

医药行业 2013 年度投资策略

估值消化靠成长，复兴正道是转型

报告摘要：

估值重心或将继续下移，但向下空间不大。截至 11 月 29 日，医药板块的市盈率（TTM，剔除负值）为 27.4 倍，处于历史相对较低水平，但和上证指数 1664 点时相比，高了近 40%；当前市盈率在所有行业中高居第 2 位，相对沪深 300 的估值溢价率为 201%，为历史较高水平。在高溢价率的重压下，医药板块的估值重心或将继续下移，但由于其明年的成长性将转好，因此仍可获得较高的估值溢价率。我们认为医药板块在 2013 年的极限估值难以降至 1664 点时的低位水平，合理估值重心或在 24 倍左右，向上或向下的空间都不大。

业绩增速明年有望明显回升。医药板块的业绩增速今年将连续第三年下滑，我们预计今年的业绩增速可能不到 5%。但由于成本好转、需求扩张和政策压力减弱，我们预期明年医药板块业绩增速将明显加快，若不考虑事件性因素的影响，有可能实现 15% 左右的增长。

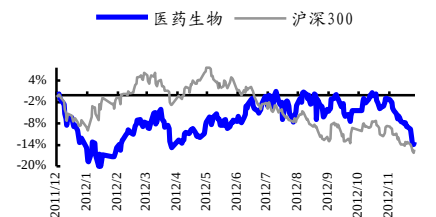
药价调控和医药控费的实际冲击不大。这两项政策一直是市场关注的焦点。就药价调控而言，本轮药品价格调控政策将渐进尾声（部分药品仍会降价），药品集中采购和零差率解决不了暗扣的问题，且对于优质优价药影响较小，药品流通环节的加价率政策实际执行效果有限。就医药控费而言，短期内难以全面铺开，且控的是人均和次均的费用，医疗费用整体仍能稳定增长，控费短期杀伤力有限。

医药产业仍将稳定增长。需求增长和集中度的提升是我国医药产业成长的两大动力。人口老化、发病率的上升、收入水平的提高和国家投入的增加是我国医疗保健需求较快增长的四大因素。

投资建议：医药板块虽然估值偏高，但估值调整不会一蹴而就，医药板块将以时间和成长来化解高估值。医改进入深水区，唯有深化改革方能促进政府、医院、患者和产业之间的和谐发展，产业复兴正道是转型。我们继续给予医药板块“优于大势”的评级，主动转型的企业有望在下一轮发展中获得先机，我们看好进入新基药的品种转型、OTC 企业的营销转型、生物制药的创新转型、医疗服务业的定位转型，沃森生物、马应龙、鱼跃医疗、以岭药业、江中药业、科华生物、千金药业、昆明制药等值得长期关注。

风险提示：药品质量的风险；医药控费超预期的风险。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-10.35%	-7.54%	-15.10%
相对收益	-5.87%	-4.30%	0.05%

重点公司

投资评级

千金药业	推荐
科华生物	推荐
江中药业	推荐
沃森生物	推荐
马应龙	推荐
以岭药业	谨慎推荐
昆明制药	谨慎推荐
鱼跃医疗	谨慎推荐

相关报告

《调整抗肿瘤、免疫和血液系统类等药品价格点评》

2012-09-18

《肝病诊疗行业深度研究报告》

2012-09-14

《医药行业 2012 年中期投资策略》

2012-06-21

《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：刘林

执业证书编号：S0550512090001
(021)20361137 liulin@nesc.cn

目 录

1. 医药板块 2012 年行情回顾	4
1.1. 医药板块走势基本符合我们去年的预期	4
1.2. 去年涨幅大的今年跌幅大，反之亦然	4
2. 2013 年医药板块利润增速将有所回升	5
3. 医药板块估值依旧偏高	6
3.1. 医药板块市盈率比 1664 点时高了近 40%	6
3.2. 医药板块市盈率在各行业板块中居前	7
3.3. 医疗服务子板块估值依旧偏高	8
3.4. 估值重心向下的空间并不大	8
4. 药价调控的冲击在 2013 年将有所减弱	9
4.1. 药品出厂价受到的实际约束力并不强	9
4.1.1. 国家发改委制定了多个药品价格的监管政策	9
4.1.2. 企业在制定药品出厂价时仍有很大的自由度	10
4.2. 药品集中采购和零差率解决不了暗扣的问题	11
4.2.1. 药品集中采购政策对于优质优价药影响较小	11
4.2.2. 药品差比价规则对于药价整体影响不大	12
4.3. 本轮药品价格调控政策渐进尾声	12
5. 医药控费杀伤力有限	13
5.1. 控费短期内难以全面铺开	13
5.2. 控的是人均和次均费用，整体医疗费用仍在增长	14
6. 我国医药产业发展空间广阔	15
6.1. 内外部需求仍将稳定增长	15
6.1.1. 外贸需求明年或将小幅回暖	15
6.1.2. 国内医疗保健需求仍将较快增长	16
6.2. 集中度的提高将催生千亿元市值的医药企业	17
6.2.1. 我国医药产业集中度与发达国家有很大差距	17
6.2.2. 我国医药产业集中度有望逐年提高	18
7. 产业复兴正道是转型	19
7.1. 新版国家基药目录将加速药企重点品种的转型	19
7.2. 广告费用高企倒逼 OTC 药品企业转型	20
7.2.1. 我国 OTC 药品市场规模增长放缓	20
7.2.2. OTC 广告禁令实施可能性较小	21
7.2.3. OTC 药企面临营销模式和产品结构的转型	21
7.3. 生物制药企业必须向创新转型	22

7.3.1. 全球生物仿制药将进入黄金发展期	22
7.3.2. 我国生物制药企业研发创新能力不足	22
7.4. 医疗服务类企业面临服务定位的转型	23
7.4.1. 高端营利性医院或将成为增长的亮点	23
7.4.2. 大病商业保险将促进多层次医疗服务体系的形成	23
8. 投资策略	25
9. 风险提示	25

1. 医药板块 2012 年行情回顾

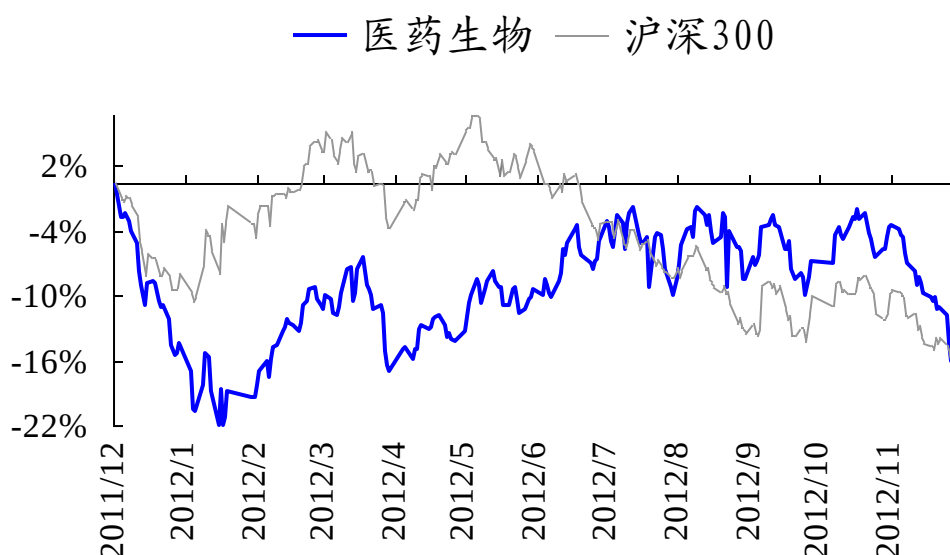
1.1. 医药板块走势基本符合我们去年的预期

我们在2011年12月2日发布的《2012年度投资策略》中曾明确指出：“根据2011年11月30日的收盘价，我们预测医药板块今年的PE大约在31倍。根据我们建立的分析模型，在不降息的情况下，医药板块现在的市场估值比2011年合理估值高估了约32%，比2012年合理估值高估了约13%”。并提出2012年为“结构化行情”。

从实际表现看，医药板块从去年12月初开始调整，其间申万医药生物板块最大下跌了22%，截至今年11月29日，与我们的报告发布日相比仍下跌了18%，考虑到今年有降息，因此医药板块整体走势基本与我们去年的预期基本吻合。

医药板块在经历去年12月份的调整后，在1月下旬开始反弹，2012年上半年基本都是反弹的行情。从7月初开始，医药板块基本就是箱体震荡的格局，直至11月份，医药板块开始出现破位下行的走势。

图 1：医药板块和沪深 300 近一年来走势比较



数据来源：东北证券

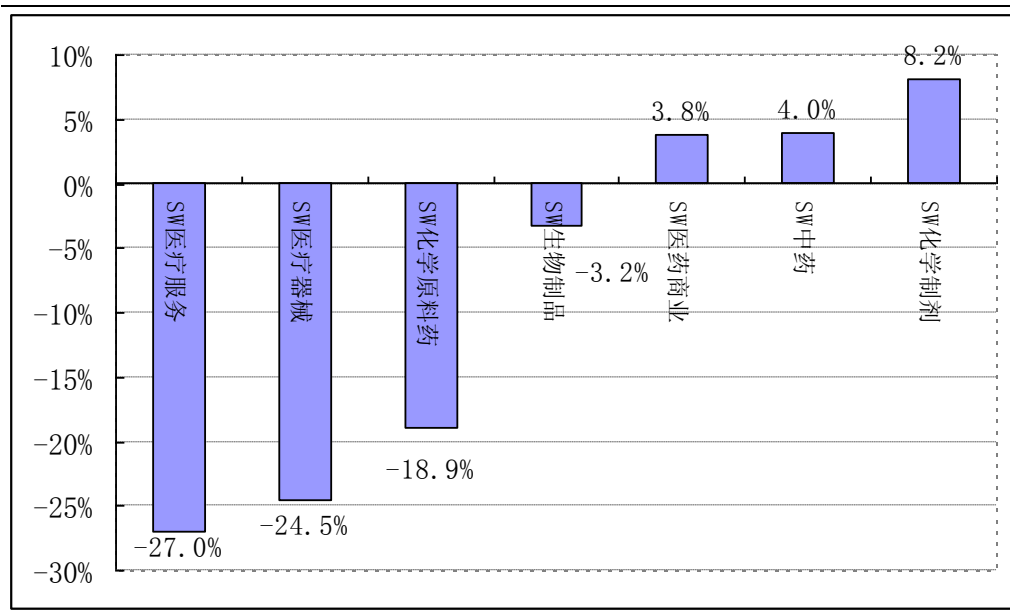
1.2. 去年涨幅大的今年跌幅大，反之亦然

从板块涨跌幅看，若是将今年和去年做个比较，就会发现很有趣的现象：去年涨幅最大的板块今年跌幅最大，反之亦然。例如，医疗服务板块今年跌幅居前，板块整体跌幅达到 27%，而该板块去年在医药子板块中涨幅居前，医药商业板块也是类似情况；又如化学制剂子板块去年跌幅第一，而今年在医药子板块中涨幅居前，实现了 8.2% 的上涨。

医疗器械板块、化学原料药板块和生物制品板块在继续消化之前过高的估值，分别出现了 24.5%、18.9% 和 3.2% 的下跌，我们认为这几个板块，包括医疗服务板块在内，估值已经逐渐趋于理性，明年均有较大的几率获得正增长。

中药板块今年受益于中药材价格下滑和中药注射剂增长较快，部分个股利润增长较快，再加上近 2 年没有受到药品降价的影响，因此整个板块今年出现了 4% 左右的正增长。我们预计明年中药板块或将面临业绩增长放缓，中药注射剂和部分中药品种面临降价风险，板块上涨具有一定的不确定性。

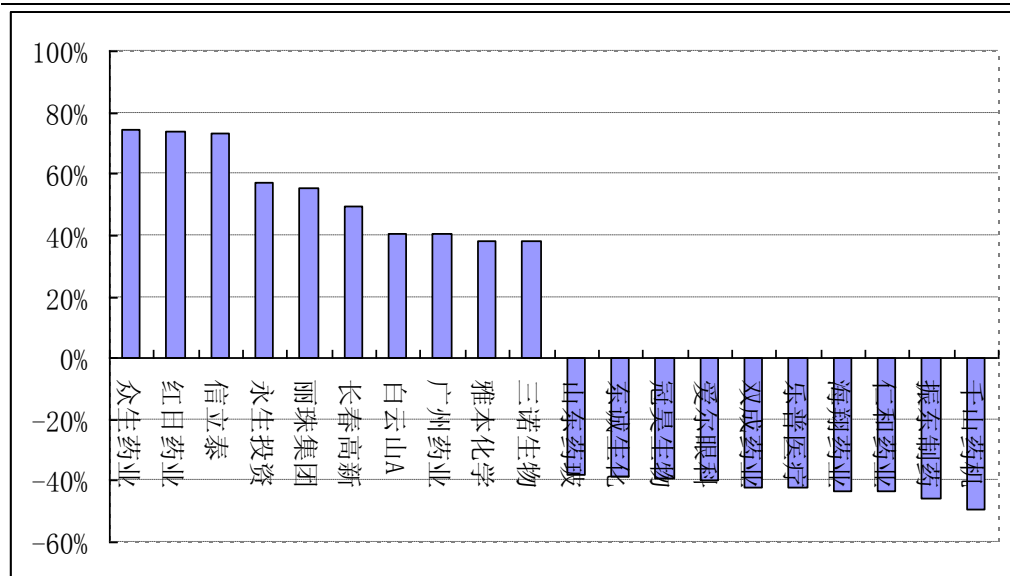
图 2：今年以来医药各子行业的区间涨跌幅（截至 11 月 29 日）



数据来源：东北证券，Wind

从个股上看，众生药业、红日药业、信立泰等三只个股涨幅较大，截至 11 月 29 日，涨幅均在 70%以上。部分二线蓝筹类个股则在今年下降较多，跌幅榜居前的多为业绩表现还算稳定的个股，“杀估值”或许是这波下跌的主要因素。

图 3：今年以来医药板块涨跌幅前十位的个股（截至 11 月 29 日）



数据来源：东北证券，Wind

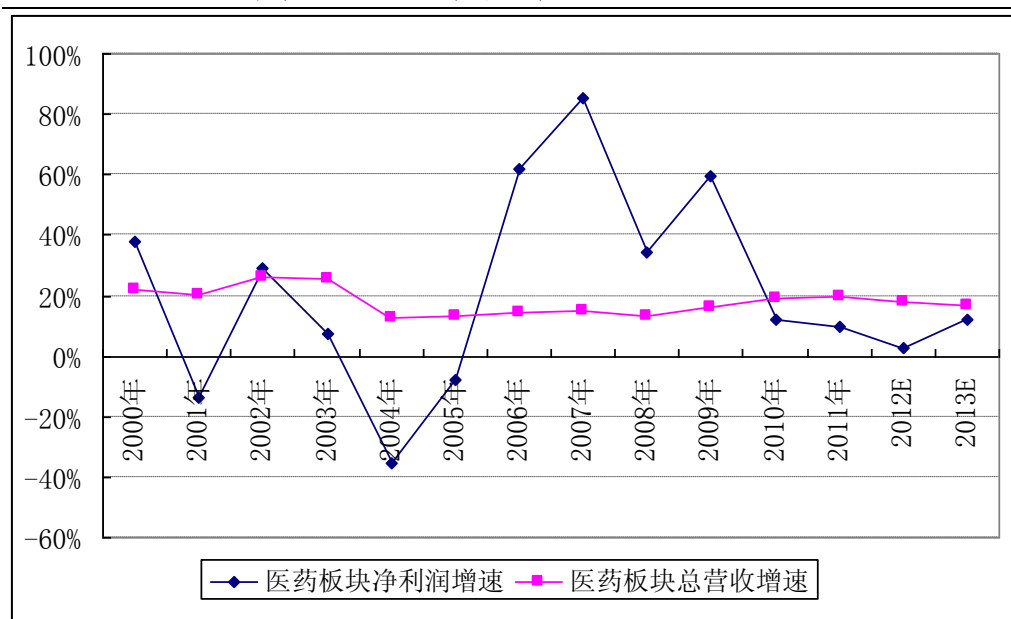
2. 2013 年医药板块利润增速将有所回升

2012 年，医药板块受到了“毒胶囊”事件、抗菌药物限用、药品降价等多方面不利因素的影响，导致部分企业利润下滑严重。今年前三季度申万医药板块总营收增长了 17.01%，归属于上市公司股东的净利润却只增长了 1.06%。我们预计全年总营收可能会增长 18%左右，净利润可能仅增长不到 5%。

我们认为今年影响医药行业的负面因素在 2013 年将减弱, 首先, 对于全行业有重大影响的“毒胶囊”事件将在明年基本消除影响; 其次, 抗菌药物在明年有望从今年较低的基数上重新增长; 第三, 药品降价渐进尾声, 但今年下半年的降价仍会影响明年的利润增长; 第四, 终端需求仍然非常强劲; 第五, 经过今年的去库存, 明年原材料成本会有所降低, 而人力成本也有望增速放缓。

因此, 我们预计 2013 年申万医药生物板块的总营收增速可能会略低于 2012 年, 在 15%~18%之间; 而归属于上市公司股东的净利润增速将会有所回升, 有可能达到接近营收增速的水平。

图 4: 医药板块明年净利润增速将有所回升



数据来源: 东北证券, Wind

3. 医药板块估值依旧偏高

3.1. 医药板块市盈率比 1664 点时高了近 40%

在 2005 年的大熊市行情中, 医药板的市盈率 (TTM, 剔除负值) 最低下降到 24.05 倍; 上证指数在 1664 点时, 医药板块在 2008 年 11 月 4 日的 PE 为 19.68 倍, 这差不多是医药板块的历史最低估值。

截至 11 月 29 日, 医药板块的 PE 为 27.4 倍, 比较最近十年的估值情况, 处于历史较低水平。但是和 2008 年历史最低估值相比, 还有近 40% 的下降空间; 即便是和 2005 年末时的估值相比, 也仍然有近 14% 的距离。因此, 和历史估值水平相比较, 医药板块目前的估值水平仍然整体偏高。

和沪深 300 板块的估值水平相比较, 目前医药板块比沪深 300 板块溢价了 201%, 估值溢价率继续高企, 比历史平均的估值溢价率高了 100% 以上。在 2008 年 11 月 4 日, 医药板块的估值降到历史最低水平时, 其对于沪深 300 的估值溢价率为 61.3%; 在 2005 年 12 月 13 日, A 股在大牛市前夜时, 医药板块相对于沪深 300 的估值溢价率为 96.8%。

因此, 无论是从历史估值水平看, 还是从估值溢价率角度看, 目前医药板块的估值都是明显偏高, 估值还有很大的下调空间。

图 5: 医药板块市盈率（历史 TTM，整体法，剔除负值）与沪深 300 比较



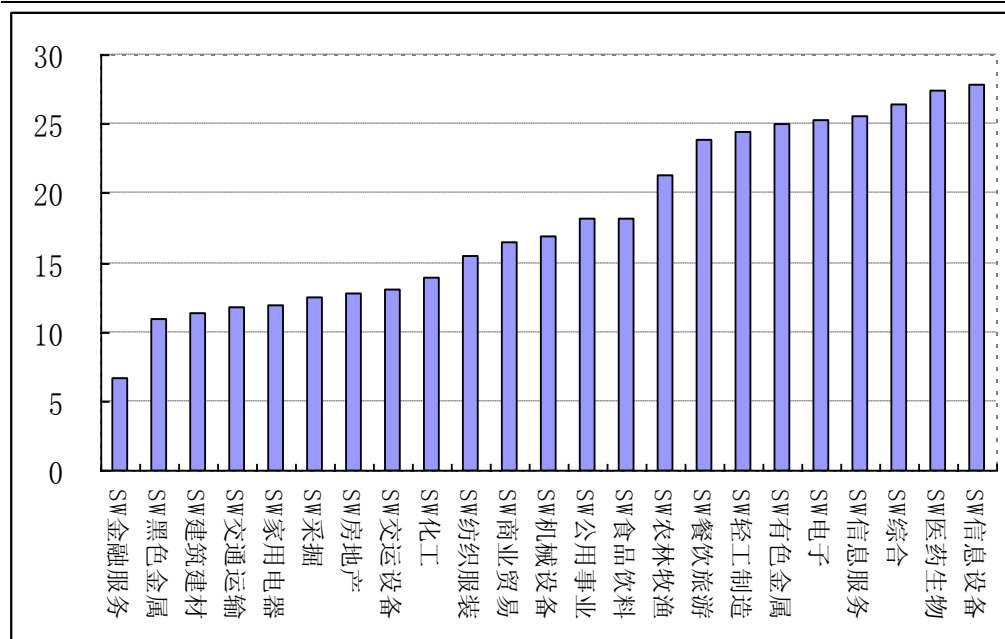
数据来源: Wind资讯

数据来源: 东北证券, Wind

3.2. 医药板块市盈率在各行业板块中居前

横向看, 相对于其他一级行业子板块, 医药板块的市盈率 (TTM, 剔除负值) 仅次于信息设备板块, 市盈率高居第二位。但从净利润增速看, 医药板块今年前三季度的净利润增速为 1.06%, 在所有一级子行业中仅排在第 8 位, 业绩增速排名和估值排名不匹配。

图 6: 医药板块市盈率(TTM, 剔除负值)在各板块中居第 2 位



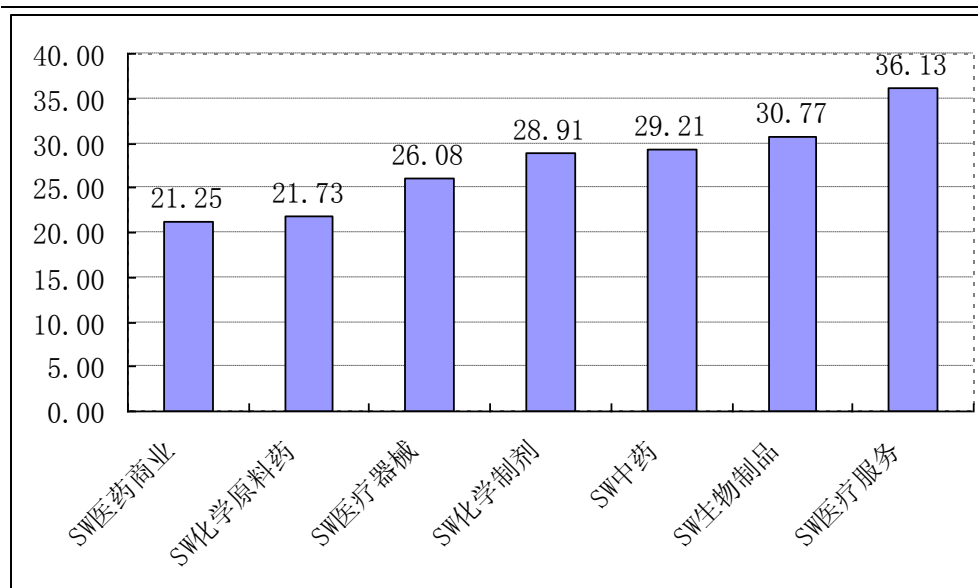
数据来源: 东北证券, Wind

3.3. 医疗服务子板块估值依旧偏高

从子行业看，医疗服务板块的市盈率最高，为 36.13 倍，这说明市场对于医疗服务产业的仍然充满期待，我们也认为医疗服务业目前正处于爆发式增长的前夜，理应获得较高的估值，但在业绩增长未能及时兑现的情况下，该子板块估值有回调的风险。医药商业板块估值最低，为 21 倍，我们觉得这可能是与纯医药商业企业的毛利率较低，且融资压力较大有关。

生物制品和中药的市盈率仍然较高，我们也长期看好这两个子行业，但认为目前板块中具有核心竞争力的企业并不多，这两个板块的估值仍面临回调的风险。医疗器械板块今年业绩不达预期，股价下降较多，估值水平也有所回调，其估值重心应当在 20~25 倍，部分个股目前已经逐渐具备投资价值。

图 7：医药各子行业的市盈率（TTM，剔除负值）情况



数据来源：东北证券，Wind

3.4. 估值重心向下的空间并不大

虽然医药板块当前的估值比 1664 点时高了近 40%，且估值溢价率高达 201%，但我们认为医药板块的估值重心向下的空间并不大。理由是，2008 年估值下降很快，主要是由于 2007 年的业绩增速高达 80% 以上，造就了 TTM 业绩的基数较高，而 2008 年的业绩又快速下降，且大盘在短期内恐慌性下跌，这就造成了估值的错杀。目前的情况是，医药板块业绩在连续三年下滑之后，2013 年业绩增速有望明显加快，这就在一定程度上封杀了“杀估值”的空间，且政策面估计会相对宽松，我们预计估值重心大幅下降的可能性并不大。以时间换空间，以成长换估值的可能性较大。估值虽高，但调整绝不会一蹴而就。

当然，如果由于政策超预期或者是不利的事件性的影响，导致医药板块业绩增速不理想，或者是大盘继续深度系统性调整，导致抱团资金蜂拥而出，也可能导致医药板块出现大幅调整，估值重心低于 1664 点时的水平也有可能，只是我们认为这种可能性较小。

4. 药价调控的冲击在 2013 年将有所减弱

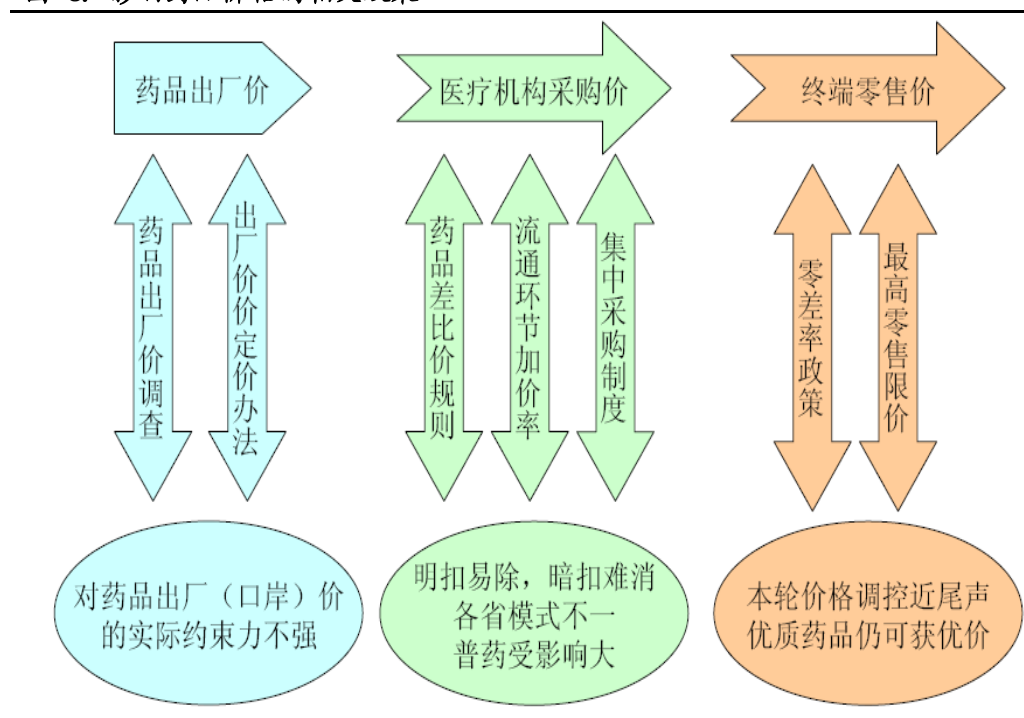
药品终端价格一般会经历以下几个形成阶段：药品的出厂价，流通环节的加价，医疗机构的招标采购价，销售到患者手中的终端零售价。国家在药价每个阶段，都制定了相关政策，以防止药价的“虚高”。

在药品出厂阶段，国家发改委制定了出厂价调查办法与出厂价定价方法，以便在源头就可以监控药品的价格。但通过我们后面的描述可知，国家对于出厂价的实际约束力并不强，企业仍可在较大幅度范围内调整出厂价。

在药品流通环节，国家出台了药品差比价规则、流通环节加价率以及医疗机构集中采购办法等文件，由于相关部分权限下放到地方上，因此各地的监管模式有所差异。总体来看，多数普药的实际中标价确实被压低了，但明扣易除，暗扣难消，医药招标采购的模式并没有发生根本变化，高价药仍将比低价药畅销。

在终端零售环节，国家发改委连续出台了多个降价政策，将国家医保目录中的药品几乎轮番降个遍，目前来看，除了中药和新近目录的药品还有降价的风险之外，本轮药价调控接近尾声。另外，优质的药品仍可获得较高的零售定价，这也给企业公关留了口子，所以药价调控的实际影响，不同企业会有很大差距。

图 8：影响药品价格的相关政策



数据来源：东北证券，Wind

4.1. 药品出厂价受到的实际约束力并不强

4.1.1. 国家发改委制定了多个药品价格的监管政策

我国的药品价格形成机制主要由国家发改委制定和颁布，国家发改委对于药品的出厂价、批发价、零售价以及同类药品之间差比价都做了详细的规定。最近两年，国家发改委连续出台了多个关于药品价格形成机制方面的政策，每项政策的出台或者传言，都给市场造成了较大的冲击。我们梳理了国家发改委最近十余年颁布的主要药品价格形成机制的政策。

表 1: 国家发改委制定了多个药品价格监管政策

文件	颁布部门	颁布时间	主要内容
药品政府定价办法	国家计委	2000.11	国家一类新药、专利药和进口分装药的最高销售费用率和利润率分别为 30%和 45%，其余层次药品递减，普药的最高费率和利润率均为 10%；药品按照出厂（口岸）价的不同，规定了最高流通差价率，5 元以下最高可顺加 50%，500 元以上最高可顺加 15%+50。优质药品可申请单独定价
药品差比价规则（试行）	国家发改委	2005.1	对适用于政府定价、政府指导价的西药和中成药，规定了同种药品因剂型、规格或包装材料的不同而形成的价格之间的差额或比值
对部分药品从出厂环节制定价格进行试点的通知	国家发改委	2005.11	规定维生素、干酵母和微量元素等 21 种处方剂型要公布最高出厂价和最高零售价
药品价格管理办法（征求意见稿）	国家发改委	2010.6	规定在我国境内销售的药品，实行政府定价、政府指导价和市场调节价三种价格管理形式。政府定价和指导价应以药品定价成本为基础。药物创新被明确划分为有效成分创新、剂型创新、工艺技术创新和普通药品，并将药品划分为化学药、生物制品、中成药、天然药及民族药。最高期间费用率为 45%，最高利润率为 23%。5 元以下的最高流通加价率为 40%，10000 元以上最高加价 901.5 元
药品出厂价格调查办法（试行）	国家发改委	2011.11	对在我国境内生产或进口分装药品实际出厂价格等情况进行实地调查，并按照自主销售、代理销售、委托加工和其他方式来区分调查
药品差比价规则	国家发改委	2011.11	规定了政府定价、指导价药品的剂型差比价、规格差比价和包装差比价，2005 年颁布的试行本被废止
药品流通环节价格管理暂行办法（征求意见稿）	国家发改委	2012.1	适用于政府定价范围内的药品，从出厂（进口）经非营利性医疗机构销售给患者的价格管理。仍然按照产品出厂（口岸）价的不同来区分其在流通环节的差价率。在批发环节，10 元以下药品的最高加价率为 30%，2000 元以上最高加价 900 元；在零售环节，10 元以下最高加价率为 25%，800 元以上最高加价 69 元。计划从 2012 年 7 月 1 日起执行。

数据来源：东北证券

4.1.2. 企业在制定药品出厂价时仍有很大的自由度

早在 2000 年 11 月份，原国家计委就对药品的销售费用率、销售利润率和流通环节的最高差价率做了详细的规定。从医药产业最近十年的快速发展以及药品价格的高企可以知道，此政策对于药品生产和流通企业的实际影响并不大。

2000 年版的政策规定了含税出厂价为（制造成本+期间费用）/（1-销售利润率）*（1+增值税率），含税口岸价为到岸价*（1+关税税率）*（1+增值税率）+口岸地费用，零售价为含税出厂价（口岸价）*（1+流通差价率）。

虽然发改委规定了详细的出厂价形成公式，并制定了出厂价调查办法，但由于以下原因，企业仍可以较自由地制定药品出厂价：

- 1) 制造成本在很多企业并不透明，这让出厂价有一定的变动空间；
- 2) 对于出厂价影响最大的是期间费用，虽然规定了最高期间费用率，但从公式的计算中可以知道期间费用的变化幅度可以非常大；
- 3) 该政策并没有制定严格的出厂（口岸）价调查细则；
- 4) 优质药品可以申请单独定价，这就为规避该政策提供了出口；
- 5) 由于出厂（口岸）价难以严格控制，那么零售差价率就容易形同虚设。

由于 2000 年版的政策在实际中并没有能控制药价，国家发改委就在 2010 年 6 月份，颁布了《药品价格管理办法（征求意见稿）》，该讨论稿一出就导致医药板块大幅调整。实际上，该意见稿只是更细化了 2000 年版本的政策，对于利润率和加价率规定得更加严格些而已。该意见稿至今也没有下文，即便真要实施，我们也可以预见到出厂（口岸）价仍是一个难以确定的可变量，对于企业实际影响不大。

针对流通环节，国家发发改委在今年 1 月份颁布了更加严格《药品流通环节价格管理暂行办法（征求意见稿）》，原计划在今年 7 月 1 日起执行，但至今也没有看到正式版本的发布。

国家发改委也在加强出厂价的调查，在 2011 年 11 月颁布了《药品出厂价格调查办法（试行）》。此试行本对于出厂价的影响更多是心理层面的，仅是备案登记，并未涉及到强行干预出厂价。

4.2. 药品集中采购和零差率解决不了暗扣的问题

4.2.1. 药品集中采购政策对于优质优价药影响较小

从价格因素来看，国家发改委制定的最高零售限价是药价的天花板，但对企业利润产生重大影响的却是医疗机构的采购价。采购价的高低与企业的公关能力、销售能力、品牌影响力等诸多因素相关，是企业综合实力的体现，由于和企业利益密切相关，因而这个环节也最易滋生各种腐败现象。目前，国家的做法是倾向于药品集中招标采购。

2010 年 7 月，卫生部、国务院纠风办、发改委、监察部、财政部、工商总局和食品药品监督管理局等国务院 7 个部委联合下发了《医疗机构药品集中采购工作规范》。根据该规范的规定，大部分非营利性医疗机构必须参与，且采购额必须占到上年度实际用量的 80% 以上，这就意味着药品集中采购用药是全国医疗机构用药的最主要来源，这也意味着采购价比最高零售限价的意义更加重大。

集中采购的监督管理机构主要在省一级，各省分别制定了本省的药品集中采购管理办法。由于各省的情况有较大差别，因而各省出台的办法也有较大差异。目前来看，影响较大的有安徽模式、广东模式等。

表 2: 医疗机构药品集中采购工作规范

采购主体	政府及国有非营利性医疗机构必须参加，其他医疗机构鼓励参加。军队、武警部队医疗机构不参与。
负责层面	各省（区、市）分别设立监督管理机构，分别制定本省的管理办法。管理机构设在省级卫生部门，其他机构可派专人参加机构管理工作。市（地）、县级人民政府负责本级药品集中采购的监督管理工作。
采购目录	各省（区、市）集中采购管理机构负责编制。纳入目录的药品均使用通用名，并应当包括该通用名下的相关剂型、规格。
目录品种	国家实行特殊管理的麻醉药品和第一类精神药品不纳入药品集中采购目录。第二类精神药品、医疗放射药品、医疗毒性药品、原料药、中药材和中药饮片等药品可不

	纳入药品集中采购目录。医疗机构使用上述药品以外的其他药品必须全部纳入集中采购目录。
采购数量	医疗机构应当按照不低于上年度药品实际使用量的 80%，向省级药品集中采购工作管理部门申报当年采购数量。
采购方式	公开招标、邀请招标和直接采购。
采购价格	按照国家差比价规则确定药品集中采购价格。各省（区、市）要制定并公布确定药品集中采购价格的标准、方法和程序。
评价方法	质量优先、价格合理
评分权重	质量要素实际权重不应低于 50%，价格要素实际权重不应低于 30%，服务和信誉要素实际权重不应低于 20%。主观分权重不超过总分的 25%。
采购周期	至少一年。
回款周期	从货到之日起最长不得超过 60 天。
投标主体	生产企业直接投标。
药品配送	可以由生产企业直接配送，也可以委托药品经营企业配送。每种药品只允许委托配送一次，但在一个地区可以委托多家进行配送。
配送费用	包含在采购价之内。
采购主体	政府及国有非营利性医疗机构必须参加，其他医疗机构鼓励参加。军队、武警部队医疗机构不参与。

数据来源：东北证券，卫生部

4.2.2. 药品差比价规则对于药价整体影响不大

国家发改委在 2005 年 1 月份制定了《药品差比价规则（试行）》，对于不同规格、剂型和包装的同类药品的销售价格做了规定。经过 6 年多试行之后，国家发改委在去年的 11 月份颁布了正式的《药品差比价规则》。我们认为该政策对于同类药品价格的混乱现象有所约束，但由于代表剂型、代表规格的选择，各地理解会有偏差，因此在实际执行中，不同剂型和规格的同类品种仍可能有较大的价差。另外，药品差比价并不涉及出厂价和流通差价率，因而对于药品生产和流通企业的冲击并不大。

4.3. 本轮药品价格调控政策渐进尾声

自 2005 年以来，国家发改委已经连续 19 次调整了药品价格，由下表可以看出，药品降价高峰期主要位于两个时间段：2006 年～2007 年上半年，2010 年底～至今。始于 2006 年的降价高峰期，总共调降了 1278 个品种、6000 多个剂型规格，平均降幅在 20% 以上。而从 2010 年 11 月开始的新一轮降价，总共调降了近 600 个品种、2400 多个剂型规格，虽然品种和规格均小于上一轮，但相关品种更为常用，影响也更大。本轮调价幅度要略小于上一轮，平均降幅估计不到 20%。

表 3：2005 年以来国家发改委多次调整药品价格

次数	时间	调价范围	品种	规格	平均降幅
1	2005 年 9 月	抗生素、维生素类和生物制品类药品	22 种	100 多个	40%
2	2005 年 11 月	秋水仙碱	15 种	25 个	单独定价
3	2006 年 6 月	阿霉素等抗肿瘤药品	67 种	300 多个	20%
4	2006 年 8 月	青霉素等抗微生物药品	99 种	509 个	30%
5	2006 年 11 月	华蟾素注射液等中成药肿瘤用药	32 种	629 个	15%
6	2007 年 1 月	精氨酸等多类药品	354 种	2050 个	20%

7	2007 年 2 月	含天然麝香的药品	4 种	5 个	调高
8	2007 年 2 月	九味羌活颗粒等中成药内科用药	278 种	1012 个	15%
9	2007 年 4 月	追风透骨片等中成药	188 种	1000 多个	16%
10	2007 年 5 月	吡喹酮等多类药物	260 种	1200 多个	19%
11	2007 年 10 月	人血白蛋白	1 种	17 个	调高
12	2007 年 12 月	粘菌素等多类药物	26 种	47 个	调高
13	2008 年 2 月	重组人凝血因子 VIII (商品名: 拜科奇)	1 种	1 个	进口核价
14	2009 年 10 月	国家基本药物	307 种		12%
15	2010 年 11 月	抗生素和心脑血管等 17 大类	近 200 种	200 多个	19%
16	2011 年 3 月	抗生素和循环系统类药品	162 种	1300 多个	21%
17	2011 年 8 月	激素、调节内分泌类和神经系统类药品	82 种	400 多个	14%
18	2012 年 3 月	消化系统类药品	53 种	300 多个	17%
19	2012 年 9 月	免疫、抗肿瘤和血液系统类药品	95 种	200 多个	17%

数据来源: 国家发改委网站, 东北证券

从发改委调价政策看, 药品价格的调整具有一定的周期性, 我们认为接下去药品调控政策可能会有以下动向:

- 1) 已经调整过价格的药品估计在数年内不会再次调整;
- 2) 本轮尚未调整过的中成药, 尤其是部分价格偏高的中药注射剂在明年或将面临调价的风险;
- 3) 将推出新版国家基本药物目录, 收录产品数量大大增加, 部分已有产品以及多数新进产品均将面临降价的风险;
- 4) 国家可能将推出定点生产制度, 定点生产的药品可能面临价格下调的风险;
- 5) 定价政策日趋合理, 目前已经较多地考虑生产成本、产品质量等因素, 未来也可能结合药物经济学评价来制定价格, 总体来看, 高价多调、低价少调, 整体调价幅度逐渐趋缓。

5. 医药控费杀伤力有限

5.1. 控费短期内难以全面铺开

解决“看病贵”问题, 是医改的目标之一, 因而控制医药费用增长是卫生部在“十二五”期间的一项重要工作任务。国务院印发的《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案》(国发〔2012〕11 号)和卫生部、国务院医改办等五部门印发的《关于做好 2012 年公立医院改革工作的通知》(卫医管发〔2012〕53 号), 都对做好控费工作提出了具体要求。

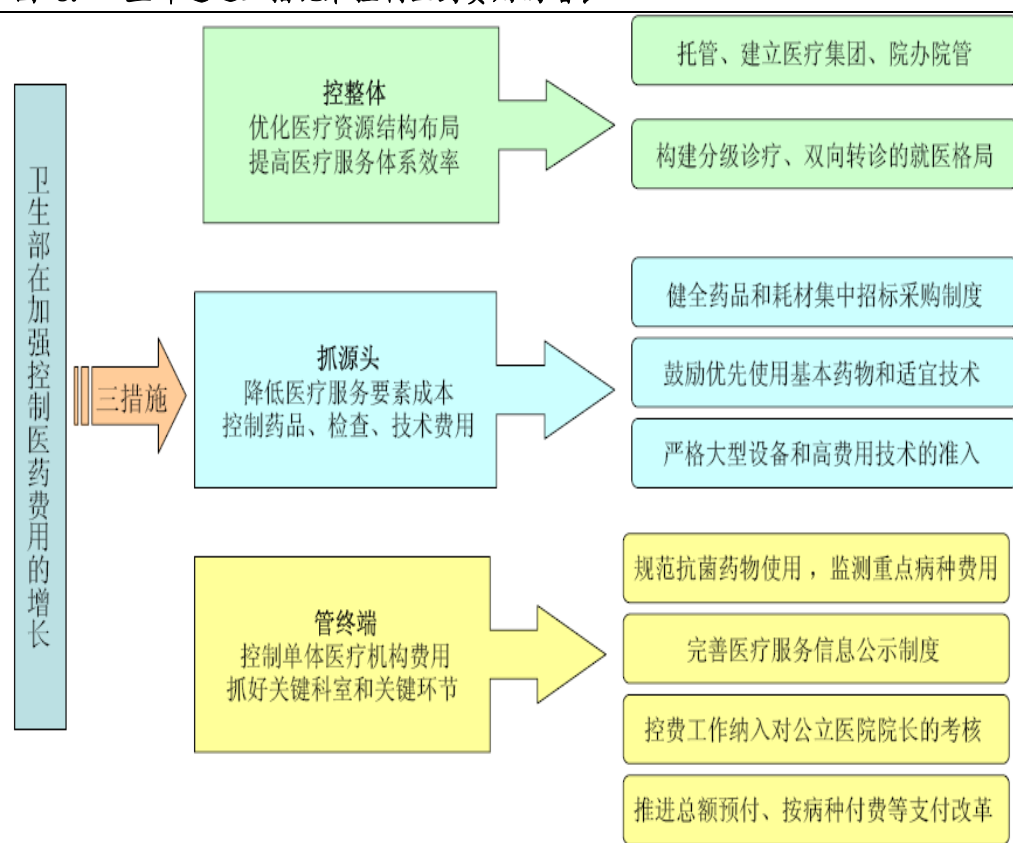
卫生部对于医药控费提出了“控整体、抓源头和管终端”三项工作措施。控整体, 主要是通过托管、建立医疗集团、院办院管等方式, 来优化医疗机构资源布局, 构建分级诊疗、双向转诊的就医格局, 以提高医疗服务系统的效率。对于此项措施, 我们认为基层医疗机构的建设可能继续会得到加强, 对于医药产业本身并无明显的利空影响。

抓源头, 主要是控制药品、耗材、检查和医疗技术的费用成本, 鼓励使用国产药物、基本药物和价低廉的医疗技术和检查手段, 这不利于进口药物、高端试剂、高价大型医疗设备等生产销售企业的发展, 但对于能做到进口替代的国产企业具有鼓励和支持作用。因此, 此项控费措施更多地是限制了外企的销售, 国产品的销售

却有望收益。

管终端，主要是监测关键科室和关键病种的费用，比如控制抗菌药物的费用增长等。另外就是推进医保支付方式的改革，比如上海等地在推进总额预付制，北京在试点按疾病分组付费，吉林省和河南省的部分县级公立医院在探索按病种付费等。此项措施对于医药产业的杀伤力极大，若是全面严格推进，则药品市场规模可能会出现短期萎缩。但从目前已经全面实施的抗菌药物限用政策来看，抗生素受到限制后，相关中药类产品反而受到追捧，在政策和实际执行方面似乎总有解决之道。抗菌药物限用政策在 2013 年对于抗生素企业的影响将大大减弱，抗生素销量有可能重归增长之路。

图 9：卫生部通过三措施来控制医药费用的增长



数据来源：东北证券

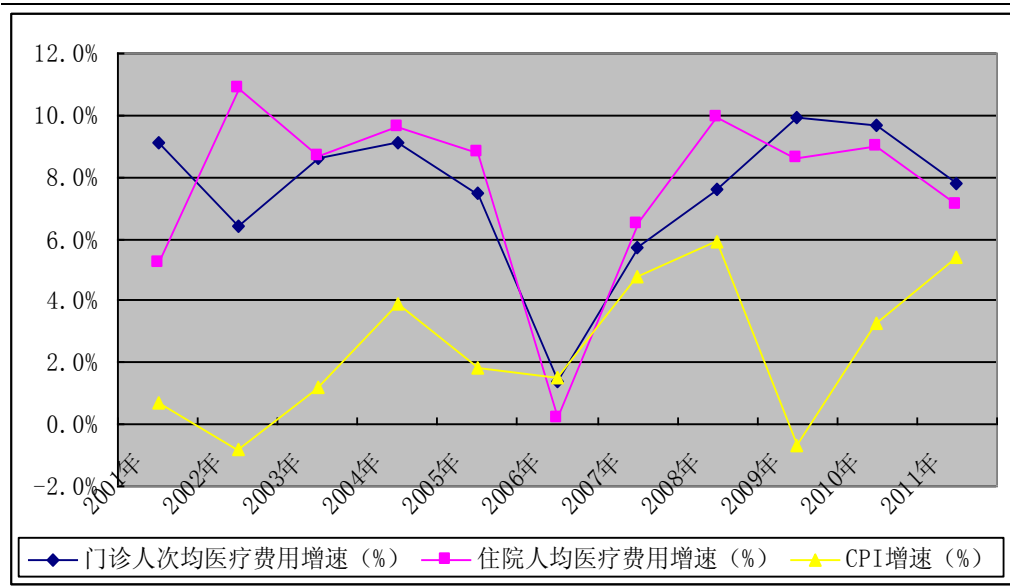
另外，总额预付、按病种付费等支付方式的改革，目前只是在各地试点，各地试点进度不一，且各地对于相关政策都有不同的声音，预计在较长的时间内，支付方式改革不会在全国全面推进。

我们认为控费的关键是让控费主体，也就是医院有这个动力去执行，但在没有建立可持续的、有效的医疗机构补偿机制之前，医疗机构缺乏动力去真正控费。

5.2. 控的是人均和次均费用，整体医疗费用仍在增长

根据卫生部的有关数据，公立医院门诊次均药费和住院人均药费的增幅在过去几年都在逐年下降，2011 年，我国医院门诊人均药费增长了 7.8%，住院人均药费增长了 7.1%，虽然较 2010 年的 9.7%和 9.0%有所下降，但降幅并不大，且仍高于 CPI 增速，说明人均药品费用实际仍在增长。

图 10: 我国人均医疗费用增速依旧较高



数据来源: 东北证券, Wind

我们还应该看到,控费的要点是控制“人均”和“次均”的费用,而不是也不可能控制整体医药费用的增长。于是,在政府补偿机制未完全到位的情况下,在“以药补医”机制仍未消除的情况下,更主要是在刚需的推动下,门诊量和住院量增长更快,导致医药费用整体仍然有明显增长。

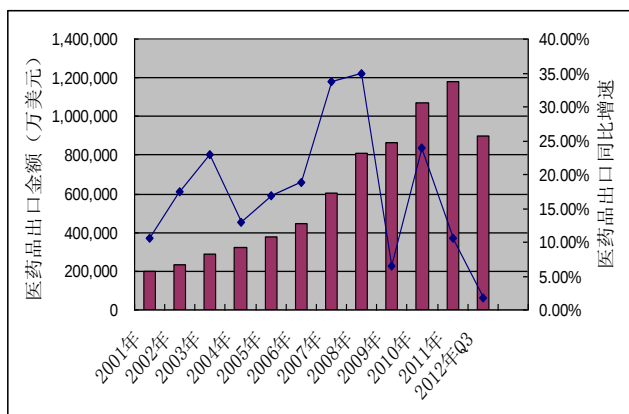
6. 我国医药产业发展空间广阔

6.1. 内外部需求仍将稳定增长

6.1.1. 外贸需求明年或将小幅回暖

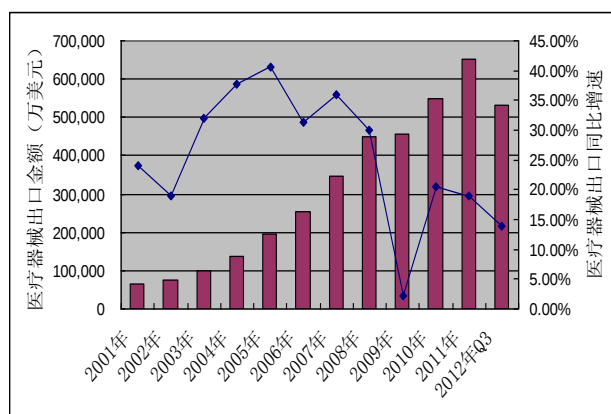
今年1~9月份,我国医药品出口金额为89.58亿美元,同比增长1.8%,相比于2011年10.6%的增速,增速有较大幅度的下降。我国医疗器械产品在今年前9个月的出口金额为53.31亿美元,同比增长了14%,略低于2011年18.9%的增幅,近两年来呈现了小幅回落的态势。

图 11: 今年以来药品出口增速快速下滑



数据来源: 东北证券, Wind

图 12: 今年以来医疗器械出口增速小幅回落



数据来源: 东北证券, Wind

我国医药产品的出口正面临以下挑战:

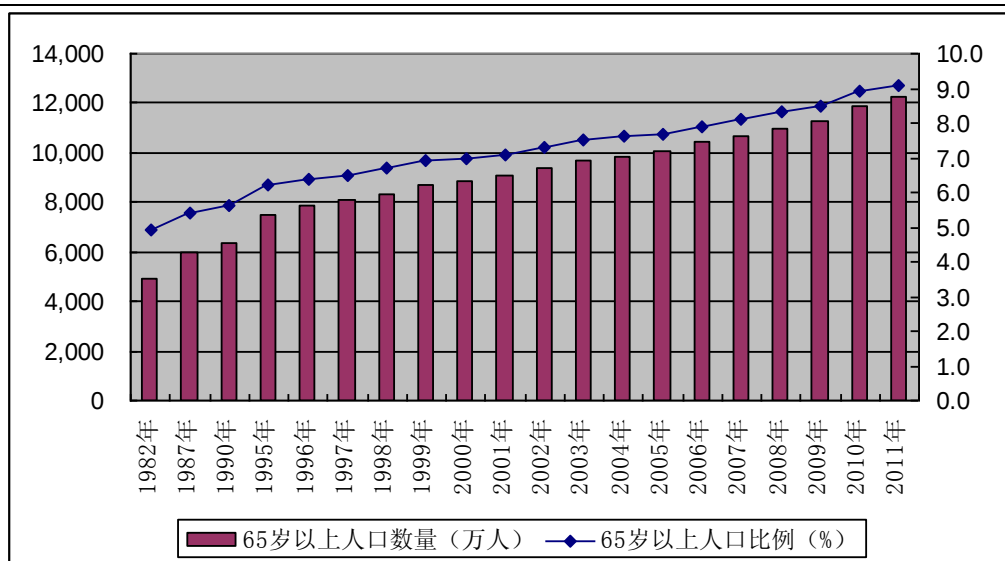
- 1) 欧洲债务危机、美国财政悬崖等导致欧美各国财政紧张, 医疗需求不振, 而欧美发达国家仍是我国最主要的医药产品出口目的国;
- 2) 阿拉伯世界的革命以及叙伊、巴以问题等导致中东政局不稳, 这使得出口增长较快的部分新兴市场受到较大干扰;
- 3) 印度等主要竞争对手的货币持续贬值, 而人民币仍处于升值态势中, 这在一定程度上削弱我国医药产品的价格竞争力;
- 4) 欧盟对于中成药和原料药的监管政策趋严, 影响了相关产品的出口增长;
- 5) 国内环保标准的提高、原材料和劳动力成本的上升, 使得我国医药制造业成本优势日渐减弱;
- 6) 大宗原料药产能过剩现象仍较为严重, 低价恶性竞争加剧, 增量不增价现象十分严重。

展望 2013 年, 我国医药外贸仍可能受到以上大部分问题的困扰, 医药出口仍面临较大的不确定性。但我们同时也应该看到, 重磅药品的专利悬崖使得仿制药的需求大增, 会提升部分原料药和制剂药的出口量。同时, 国内原料药出口商正在进行向制剂药的转型升级, 多家企业已经通过了欧盟和美国的 GMP 认证和产品出口许可, 其中有些企业可能会成为辉瑞、赛诺菲-安万特等企业的制剂代工基地, 这都将大大提高我药品出口的附加值。另外, 欧美发达国家的老龄化危机也日益严重, 医疗保健的需求也将长期增长, 经历了低迷的 2012 年之后, 我们相信在 2013 年的医药外贸需求会出现小幅的回升。

6.1.2. 国内医疗保健需求仍将较快增长

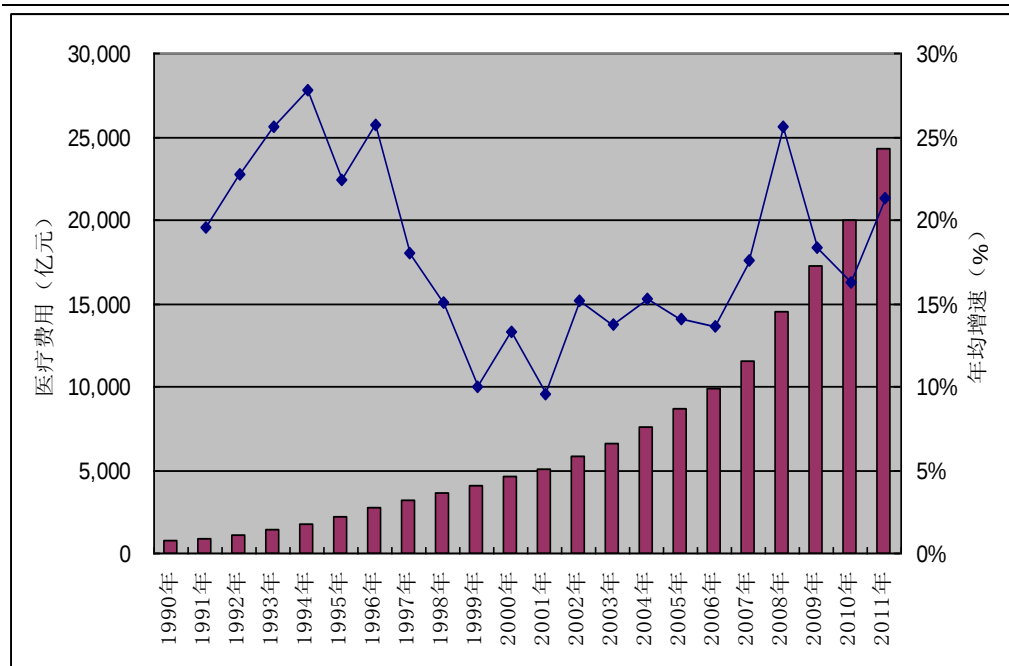
人口老化和慢性病发病率的提升是我国医疗需求增长的内在动力, 人民收入水平的提高和国家医保投入的增加是我国医疗需求增长的外在推力。从人口因素看, 2011 年末我国有 1.23 亿 65 岁以上老人, 占全国人口的比例为 9.1%, 我国已经进入老龄化社会。老人的患病率高, 据统计, 老年人每月人均至少需要 1 个处方, 对于医疗保健的需求远远高于年轻人。

图 13: 我国 65 岁以上人口占比持续增加



数据来源: 东北证券, Wind

图 14: 我国医疗卫生费用支出逐年增加



数据来源：东北证券，卫生部

随着环境污染的加剧、工作节奏的加快和生活方式的变化，我国肿瘤、心脑血管病、糖尿病、肺病等慢性病发病的率发病率上升较快，很多年轻人即患上以往老人人才有的慢性疾病。慢性病治疗周期长，治疗费用也往往较高，疾病谱的变化大大促进我国的医疗保健需求的增长。

我国每年的卫生费用支出目前已经超过 2 万亿元，近十年的年均增速在 18% 左右。根据南方所的预测，未来十年，我国医疗卫生费用支出仍将保持增长，不过年均增速可能有所下滑。

6.2. 集中度的提高将催生千亿元市值的医药企业

6.2.1. 我国医药产业集中度与发达国家有很大差距

我医药企业的集中度，和发达国家相比，还有很大的差距。2011 年，全球排名第一的辉瑞销售收入为 577 亿美元，而我国医药上市企业中工业部分销售最大的华北制药仅为 66 亿元，是辉瑞的 1/54。我国药品市场规模为 8000 亿元左右，全球制药前三强的销售规模就超过我国整个药品市场的规模。

根据南方所的信息，全球前十强制药企业的集中度为 41.9%，美国为 52.33%，而我国十强集中度仅为 15.2%，百强集中度为 44.2%；美国医药分销企业的前 3 强集中度为 96%，我国前 3 强集中度为 26.7%，百强为 78%；美国医药零售前 3 强的集中度为 73%，我国药品零售前三强集中度为仅为 5.5%，百强的集中度为 39%。

若从利润角度看，我国药企的集中度更低，根据 WIND 数据，今年前三季度，医药上市企业前 20 强的净利润合计为 136.72 亿元，占整个医药制造业利润的比例为 11.64%；2011 年前 20 强上市企业的净利润为 161.99 亿元，占医药制造业利润的比例为 10.84%。上市药企的利润占比低于收入占比，可能是由于上市企业运营更加规范，因而人力成本、环保成本等更高些。

表 4: 我国医药工业上市公司与全球制药 10 强销售收入比较

排序	全球制药企业十强	2011 年销售收入 (亿美元)	我国医药工业上市十强	2011 年工业部分 销售收入(亿元)
	辉瑞 (Pfizer)	577	华北制药	66
2	诺华 (Novartis)	540	哈药股份	62
3	默沙东 (Merck)	413	科伦药业	51
4	赛诺菲 (Sanofi)	370	健康元	48
5	罗氏 (Roche)	349	华润三九	47
6	葛兰素史克 (GlaxoSmithKline)	344	恒瑞医药	46
7	阿斯利康 (AstraZeneca)	336	云南白药	44
8	强生 (Johnson & Johnson)	244	复星医药	39
9	雅培 (Abbott)	224	华润双鹤	35
10	礼来 (Eli Lilly)	219	浙江医药	35

数据来源: 东北证券, 米内网, WIND

图 15: 中美两国医药集中度差别巨大

	中国	倍数差	美国
药品市场规模	1314亿美元	1: 3	4746亿美元
药厂数量	4516家	5: 1	1000多家
批发企业数量	1.3万家	186: 1	70家
零售药店数量	34万家	6: 1	5.6万家
卫生费用占GDP比重	4.93%	1: 3	17%
年人均用药水平	706元	1: 14	9884元
TOP1制药企业规模	66亿元	1: 54	577亿美元
TOP1批发企业规模	886亿元	1: 33	4500亿美元
TOP1零售企业规模	34亿元	1: 14	633亿美元

数据来源: 东北证券, 南方所

6.2.2. 我国医药产业集中度有望逐年提高

我国医药产业集中度会逐年得以提升, 预计到“十二五”末期, 我国制药百强企业的集中度可能会达到 50%, 医药分销百强企业的集中度可能会达到 85%, 医药零售百强企业的集中度可能会达到 60%。理论上说, 我国十强制药企业若想达到全球

十强的集中度，销售规模应该至少还有 3 倍的增长空间。考虑到我国医药市场规模在较长时间内还能维持年均两位数的增速，因此，我国制药企业在十年内应该会出现千亿元市值的企业。我们认为药企集中度的提高，可能会由以下因素推动：

- 1) 新版 GMP 和新版药典促使药品制造门槛；
- 2) 执行更严的环保标准将使大批中小企业无力支付环保费用而经营困难；
- 3) 省级的集中采购制度对于大企业的竞争更有利；
- 4) 药品降价使得仿制药利润降低，小企业在危机前更易倒闭；
- 5) 大型医药企业已经具备并购整合的实力；
- 6) 国家政策支持医药企业集中度的提高。

7. 产业复兴正道是转型

7.1. 新版国家基药目录将加速药企重点品种的转型

11 月 20 日，卫生部部长陈竺在 2012 年中国药学会大会上表示，年内将发布 2012 年版的国家基本药物目录，新版基药目录的适用范围将从基层医疗机构扩至各级医院。这是卫生部今年再次强调新版基药目录在年内落地。

表 5: 2009 年版国家基本药物目录中的中药独家品种

序号	产品	公司	功能
1	三九胃泰颗粒	华润三九	内科用药，理气剂
2	正天丸（胶囊）	华润三九	祛风化瘀，内科用药，治风剂
3	云南白药酊、胶囊、气雾剂、散剂、膏	云南白药	活血化瘀，骨伤科用药
4	注射用血栓通（冻干）	中恒集团	活血祛瘀，内科用药，祛瘀剂
5	复方丹参滴丸	天士力	理气活血，内科用药，祛瘀剂
6	速效救心丸	中新药业	内科用药，祛瘀剂
7	消渴丸	广州药业	益气养阴，内科用药，扶正剂
8	华佗再造丸	广州药业	祛风通络，内科用药，治风剂
9	妇科千金片（胶囊）	千金药业	清热除湿，妇科用药，清热剂
10	马应龙麝香痔疮膏	马应龙	清热消肿，外科用药
11	伤科接骨片	美罗药业	骨伤科用药
12	仙灵骨葆胶囊	复星医药	补肾壮骨，骨伤科用药
13	脉络宁注射液	金陵药业	滋阴活血，内科用药，祛瘀剂
14	季德胜蛇药片	精华制药	清热解毒，外科用药
15	双黄连合剂	太龙药业	清热解毒，内科用药，清热剂
16	通心络胶囊	以岭药业	益气活血，通络止痛
17	地奥心血康胶囊	成都地奥制药	活血化瘀，行气止痛
18	元胡止痛滴丸	甘肃陇神戎发	理气，活血，止痛。
19	乳癖消颗粒	哈尔滨泰华	软坚散结、活血消痛、清热解毒。
20	鼻炎康片	佛山德众	清热解毒，宣肺通窍，消肿止痛
21	黄氏响声丸	无锡济民	疏风清热，化痰散结，利咽开音
22	颈舒颗粒	安徽精方	活血化瘀，温经通窍止痛，

数据来源：东北证券，卫生部

2009年8月，首次公布的《国家基本药物目录》包括化药205个、中成药102个共307个药品品种，主要在基层医疗机构配备使用。从目前市场公开传递的信息来看，新版的国家基药目录可能将扩容至500种以上，化学药和中药有望分别达到300种和200种左右。

2009年版的国家基本药物目录中收录了20个厂家生产的22个独家品种，具体品种如下表。新版基本药物目录中仍会收录多种中药独家品种，目前在备案的有40多个，虽然最终会有多少能上尚未可知，但上市企业的备选品种若能进入目录，无疑将会大大刺激市场的热度。

基药适用范围若能扩大到县级以上医院，同时后续出台必须使用的规定，将会改变目前基药销量的“鸡肋”状况，大大促进基本药物的销量，其中的独家品种有望获取更大的市场份额，整个用药格局都可能发生较大变化。

市场同时会担忧进入基药后的降价问题，认为基药目录是把双刃剑，很可能会得不偿失。我们认为对于竞争激烈的品种而言，即便没有进入基药目录，也会在集中采购中面临降价的问题，因此降价不能完全归咎于进入基药目录，进入目录反而能提升品种使用范围，促进整体销量提升。对于独家或类独家品种而言，议价权比较强，降价的风险较小，销量的提升可促进利润的较快增长。

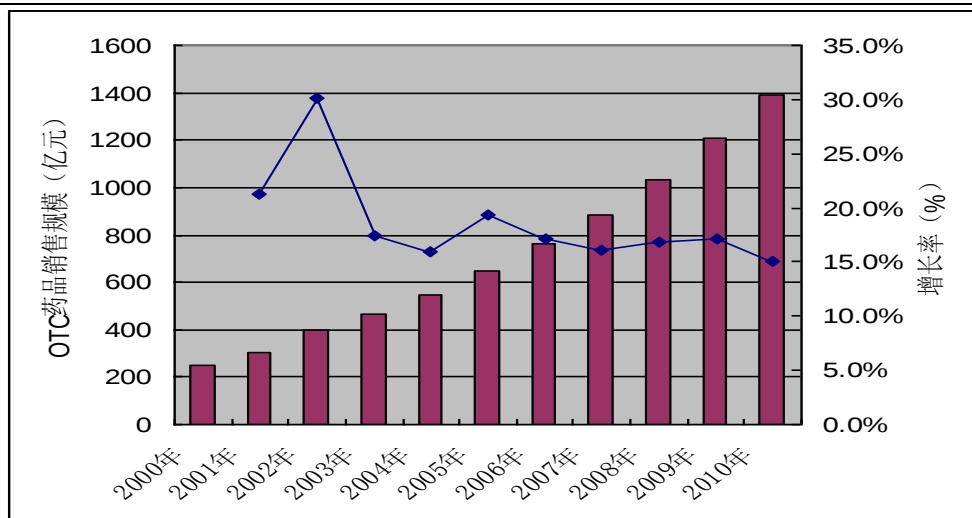
因此，基药独家或类独家可能会从“鸡肋”转向踏踏实实的利润来源，未来有望获得药企更多的资源投入。

对于部分用量小、临床必需的国家基本药物化学药品种，国家将实行定点生产。试点品种采取政府定价管理，保证生产企业合理盈利，同时不再参与各地的基本药物招标。目前，卫生部、工信部、发改委和SFDA将共同组成“基本药物定点生产试点协调机制”，2012年年底前将公示初选品种，2013年一季度公布定点生产品种、采购价格、定点生产企业招标标准和规则，并正式启动定点生产企业招标程序。由于基本药物定点生产尚处于试点期，预计首批只有5~10个，且试点品种的用量较小，对于整体用药格局影响不大。

7.2. 广告费用高企倒逼 OTC 药品企业转型

7.2.1. 我国 OTC 药品市场规模增长放缓

图 16: 我国 OTC 药品市场规模近年增长放缓



数据来源：东北证券，南方所

我国从 2000 年开始做药品分类管理，OTC 药（非处方药）开始在我国出现，当年就实现了 200 多亿元的终端销售，到 2010 年销售规模接近 1400 亿元，占全国医药市场份额的比例为 19% 左右。相比于发达国家 OTC 药品占到近 40% 的比例，我国 OTC 药品市场还有很大的发展空间。

OTC 药可分为甲类和乙类，甲类为红色标记，可在医院、药店销售，乙类为绿色标记，可以在医院、药店、超市、宾馆等地方销售。OTC 药品在医院渠道的销售占比大约为 40%。由于 OTC 药品大多为患者自行购买，且在零售药店等渠道的销售占比高达 60%，因此，提高患者的知晓率就至关重要。部分企业采取以医院渠道带动零售药店销售的措施，工作的重心在医院医生这块。更多的企业是凭借广告的重金投入，快速提高产品知名度，从而提高产品在终端的销量，哈药、江中、三九、杨森、仁和、白药、千金、中美史克、修正、拜耳、强生、惠氏等一大批中外企业因此在 OTC 领域快速崛起。

7.2.2. OTC 广告禁令实施可能性较小

近年来，包括部分知名企业在内，违法广告层出不穷。我国药品广告的审查者是食品药品监督管理局，而违法广告的处罚者是工商部门，检察权和处罚权的分离，导致违法广告屡屡逃避处罚，违法成本很低。药监部门也胜其烦，近期传出药监局计划全面禁止 OTC 药品在公众媒体做广告。

由于 OTC 广告具有一定的大众健康教育的功能，允许 OTC 药品做大众广告是国际惯例，“一刀切”式地禁止可能会被视为监管部门逃避责任的表现，监管部门不会贸然采取措施。另外，OTC 广告涉及了多个行业的利益，我们认为全面禁止的可能性极小。

当然，OTC 广告禁令若真实施，影响是十分大的，整个 OTC 药品市场格局都会出现巨大变化：

- 1) 缺少广告的宣传，OTC 市场整体规模都可能会缩小，OTC 产业整体可能会出现倒退；
- 2) 感冒类、止咳化痰类、皮肤类、妇科类、胃肠道类、维生素类、补钙类、咽喉类和外用镇痛类等 OTC 药品大多依赖公众媒体的广告宣传，此类药品的市场可能会出现萎缩；
- 3) 知名品牌在短期内或将由于隔绝了新竞争者而受益，但在长期内仍将会受到品牌老化的不利影响；
- 4) OTC 企业的营销模式会发生较大变化，终端促销和医生推荐将会更加被重视。

7.2.3. OTC 药企面临营销模式和产品结构的转型

由于广告费用的连年上涨，OTC 企业依靠重金砸广告就可出效益的时代在渐行渐远。例如，江中药业今年上半年的广告费用就高达 1.77 亿元，占到销售收入（扣除医药流通的）的比例接近 20%，同期净利润仅为 1.07 亿元；哈药股份上半年的广告费用高达 5.27 亿元，而同期净利润仅为 1.3 亿元。

因此，即便广告不会被禁止，OTC 企业也急需转型。目前来看，转型方向有两个：一是营销模式的转型，由过于依赖广告的粗放打法转向精细化营销，终端促销、学术推广、口碑推荐、会议营销等各种打法都将更加被重视；二是产品的转型，向受众更广、广告监管更弱的“大消费”转型，或者是向更加专业化的处方药转型。

7.3. 生物制药企业必须向创新转型

7.3.1. 全球生物仿制药将进入黄金发展期

相比于化学药的专利悬崖和新药研发的困难，生物药的命运无疑要好很多。近年来，全球生物制药市场高速增长，年均增速高达 15%~18%。2010 年，全球生物制药的市场规模达到了 1400 亿美元，预计到 2020 年，生物制药有望占到全球药品销售收入的 30%以上。

目前，全球已经上市 100 多个生物制药产品，另有 400 多个处于临床研究中。在全球最畅销的 100 个处方药中，生物制药占比为 33%，预计到 2016 年将达 45%。根据全球知名医药预测机构 EvaluatePharma 的预计，2012 年的前十大畅销药物中，生物制药有望占据 7 席。多数专利生物药将在未来十年陆续到期，生物仿制药在未来十年将迎来黄金发展期。

表 6: 2012 年全球前十大畅销药

排序	通用名	商品名	生产厂家	类别	2011 年销售额 (亿美元)	2012 年预计销售额 (亿美元)
1	阿达木单抗	修美乐	雅培	生物药	79	94.8
2	依那西普	恩利	安进	化学药	74	83.7
3	沙美特罗-氟替卡松	舒迭利	葛兰素史克	化学药	87	80
4	英利昔单抗	类克	强生	生物药	54.9	76.7
5	利妥昔单抗	美罗华	罗氏	生物药	61.2	69.4
6	瑞舒伐他汀钙	可定	阿斯利康	化学药	66.2	66.5
7	甘精胰岛素	来得时	赛诺菲-安万特	生物药	50.7	61.2
8	曲妥珠单抗	赫塞汀	罗氏	生物药	53.4	60.8
9	贝伐珠单抗	安维汀	罗氏	生物药	54	59.8
10	阿托伐他汀钙	立普妥	辉瑞	化学药	125	55.5

数据来源：东北证券，米内网

7.3.2. 我国生物制药企业研发创新能力不足

我国生物制药产业近 5 年也在高速发展，其产值占医药总产值的比重从 2006 年的 7.91% 提升到 2011 年的 16.1%，利润占比则从 2006 年的 10.3% 提升到 2011 年的 13.7%。利润增长低于收入增长，说明我国的生物制药产业还处于低水平价格竞争阶段。我国已经批准上市了 13 类 25 种 382 个规格的生物技术药物，其中只有 6 类 9 种 21 个规格为创新产品，其余多为普通的重组蛋白类的仿制药。

未来 10 年，全球多个重磅炸弹级别的生物药将到期，生物仿制药即将迎来爆炸式增长的黄金期。不过，生物药一般比化学药的成分和结构要复杂些，各国对于生物仿制药的审批要比化学仿制药严格很多。我国在审批制度上没有严格区分原研药和仿制药，有自己的新药类别设置，生物仿制药也是走新药报批的流程。

新一代的生物仿制药，比如单抗类药物，研发门槛较高，资金投入高达 1 亿美元以上，需要花费 5~10 年的时间来研发，研发难度和资金时间的投入不亚于化学一类新药。因此，我们预计生物仿制药在我国难以再出现 90 年代末期的基因重组类药物的一拥而上、低价竞争的现象。这就要求生物制药企业，无论是生物创新药企业还是生物仿制药企业，都必须继续加大研发的投入力度，以获取市场先机，争取尽快分享全球生物仿制药的黄金发展期。

细化到上市公司来看，A 股中有 20 余家生物制品相关的公司，主要分为血液制

品类、疫苗类、诊断试剂类和基因工程药物类。血液制品类企业其实在技术壁垒上并不高，其增长的动力主要还是投浆量的增加，由于需求仍然旺盛，行业规模有望随着投浆量增长而稳步增长。诊断试剂类企业的研发壁垒也不高，但体外诊断产业在我国仍处于快速发展的阶段，具有仪器试剂一体化营销模式的企业具有一定的优势。疫苗和基因工程药物类是真正的生物制药，这两类的技术壁垒都很高，可以较长时期内做到市场独占，此类企业数量少，研发风险大，但最值得跟踪关注，我们建议关注具有新型疫苗研发储备的沃森生物、拥有长效生长素的长春高新、拥有新型胰岛素制剂的通化东宝、有两个靶向一类新药在研的千红制药、拥有长效干扰素在研的安科生物、在生物仿制药领域储备丰富的复星医药等。

7.4. 医疗服务类企业面临服务定位的转型

7.4.1. 高端营利性医院或将成为增长的亮点

相比于国家对于药价的连续打压，医疗服务业却早早就沐浴到了政策的春风。不同的产业，对于政策的感受真是冰火两重天。国家在近三年陆续出台了多个多元化办医和公立医院改革的政策，随着三年医改进入尾声，医疗服务体系改革的迫切性越来越突出，政策的扶持力度也将越来越大，配套政策若能逐渐落实，未来五年医疗服务业或将迎来跨越式的发展机遇。具体可详见我们在 2012 年 3 月发布的《医疗服务行业深度研究报告》。

这里，我们需要补充指出的是，国家新近发布的两个政策对于医疗服务行业的发展影响较大。一个是由国家发改委、卫生部和国家中医药管理局联合发布的《关于规范医疗服务价格管理及有关问题的通知》，同时公布了新版的医疗服务价格项目。该文件指出，在 2013 年年底之前，全面规范医疗服务价格项目，以作为各级各类非营利性医院收取服务费用的依据，各地不得以任何形式分解。严格控制单独收费耗材的品种和数量，检验类项目价格不得区分试剂或方法不得以新设备、新试剂、新方法等名义新增医疗服务价格项目。

此类规定对于医疗服务行业影响重大，我们猜测在价格项目规范之后，进一步的政策很可能就会是医疗服务价格的大调整。对于非营利性医院来说，体现技术水平和人力劳动的医疗服务项目可能会提高价格，而检查类收入占比可能会下降。而营利性医院仍有可能获得较为宽松的价格政策，其中的高端医院可能会成为未来增长的亮点。

7.4.2. 大病商业保险将促进多层次医疗服务体系的形成

国家发改委、卫生部、财政部、人社部、民政部和保监会等部门在 8 月份发布了《关于开展城乡居民大病保险工作的指导意见》，指出要为城镇居民医保和新农合参保人向商业保险机构购买大病保险。资金来源来源为城镇居民医保基金、新农合基金中的结余部分，或者是通过提高城镇居民医保、新农合筹资水平来解决。

国家首次引入商业保险来做基层的大病保障，这比较契合李克强总理之前提出的建设多层次医疗保障体系的要求。我们猜测国家今后还会进一步发展商业医疗保险，并会鼓励居民个人购买商业医疗保险。如果在国家基本医保支付体系之外，建立一个多层次、多样化的商业医疗保险体系，民营医疗服务业就获得了快速发展的助推器。

上市公司已经涌现了多家具有特色的医疗服务企业，比如，致力于公立专科医院改制的通策医疗、致力于公立综合性医院改制的金陵药业和诚志股份、专注于发展眼科连锁医院的爱尔眼科、稳步推进肛肠连锁医院的马应龙、专注于第三方临床检验的迪安诊断、专注于 CRO 临床研究的泰格医药，致力于医院并购的复星医药和

开元投资、乐于新建医院的千红制药、康美药业和双鹭药业等。

对于医疗服务类企业的投资，不仅要看医疗服务业务收入占其总收入的比重情况，还要考察其扩张进程。我们认为两类医疗服务类企业值得关注，一是连锁扩张型企业，二是中高端医疗服务类企业。投资医疗服务上市企业的最佳时机或许仍未到，但机会正渐行渐近。

表 7: 最近 2 年与医疗服务产业有关的重大政策

时间	部门	政策	主要内容
2010-2	卫生部、中央编办、发改委、财政部、人社部	《关于公立医院改革试点的指导意见》	引导社会资本进入医疗服务领域，改革以药补医机制，选取了 16 个试点城市。
2010-12	发改委、卫生部、财政部、商务部、人社部	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》	鼓励社会资本参与公立医院改革，在设置、税收、价格等方面鼓励非公立医疗机构的发展，民营医疗服务机构将得到更快速的发展。
2011-1	卫生部	《关于调整中外合资合作医疗机构审批权限的通知》	将中外合资、合作医疗机构审批权限调整到省级卫生部门。
2011-2	国务院办公厅	《医药卫生体制五项重点改革 2011 年度主要工作安排》	要求各部门加快形成多元化办医的格局。
2011-2	国务院办公厅	《2011 年公立医院改革试点工作安排》	要求加快调整医疗服务价格、完善公立医院补偿机制等多项改革。
2011-3	发改委、卫生部	《关于开展按病种收费方式改革试点有关问题的通知》	选择了 104 个病种，有效推进医疗服务定价机制改革
2011-7	国务院	《关于建立全科医生制度的指导意见》	2020 年，我国初步建立起全科医生制度，引导全科医生以多种方式执业。
2011-12	卫生部	《关于下达 2011-2015 年全国乙类大型医用设备配置规划的通知》	降低大型医用设备检查价格，鼓励非公立医疗机构配置大型医用设备。
2012-2	卫生部	《2012 年卫生工作要点的通知》	2012 年将继续推进公立医院改革试点。
2012-5	发改委、卫生部、国家中医药管理局	《关于规范医疗服务价格管理及有关问题的通知》	在 2013 年底前全面规范医疗服务价格项目，以作为各级各类非营利性医院收取服务费用的依据，各地不得以任何形式分解。严格控制单独收费耗材的品种和数量，检验类项目价格不得区分试剂或方法不得以新设备、新试剂、新方法等名义新增医疗服务价格项目。
2012-8	发改委、卫生部、财政部、人社部、民政部、保监会	《关于开展城乡居民大病保险工作的指导意见》	为城镇居民医保和新农合参保人向商业保险机构购买大病保险。商保机构承办大病保险的保费收入，免征营业税。

数据来源：东北证券

8. 投资策略

估值重心或将继续下移，但向下空间不大。截至 11 月 29 日，医药板块的市盈率（TTM，剔除负值）为 27.4 倍，处于历史相对较低水平，但和上证指数 1664 点时相比，高了近 40%；当前市盈率在所有行业中高居第 2 位，相对沪深 300 的估值溢价率为 201%，为历史较高水平。在高溢价率的重压下，医药板块的估值重心或将继续下移，但由于其明年的成长性将转好，因此仍可获得较高的估值溢价率。我们认为医药板块在 2013 年的极限估值难以降至 1664 点时的低位水平，合理估值重心或会在 24 倍左右，向上或向下的空间都不大。

业绩增速明年有望明显回升。医药板块的业绩增速今年将连续第三年下滑，我们预计今年的业绩增速可能不到 5%。但由于成本好转、需求扩张和政策压力减弱，我们预期明年医药板块业绩增速将明显加快，若不考虑事件性因素的影响，有可能实现 15% 左右的增长。

药价调控和医药控费的实际冲击不大。这两项政策一直是市场关注的焦点。就药价调控而言，本轮药品价格调控政策将渐进尾声（部分药品仍会降价），药品集中采购和零差率解决不了暗扣的问题，且对于优质优价药影响较小，药品流通环节的加价率政策实际执行效果有限。就医药控费而言，短期内难以全面铺开，且控的是人均和次均的费用，医疗费用整体仍能稳定增长，医药控费短期杀伤力极其有限。

医药产业仍将稳定增长。人口老化、发病率的上升、收入水平的提高和国家投入的增加是我国医疗需求较快增长的四大因素，明年内需将继续稳定增长，外贸需求也可能见底回暖。我国医药产业的集中度与发达国家比，还有很大的提高空间。需求增长和集中度的提升是我国医药产业成长的两大动力，千亿元市值企业可期。

医药板块虽然估值偏高，但估值调整不会一蹴而就，医药板块将以时间和成长来化解高估值。医改进入深水区，唯有深化改革方能促进政府、医院、患者和产业之间的和谐发展，产业复兴正道是转型。

我们继续给予医药板块“优于大势”的评级，主动转型的企业有望在下一轮发展中获得先机，我们看好进入新基药的品种转型、OTC 企业的营销转型、生物制药的创新转型、医疗服务业的定位转型，沃森生物、马应龙、鱼跃医疗、以岭药业、江中药业、科华生物、千金药业、昆明制药等值得长期关注。

9. 风险提示

- 药品质量的风险；
- 医药控费超预期的风险。

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