有望加速



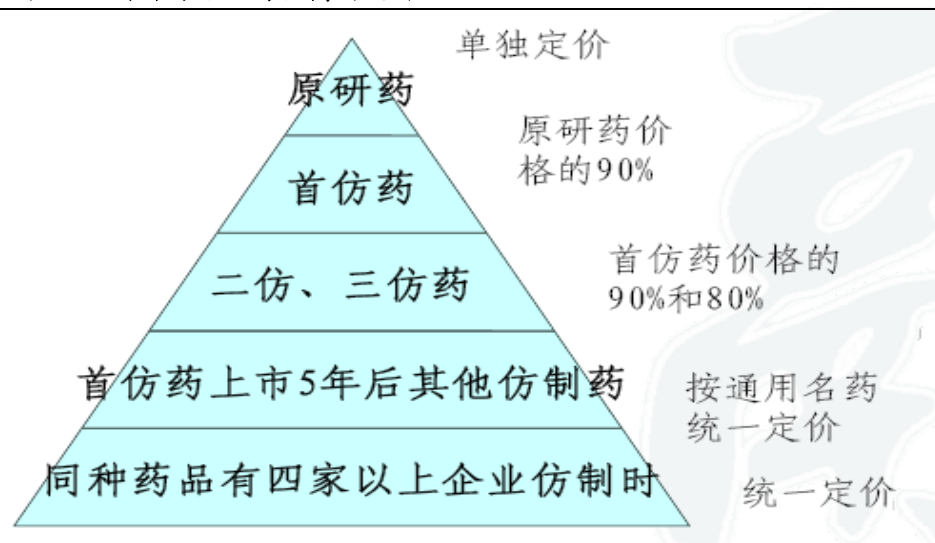
数据来源：东北证券，Wind

6. 结构分化下的强者：产品创新和产业升级

6.1. 品种创新可化解药品降价之困

我国的药品价格政策采取的“鼓励创新”的政策：原研药品能获取最高的单独定价权，首仿药品的价格通常为原研药品价格的 90%，二仿和三仿药通常为首仿药价格的 90%和 80%，首仿药上市五年以后再研发出的仿制药价格按照通用名药品价格制定，有四家以上企业生产的仿制药遵照统一定价政策。在国家多次降低药品价格后，药品的毛利率将逐渐趋少，此时，唯有创新方可化解药品降价之困。

图 15: 创新药可获得较高的定价



数据来源：东北证券

药物创新包括新分子实体药物的创新、新型制剂的创新以及开发新的适应症等，其中新分子实体药物是药品创新的顶端，一旦获批将会给研发企业带来巨大的收益。例如辉瑞公司 2010 年的医药销售收入中，新分子实体药物占到 66%，默克公司占到 69%，可以说，新分子实体药物是跨国药企的最核心产品。

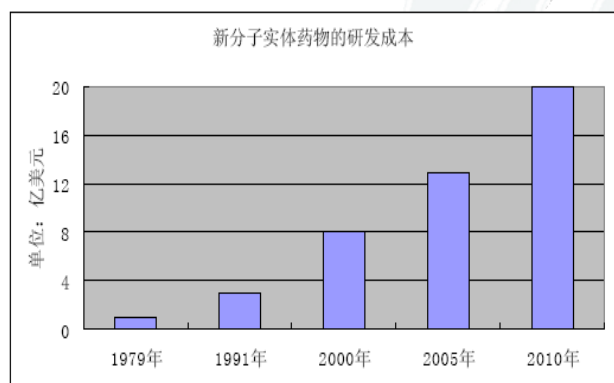
但新分子实体药物研发成本巨大，且成本近 20 年有加速上升的趋势，2010 年平均一个新分子实体药物竟然花费了将近 15 年的时间和 20 亿美元。一般来说，新分子实体药物的研制包括化合物研究、临床前研究、临床研究、药品审批和药品上市等阶段，其中在化合物研究阶段，需要从近万个候选化合物中筛选出 200 多个，用于临床前研究，再从这 200 多个化合物中筛选 5 个左右用于临床研究，最终只有 1 个能够获批上市。因此，新分子实体药物研发的风险，主要集中在临床前研究阶段，建议重点关注已经进入临床阶段的新药研发。

我国新药研发实力较弱，获批生产的大多为仿制药，少数是改变剂型的剂型创新药。即便是仿制药，我国药监局也在逐渐收紧批文的口子，最近四年，批文数量大大减少，化学药由 2008 年的近 2500 件批文减少到 2011 年的 600 余件，中药由 2008 年的近 1200 件减少到 2011 年的 130 多件，生物制品由 2008 年的 130 件减少到 2011 年的不到 40 件。

药品生产批文的减少，新药研发难度的加大，意味着创新的价值将更加突出。去年我国仅有 5 个一类新药获批，其中包括恒瑞医药的艾瑞昔布和天士力的重组人

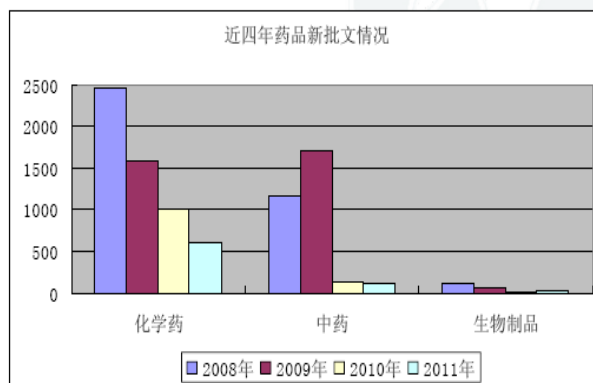
尿激酶原等。

图 16: 新分子实体药物研发成本趋高



数据来源: 东北证券

图 17: 我国近四年的药品生产批文情况



数据来源: 东北证券, SFDA

6.2. 我国药企应从品种创新和技术创新着手

从事国家一类新药的创新研究,投入大、风险高,与下表所列的前十大跨国药企相比,我国药企的研发投入金额还很少,研发支出占销售收入的比例也大多低于跨国外企。

表 1: 前十大跨国药企的研发支出情况

排名	公司	研发支出金额 (亿美元)	占收入比例
1	诺华	95.8	16.3%
2	辉瑞	91	13.5%
3	罗氏	88	19.0%
4	默沙东	84	17.5%
5	强生	75	11.5%
6	葛兰素史克	62.9	14.2%
7	赛诺菲	62.4	13.5%
8	阿斯利康	55	16.3%
9	礼来	50	20.6%
10	百时美施贵宝	38	17.9%

我国药企可以从产品创新和工艺技术创新两方面着手,产品创新重点瞄准即将到期的国际专利药,技术创新重在生产工艺改进和剂型开发。

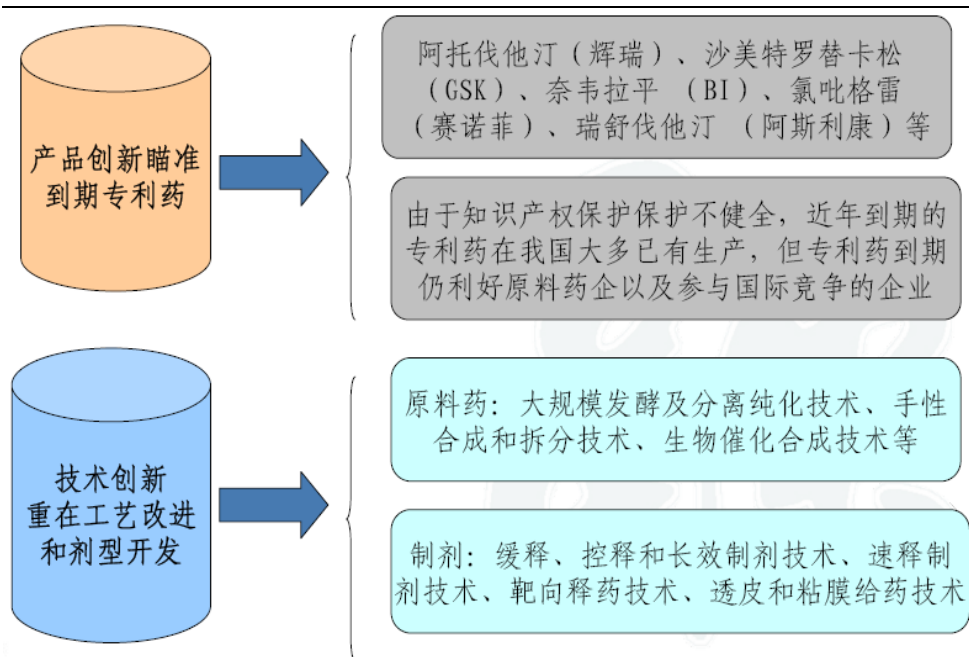
在工信部制定的“医药工业十二五规划”中,指出化学药物的六大重点研发领域,应重点开发抗病毒(肝炎、流感、艾滋病等)、抗耐药菌的新型抗感染药物,治疗肺癌、肝癌、胃癌、乳腺癌和结肠癌等抗肿瘤药物,防治脑血栓、心肌梗死、脑卒中、心力衰竭、高血压、高血脂等心脑血管疾病药物,治疗糖尿病、骨质疏松等内分泌代谢药物,治疗抑郁、焦虑、失眠、精神分裂、帕金森氏病等精神疾病药物,治疗类风湿性关节炎、系统性红斑狼疮、痛风、免疫低下等免疫系统疾病。

国际专利药物在近5年将迎来到期的高峰,众多重磅药物将失去专利的保护,比如辉瑞的阿托伐他汀、葛兰素史克的沙美特罗替卡松、勃林格殷格翰的奈韦拉平、阿斯利康的瑞舒伐他汀等。这些原研药大多很早就在我国上市,由于我国之前的知

知识产权保护制度不健全，相应的专利药品国内大多已经仿制，因此国际专利药到期并不一定意味着国内相应药品价格会大幅下降。但从专利健全的欧美发达国家来看，专利到期意味着药价下调和销量大幅提升，这利好于我国相应的原料药生产企业和承接仿制药国际化生产的企业。

从技术创新方面看，在工信部的“医药工业十二五规划”中指出，原料药企业应重点开发微生物大规模发酵及分离纯化技术、手性合成和拆分技术、生物催化合成技术和晶型制备技术等四大技术领域，化学制剂企业应加强缓释、控释和长效制剂技术、速释制剂技术、靶向释药技术以及透皮和粘膜给药制剂技术的产业化应用。

图 18: 我国药企可从产品创新与技术创新两方面着手



数据来源: 东北证券, Wind

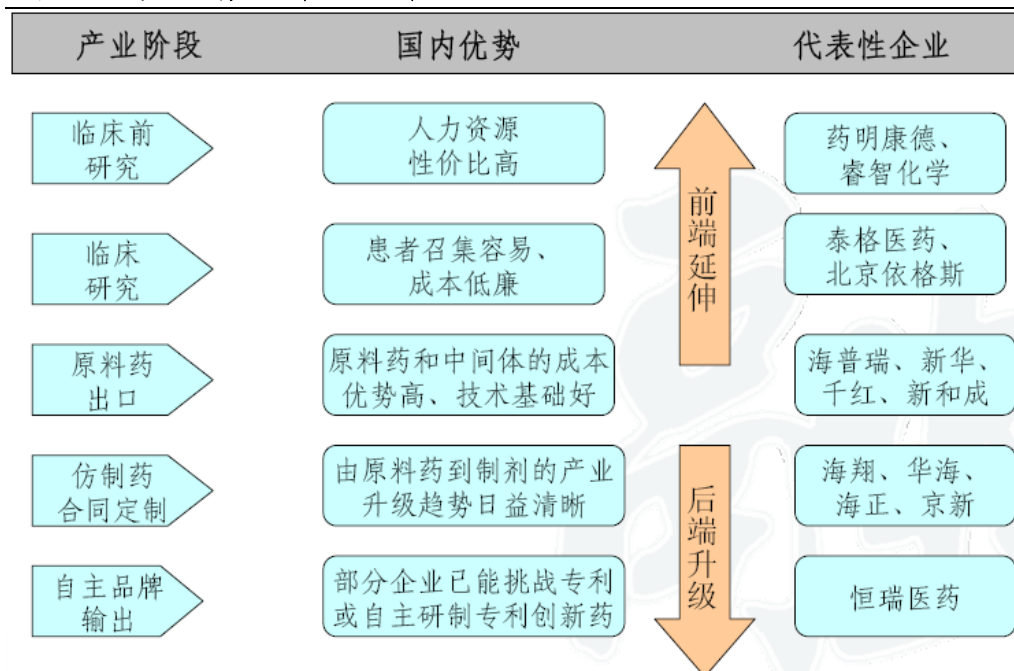
6.3. 我国医药产业升级方兴未艾

我国医药产业的升级路线目前正从两方面进行，一是由下游生产向上游研发领域延伸，二是由原料药到制剂的升级以及代工到自主品牌的升级。这两个升级路线，恰似由微笑曲线的中间底部向两端高点发展。

我国药企研发实力一向投入不足，但我国在研发领域也有自身的优势，一是医药研发领域人力资源较为丰富，且用工价格较低，具有良好的性价比；二是我国地域广阔、人口众多，且是多民族国家，拥有多样化的临床样本资源；三是我国国民收入还比较低、临床法规也不够健全，临床患者的召集相对较容易，成本也比较低廉。随着国际医药产业研发领域的分工细化，以及跨国药企转移和分散研发风险的需要，我国 CRO（医药研发外包机构）机构在最近几年迅猛发展，在临床前研究和临床研究领域均涌现出了优秀的专业研发公司，例如药明康德、泰格医药等。

我国医药产业的另外一个升级路线就是医药制造的国际化。我国是原料药大国，多种原料药的产能占据市场大部分份额。但随着我国环保标准的提高、人力成本的提高，原料药制造的成本优势越来越弱。经过多年的积累，我国部分优质医药制造企业已经开始由原料药制造向制剂来料加工升级，并将进一步由贴牌生产向自主品牌输出升级，甚至少数企业已经开始走向挑战国际专利，抢国际首仿的国际化道路，其中的佼佼者有海翔药业、海正药业、京新药业、华海药业和恒瑞医药等。

图 19: 我国医药产业升级方兴未艾



数据来源：东北证券

6.4. 生物制品值得长期看好

经过上百年的研究，发现新分子实体的化学药物越来越难，而生物制药技术最近 20 年在飞速发展，基因工程药物、人源化单抗药物、新型疫苗、新型诊断试剂、核酸药物、基因治疗药物以及干细胞治疗药物等新型制药技术层出不穷。生物制药的销售金额在医药产业的比例也是逐年提高，涌现出了多个 20 亿美元以上的重磅炸弹级别的药物。第一代生物制药大多为基因工程药物，多数已经专利到期，我国也很早就有仿制药上市；第二代生物制药多为人源化单抗药物或基因工程药物，在未来 3-5 年内会有数十个专利到期，其中包括多个重磅炸弹级别的药物，这就为国内生物制药企业创造了一波发展的机遇。

表 2: 专利将于近年到期的生物制药

通用名	商品名	公司	2010 年销售额 (亿美元)	美国专利到期时间
阿法依泊汀	Epogen	安进/强生	25.4	2013
阿法达贝泊汀	Aranesp	安进	25	2014
非格斯亭	Neupogen	安进	48	2013
赖脯胰岛素	Humalog	礼来	20.5	2013
甘精胰岛素	Lantus	赛诺菲	46.8	2015
依那西普	Enbrel	安进	35.3	2012
英利昔单抗	Remicade	强生	34	2013
阿达木单抗	Humira	雅培	59.8	2016
β -1a 干扰素	Avonex	生物基因	21.2	2013
曲妥珠单抗	Herceptin	罗氏	41.6	2019
利妥昔单抗	Rituxan	罗氏	49.9	2018

数据来源：东北证券，医药经济报

我国生物制药的基础研究工作较为扎实，与发达国家相比，也仅有十余年的差距。我国在生物制药的各个领域均涌现出优秀的代表性企业，我国未来将在六大领域重点发展生物制药产业：1) 重点开发治疗恶性肿瘤、自身免疫性疾病、神经系统疾病以及感染性疾病的人源化/人源单克隆抗体药物等；2) 针对流感、肝炎、疟疾、结核、艾滋病等重大或新发传染病，加快基因工程疫苗、核酸疫苗等新型疫苗的开发；积极开展成人用疫苗、人畜共患病疫苗以及针对肿瘤、自身免疫性疾病和慢性感染性疾病的治疗性疫苗的研究，推进百白破（无细胞）、水痘、麻疹、甲肝、脊髓灰质炎等传统疫苗升级换代和联合疫苗的研制与生产；3) 重点开发免疫原性低、稳定性好、靶向性强、长效、生物利用度高的基因工程蛋白质及多肽药物，并积极开发灵敏度高、稳定性好的新型诊断试剂；4) 重点研发反义核酸药物、RNA 干扰药物、适配子药物和基因治疗药物；5) 重点研发针对恶性肿瘤、自身免疫性疾病等重大疾病的干细胞和免疫细胞等细胞治疗产品；6) 重点开发国内市场紧缺的凝血因子VIII、抗巨细胞病毒免疫球蛋白等血液制品。

我国单克隆抗体药物的龙头企业是中信国健，已经启动上市进程，中信国健的上市或许会重新激发市场对于生物制药的热情，此时或许是布局生物制药板块的良好时机。

图 20：我国在生物制品的各个领域均有优秀企业



数据来源：东北证券

7. 原料药和中药材价格情况

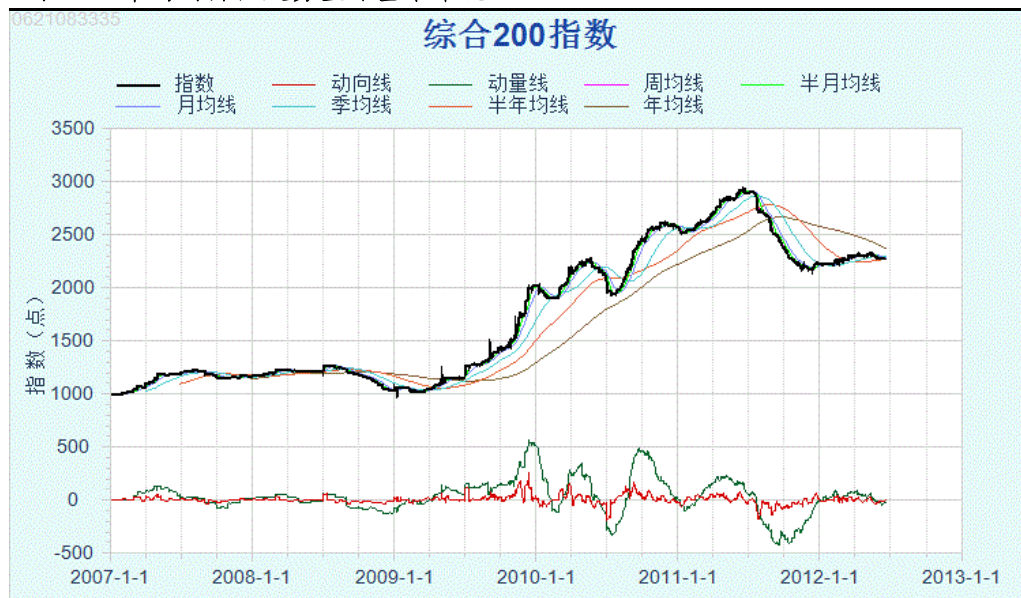
7.1. 中药材价格基本平稳

中药材的价格经历了 2 年半（从 2009 年初到 2011 年上半年）的疯狂上涨之后，从去年第二季度开始，价格逐渐回归，今年以来大部分品种的价格基本稳定，少有大起大落的品种。中药材价格的下降，有助于降低中成药的成本，提高中成药企业的利润率。

太子参是我们重点跟踪的品种之一，其中江中药业是太子参的最大采购商，太子参价格每下降 50 元/公斤，大约将增加公司毛利 1 亿元，因此太子参价格变动对于江中药业的业绩影响很大。太子参一般在 6 月底 7 月初上市新参，目前安徽产区

已有部分零星采挖，由于天气不佳，晾晒出来的干货量微，进入市场的新货较少，市场销售仍以陈货为主。目前贵州与福建产统货成交价 230 元左右，宣城货统货售价 210 元左右。目前的价格对农户的吸引力不强，采挖积极性不高，另外部分产区在地药材感染了不同幅度的叶斑病，或将导致减产。新货量很少，而关注商家逐渐增多，太子参的后市价格或许将有较大波动。

图 21：中药材价格走势整体基本平稳

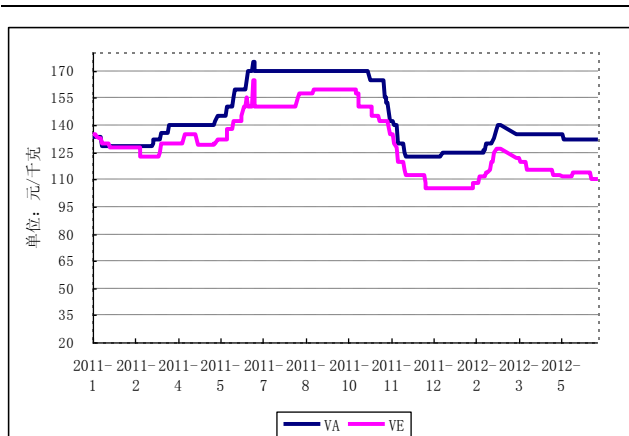


数据来源：东北证券，中药材天地网

7.2. 维生素原料药稳中有降

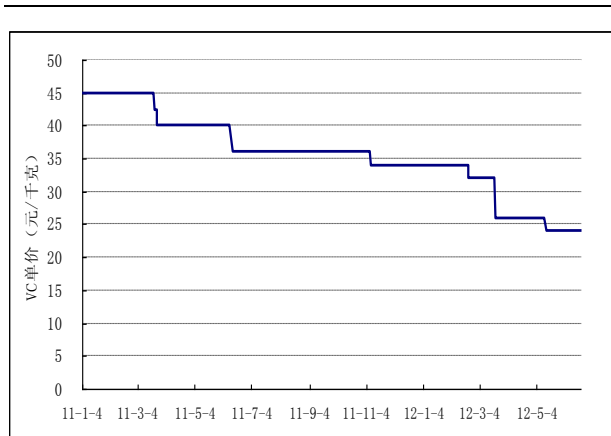
今年以来，维生素价格走势不一，VA 和 VE 由于技术壁垒较高，国内产能过剩情况不严重，今年年初价格出现了一波小幅回升，二季度以来价格基本平稳，截至 6 月 20 日，VA 价格为 132 元/千克，VE 为 110 元/千克。VC 由于国内产能过剩严重，供给大约是需求的一倍以上，因此价格持续走低，连创历史新低，目前价格为 24 元/千克。估计 VC 价格仍可能下跌，但由于工信部开始政策调控，再加上 VC 生产成本的上涨因素，估计再次大幅下跌的可能性也不大，VC 产业正面临一轮大的整合。

图 22：VA、VE 价格走势



数据来源：东北证券，Wind

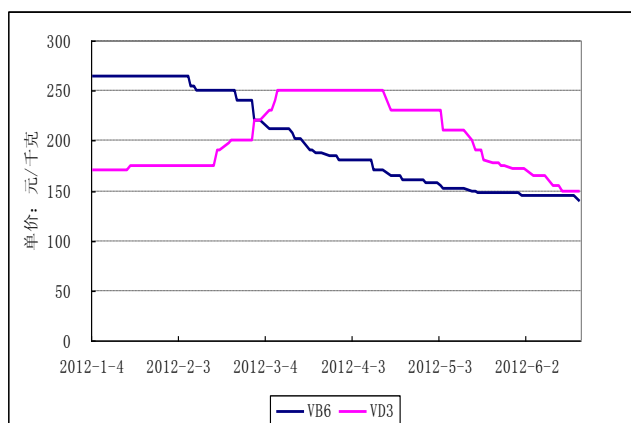
图 23：VC 价格走势



数据来源：东北证券，Wind

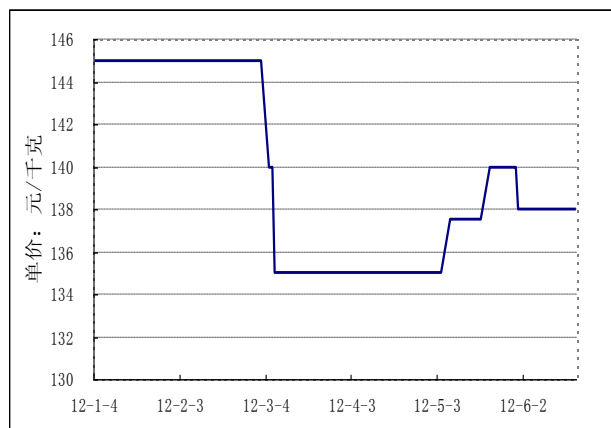
今年以来，VB6 一路震荡走低，从年初的 265 元/千克下跌到 6 月 20 日的 140 元/千克，价格下跌了近 50%。VD3 价格在 2-3 月份出现一波小幅上涨，在 4 月下旬又开始回调，目前价格为 150 元/千克，略低于年初的 170 元/千克。生物素的价格波动幅度不大，上半年价格走势基本平稳，目前价格为 138 元/千克，略低于年初的 145 元/千克。

图 24: VB6、VD3 价格走势



数据来源：东北证券，Wind

图 25: 生物素价格走势

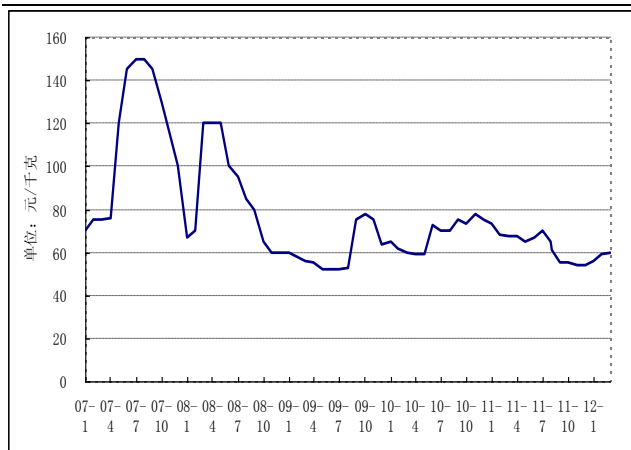


数据来源：东北证券，Wind

7.3. 抗生素原料药价格有升有降

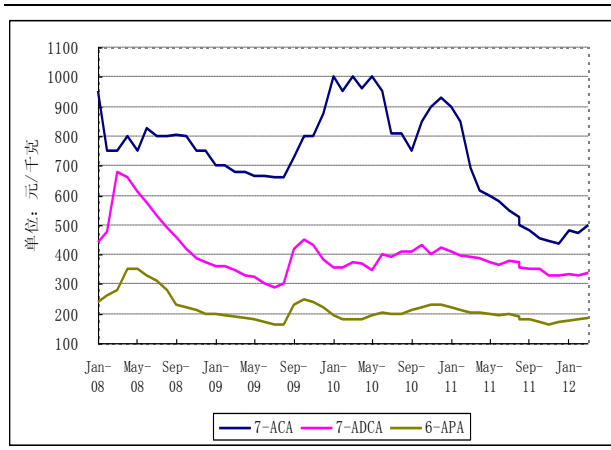
由于受到部分企业因 GMP 建设而停产以及抗生素企业补库存等影响，抗生素原料药的上游中间体价格在 4-5 月份均出现了不同程度的上涨，与年初相比，7-ACA 的价格上涨幅度较大，最高上涨超过 30%，青霉素工业盐的价格也有小幅的上涨。

图 26: 青霉素工业盐价格走势



数据来源：东北证券，Wind

图 27: 7-ACA、7-ADCA、6-APA 价格走势

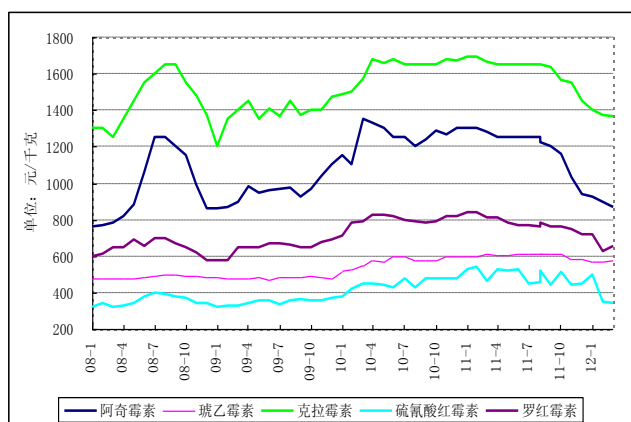


数据来源：东北证券，Wind

相比于抗生素中间体价格的上涨，抗生素原料药价格走势基本平稳，受限于下游需求的不振，价格总体比年初有所下跌。与抗生素中间体类似，多数抗生素原料药的价格 4-5 月份也都出现反弹，但反弹力度明显弱于中间体。我们预计随着抗生素限用政策的全面展开以及取消“以药补医”试点范围的扩大，抗生素在药品中的

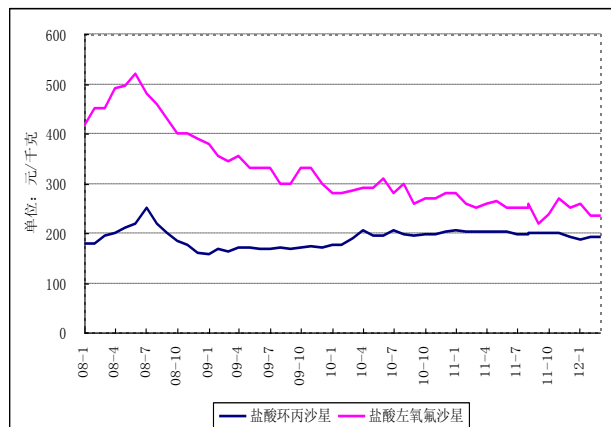
占比或将进一步缩小，抗生素价格可能将继续走低。

图 28: 阿奇霉素等价格走低



数据来源：东北证券，Wind

图 29: 盐酸环丙沙星价格基本平稳

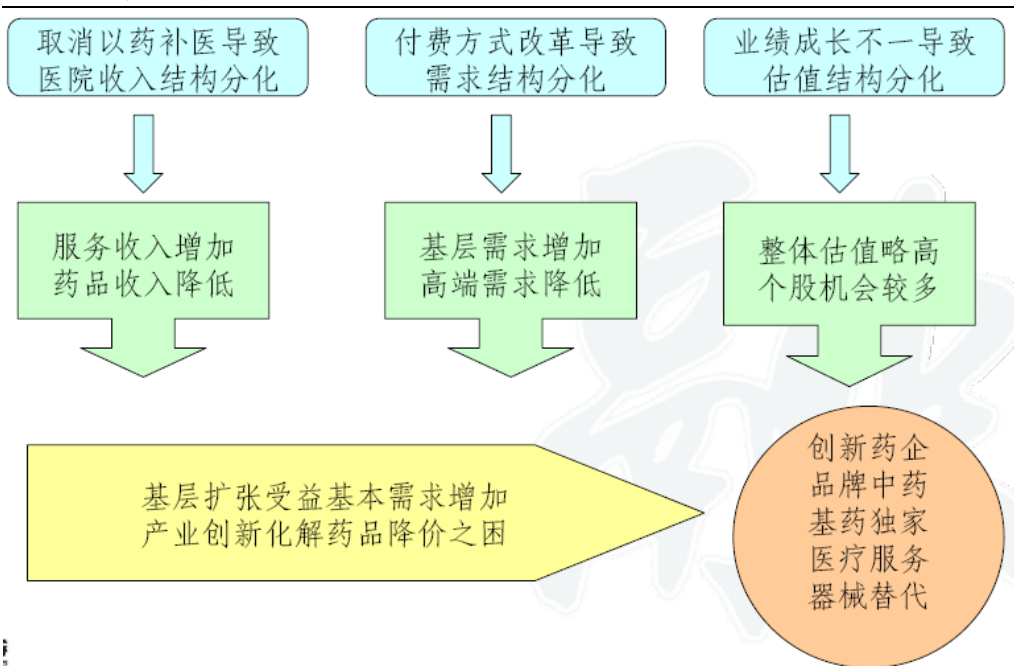


数据来源：东北证券，Wind

8. 投资策略

医药行业目前正面临两个“结构分化”，一是取消“以药补医”政策的日益清晰以及试点范围的逐渐扩大，将导致医疗机构的收入结构分化，服务性收入比重将逐渐增加，药品收入的比重将逐渐下降；二是付费方式的改革力度日渐深化，医保付费将由“后付制”转向“总额预付制”，“按项目付费”将转向“按人头付费”和“按病种付费”等，这将导致基层诊疗需求增加，高端诊疗需求受到压抑，同时在一定程度上抑制过度医疗和过度用药现象。

图 30: 中期投资逻辑



数据来源：东北证券

基于对以上“结构分化”的判断，我们认为两类企业值得关注，一类是致力于产品创新和产业升级的企业，能化解当前药价调整和限制用药的风险，并有望获取可持续的核心竞争力；另一类是致力于基层扩张的企业，包括进口替代型、基药放量型以及致力于医院扩张的医疗服务类企业等，该类企业能够受益农村基层需求质量与数量的增长，以及城市基本需求数量的较快增长。

我们在去年12月初的医药行业年度策略报告中，指出2012年医药板块将是结构化的行情，我们现在仍然维持这个判断。上半年，医药板块主要有三条主线：估值修复、超预期成长和事件带动。5月份起，医药板块的防御性特征开始较为明显，板块轮动和政策短期偏于利好，导致医药板块开始跑赢大势。

医药板块下半年的业绩增速将好于上半年，稳健成长的企业将逐渐受到市场的重视，我们认为医药板块下半年将从“防御”转向“成长”，建议重点关注创新药企、品牌中药、基药独家、医疗服务和器械替代等板块。

基于医院收入的结构分化以及需求的结构分化，我们建议重点关注创新药企、品牌中药、基药独家、医疗服务和器械替代等板块。

我们认为医药板块将呈现结构化的行情，并建议从两条主线着手，一是致力于产品创新与产业升级的企业，比如**沃森生物**、**海正药业**、**恒瑞医药**等；二是致力于基层扩张的企业，包括进口替代型、基药放量型与医疗服务类企业，比如**科华生物**、**千金药业**、**鱼跃医疗**、**马应龙**、**昆明制药**与**通策医疗**等。

8.1. 千金药业

- **公司已度过最困难时期**：营销改革和千金片销售规格调整的影响在6月份将基本消除，下半年起业绩增速将逐季加快。
- **千金片（胶囊）在基药和OTC市场将同时发力**：OTC市场稳健成长，基药市场放量明显，预计基药市场全年可发货1亿元以上。
- **二线品种成长迅速**：椿乳凝胶助力公司进军市场空间更大的妇科炎症外用市场，错位竞争策略，使得该品发展后劲十足；补血益母颗粒由产后市场向术后市场延伸，今年已提价11%，预计全年可增长60%；拉米夫定推动化药子公司继续高速增长。
- **营销改革初显成效**：销售效率提高，收入增长加快，销售费率下降。
- **投资建议**：我们认为公司2012~2014年的EPS分别为0.38元、0.56元和0.77元，三年复合增速在40%以上，我们看好公司在妇科炎症领域的拓展，首次覆盖并给予“推荐”评级
- **风险提示**：新品销售不达预期的风险；中药材价格上涨的风险；费用上升风险。

8.2. 科华生物

- **化学发光进口替代优势明显**：化学发光仪及相关试剂估计最快会在明年推出，化学发光大约有20亿元的市场规模，公司是国内化学发光产品的领先者，将是进口替代的最大受益者之一；
- **核酸血筛进入门槛高**：核酸血筛将在十二五末全面实行，目前核酸血筛的竞争态势日益清晰，科华作为国内核酸血筛的领军者，将与罗氏、诺华等外资企业共分8-10亿元的市场份额；
- **产能扩大**：真空采血管产能明年将扩大到5亿支，产能扩大5倍；
- **生化发展加速**：ZY1200高端全自动生化仪若能年投放或销售200台，每台至少可以带来20万元的试剂收入，生化试剂的销售增速将加快
- **投资建议**：公司明年将推出化学发光，且受益于进口替代，未来三年的复合增

速估计在 20%-25%，我们预测 2012~2014 年 EPS 为 0.54 元、0.66 元和 0.82 元，给予公司“推荐”评级。

- **风险提示：**产品推出进程缓慢的风险；销售不达预期的风险；成本上升风险。

8.3. 昆明制药

- **血塞通高增长无忧：**公司拥有国内最完备的三七产品线，包括注射用血塞通（冻干）、血塞通注射液、血塞通软胶囊以及血塞通片、血塞通滴丸和血塞通颗粒等，三七类产品去年同比增 54.17%，随着血塞通冻干粉针剂产能瓶颈的消除，以及受益于基药放量，估计今明两年血塞通仍可能有 50%以上的增长；
- **三七原料继续大幅涨价可能性较小：**今年云南文山等地发生了较为严重的春旱，三七的价格上涨了 20%以上。但近期价格已回稳，若天气无剧烈变化，估计短期内不会大幅上涨；
- **二线特色植物药蓄势待发：**天眩清天麻素是发改委批准的优质优价产品，竞争优势明显，近年受益于镇静催眠市场容量的扩大而快速发展，预计未来五年仍将维持较高增速。公司还拥有多个独家植物药品种，灯银脑通胶囊、乙酰天麻素片、草乌甲素胶丸、血塞通软胶囊和银芩胶囊是公司重点推广的 5 个产品；
- **投资建议：**自我们去年持续推荐以来，公司股价已创出历史新高。我们预计公司 2012~2014 年的 EPS 分别为 0.60 元、0.81 元和 1.04 元，当前估值已不便宜，但公司主导产品仍处于高速成长期，二线品种也颇具潜力，业绩或能超出预期，因此继续给予“推荐”评级。
- **风险提示：**血塞通销售不达预期的风险；产品价格下调的风险；三七价格继续上涨的风险。

9. 风险提示

- 大盘系统性风险；
- 政策超预期的风险。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围国内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	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%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-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。
行业 投资 评级 说明	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。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760