

投资评级：推荐（首次）

**分析师**

赵浩然 0755-83511405

Email: zhaohaoran@cgws.com

执业证书编号: S1070515110002

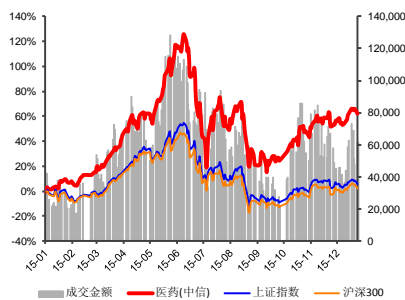
**联系人:**

彭学龄 0755-83515471

Email: pengxuelling@cgws.com

从业证书编号: S1070115090023

**行业表现**



数据来源：贝格数据

**相关报告**

# 控费为前提，关注新变化

## ——2016年医药生物行业策略报告

**投资建议**

2015年医药行业冷暖不一，招标限价导致制造业增速持续下行，公立医院改革深入吸引较多社会资本参与，传统的医药行业结合新技术的应用，孕育新的细分市场领域，吸引市场的关注。

虽然从长期来看，人口老龄化加速、医疗消费升级等因素有望推动行业持续稳定增长，但是短期内，药品价格下行、医改政策不确定性等问题也较为突出，因此我们判断未来行业持续分化的可能性较大。

通过对医保基金收入端、支出端的分析，我们认为医保基金未来存在较大的击穿风险，为了缓解自身支付压力，控费力度持续加大的可能较大，在这个前提下，重点关注行业的新变化。

**要点**

- 2015年我国新医改持续推进，新一轮招标限价使得医药制造业整体增速下行，2015年1-10月，我国医药制造业实现营业收入20,379.97亿元，同比增长9.18%，较去年同期相比，增速下滑近4个百分点。同期，公立医院改制吸引了社会资本的参与，多家上市公司乘风进入医疗服务领域。结合新技术的应用，医疗信息化、零售电商、慢病管理、精准医疗等细分市场孕育而出，成为市场关注的焦点。
- 今年以来医药行业表现不俗，截至到12月25日，申万医药生物行业指数累计上涨59.40%，板块整体估值继续走高，基本上处于2011年以来的历史高位。从长期来看，人口老龄化加速、医疗消费升级、新医改持续深化等因素有望推动行业持续稳定增长，但是短期内，医保支付压力增加、医改政策不确定性等问题也较为突出，因此我们判断未来行业持续分化，火焰与严冬并存的可能性较大。
- 在机遇与风险并存的背景下，通过对医保基金收入端、支出端分析，我们认为随着改革红利弱化，医保基金未来增长空间有限，但支出却持续增加，再加上老龄化加速带来的双重叠加影响，将面临越来越大的被击穿风险，控费力度持续加大将会是一件大概率事件，进而影响行业发展。
- 在控费前提下，我们的投资策略主要围绕以下4个方向进行：1、服务行业：控费市场的机遇，成本和效率并重；2、制药行业：关注新药创新、仿制药质量提升两大方向；3、消费前置：即是控费手段也是发展趋势；4、医养结合：控费同时推动养老产业快速发展。结合我们目前覆盖情况，重点推荐华北制药、新华锦等投资标的。
- **风险提示：**公立医院改革低于预期、政策变动风险、市场估值风险。

## 目录

1. 行业回顾：行业冷暖不一 .....	4
2. 市场行情：估值依旧高位 .....	5
3. 医保控费：长期而永恒的话题 .....	8
4. 投资策略：控费为前提，关注新变化 .....	13
4.1 服务行业：控费市场的机遇，成本和效率并重 .....	13
4.1.1 控费市场面临新机遇 .....	13
4.1.2 成本控制利好进口替代 .....	14
4.2 制药行业：关注新药创新、仿制药质量提升两大方向 .....	15
4.3 消费前置：即是控费手段也是发展趋势 .....	16
4.4 医养结合：控费同时推动养老产业快速发展 .....	17
5. 重点公司 .....	18
5.1 华北制药（600812）：普药龙头，王者归来 .....	18
5.2 新华锦（600735）：养老业务模式新颖、利百健项目逐步推进 .....	19
5.3 海虹控股（000503）：跑马圈地，打造闭环健康服务生态圈 .....	19
5.4 美康生物（300439）：全产业链布局、加快市场扩张 .....	20
6. 风险提示 .....	20

**图表目录**

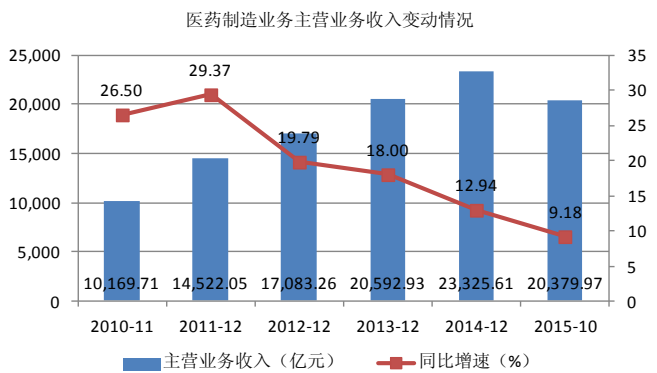
图 1: 医药制造业营业收入变动情况.....	4
图 2: 医药制造业利润总额变动情况.....	4
图 3: 2015 年医药生物指数相对大盘走势情况.....	5
图 4: 2015 年申万一级行业涨跌幅对比情况.....	6
图 3: 2015 年医药生物二级行业指数涨跌幅对比情况.....	6
图 6: 医药生物细分板块估值对比情况（截止至 25 日）.....	7
图 7: 2010 年以来医药生物板块估值及相对溢价变动情况.....	7
图 8: 2009-2013 年我国卫生费用变动情况.....	8
图 9: 2009-2013 年我国卫生费用构成变动情况.....	8
图 10: 2009-2014 年城镇基本医保基金收入变动情况.....	8
图 11: 2009-2014 年城镇基本医保基金支出变动情况.....	8
图 12: 09-14 年基本医保基金收入及支出增速对比情况.....	9
图 13: 2009-2014 年城镇基本医保基金累计结余变动情况.....	9
图 14: 2009-2013 年新农合参合人数及参合率变动情况.....	9
图 15: 2009-2014 年城镇基本医保参保人数变动情况.....	9
图 16: 新农合补贴标准与人均筹资水平对比情况.....	10
图 17: 2014 年北京市新农合资金来源结构情况.....	10
图 18: 2009-2014 年城镇非私营单位平均工资变动情况.....	10
图 19: 2009-2014 年城镇私营单位平均工资变动情况.....	10
图 20: 2010-2015 年 1-9 月我国诊疗总人次变动情况.....	11
图 21: 2010-2015 年 1-9 月我国出院病人人数变动情况.....	11
图 22: 2010-2013 年我国门诊病人人次均医药费用变动情况.....	11
图 23: 2010-2013 年我国出院病人人均医药费用变动情况.....	11
图 24: 2010 年我国人口塔状分布图.....	12
图 25: 2009-2014 年城镇职工医保参保人员结构变化情况.....	12
图 26: 2012 年我国公立医院平均收入构成情况.....	14
图 27: 2010-2013 年药品收入及占比变动情况.....	14
图 28: 2010-2013 年我国公立医院门诊及住院检查收入变动情况.....	14
图 29: 2009-2014 年我国城乡居民收入变动情况.....	17
图 30: 我国人口平均预期寿命变动情况.....	17
图 31: 青岛医院养老服务与医养结合服务对比情况.....	18
表 1: 2015 年 1-10 月医药制造业中各细分行业收入及利润总额增长情况.....	4
表 2: 我国基本医保体系情况.....	8
表 3: 食药监总局持续推进药物临床试验数据自查核查工作.....	15
表 4: 部分相关标的公司.....	18

# 1. 行业回顾：行业冷暖不一

2015 年我国新医改持续推进，行业冷暖不一：

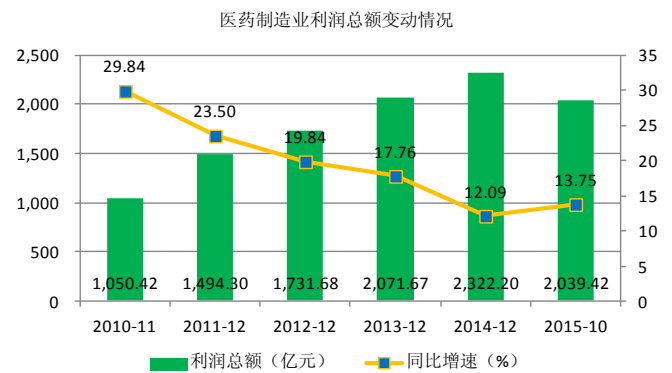
冷：今年新一轮药品招标启动，并未能让市场延续基药目录扩容带来的惊喜，相反再次推动药品降价，导致行业增速放缓。据 wind 统计显示，2015 年 1-10 月，我国医药制造业实现营业收入 20,379.97 亿元，同比增长 9.18%，累计实现利润总额 2,039.42 亿元，同比增长 13.75%，较去年同期相比，收入增速下滑近 4 个百分点，利润增速上升 0.89%。

图 1：医药制造业营业收入变动情况



资料来源：wind、长城证券金融研究所

图 2：医药制造业利润总额变动情况



资料来源：wind、长城证券金融研究所

细分行业来看，2015 年前十个月医药制造业中全部子行业收入增速较去年同期均有所回落，其中增速最快的子行业分别为中药饮片加工和兽用药品，同速分别为 12.98% 和 12.50%，中成药的增速最慢，仅有 6.07%；值得关注的是，除了兽用药品外，各子行业的利润增长率均高于营收增长率，同期实现增收增利，其中中药饮片利润增长率达 21.19%，其次是生物、生活制品行业 17.04%。

表 1：2015 年 1-10 月医药制造业中各细分行业收入及利润总额增长情况

子行业	营业收入 (亿元)	同比增长 (%)	利润总额 (亿元)	同比增长 (%)
化学药品原药	3689.12	9.96	262.84	14.97
化学药品制剂	5548.47	9.47	646.00	12.22
中药饮片加工	1342.89	12.98	95.01	21.19
中成药	4866.96	6.07	506.01	12.38
兽用药品	966.66	12.50	85.36	11.15
生物、生化制品	2496.93	10.04	310.05	17.04
卫生材料及医药用品	1468.93	9.81	134.15	13.39
医疗仪器设备及器械	1901.19	11.22	176.34	14.46

资料来源：wind、长城证券金融研究所

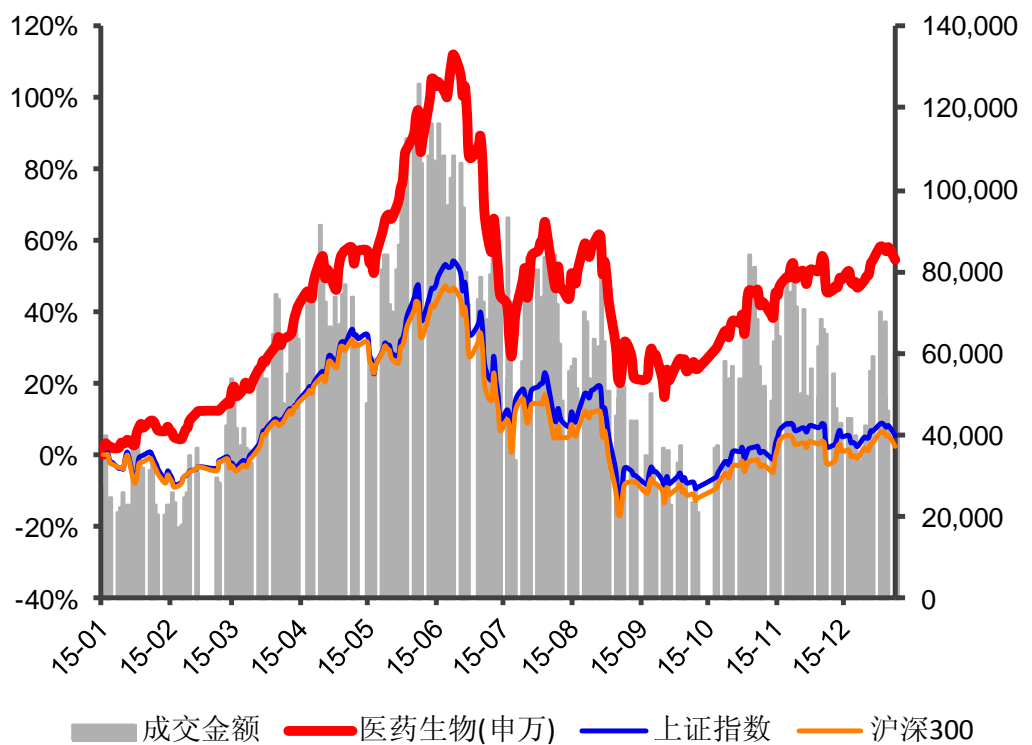
暖：今年国务院相继印发《关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》、《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》等多个政策性文件，推动新医改的持续推进，政策引导下我国公立医院步入混改期，吸引了诸多社会资本的参与，A 股市场上多家上市公司乘风进入服务领域。

此外，新医改还打破了“医院-流通-企业”传统的利益分配格局，结合新技术的应用，医疗信息化、零售电商、慢病管理、精准医疗等细分市场孕育而出，相继成为市场投资热点。

## 2. 市场行情：估值依旧高位

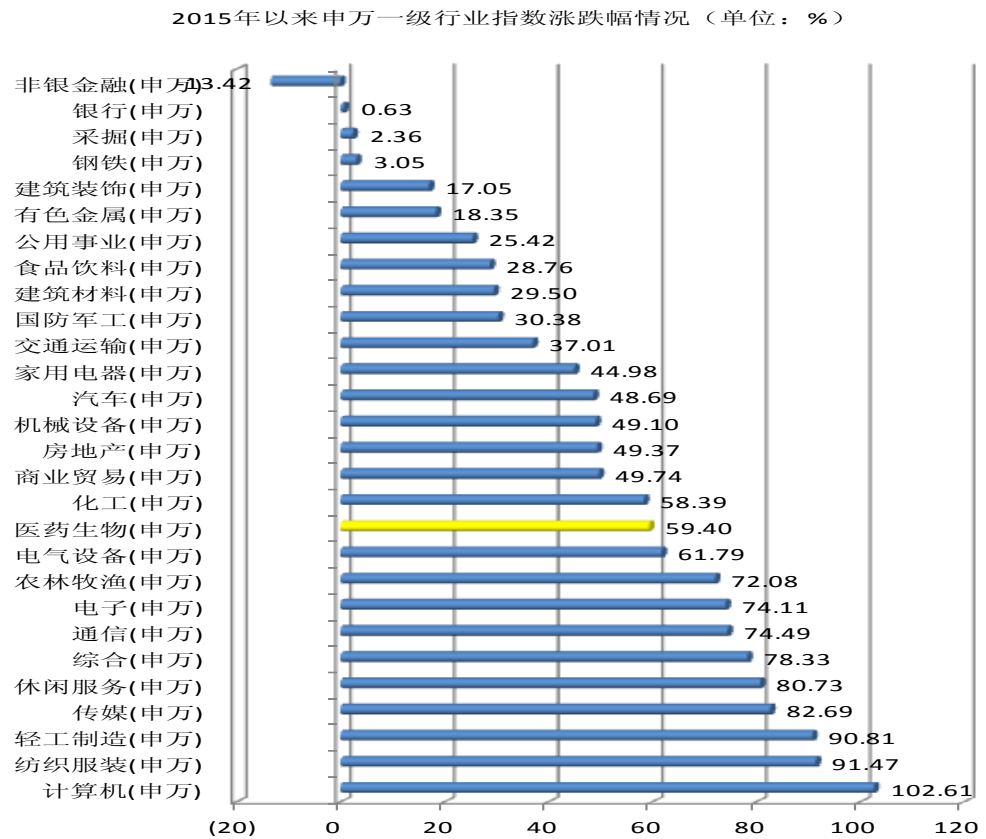
2015 年伴随 A 股市场投资情绪高涨，医药行业表现不俗，截至到 12 月 25 日，申万医药一级行业指数（801150），收于 9167.08 点，今年以来累计上涨 59.40%，全年分别领先上证指数、沪深 300 指数 47.24 和 50.78 个百分点，在申万全部 28 个一级行业中排名第 11 位，表现尚佳。

图 3：2015 年医药生物指数相对大盘走势情况



资料来源：wind、长城证券金融研究所

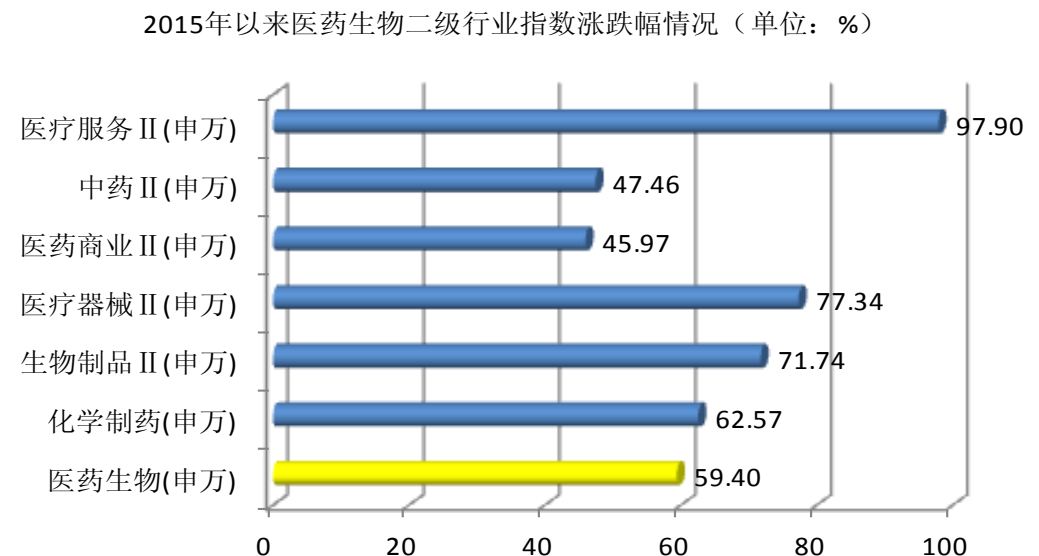
图 4: 2015 年申万一级行业涨跌幅对比情况



资料来源: wind、长城证券金融研究所

对比二级板块情况，分化趋势依然明显，受公立医院改革持续深入、《中国制造 2025》政策发布以及十三五规划预期等因素驱动，医疗服务、医疗器械涨幅较大，分别累计上涨 97.90%、77.34%，但是同期受药品价格下降的影响，传统制药行业表现相对偏弱，其中中药板块仅上涨 47.46%。

图 5: 2015 年医药生物二级行业指数涨跌幅对比情况

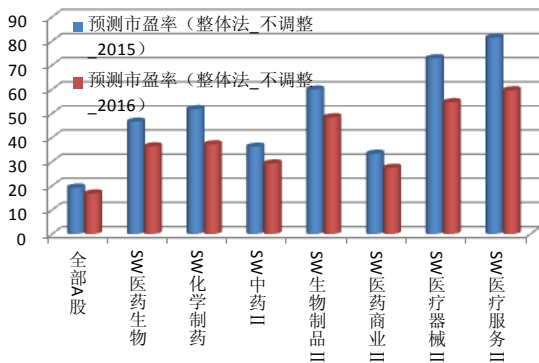


资料来源: wind、长城证券金融研究所

09年我国新医改启动，政府加大对医疗卫生事业尤其是基层医疗市场的投资力度，8500亿的大手笔投入、基本医疗保险覆盖面的提升、个人支付比例下降撬动医疗市场的快速发展，由此引发市场投资者的热捧，随后政策鼓励民营医院发展、互联网概念的兴起，行业热点此起彼伏，牛市行情延续。

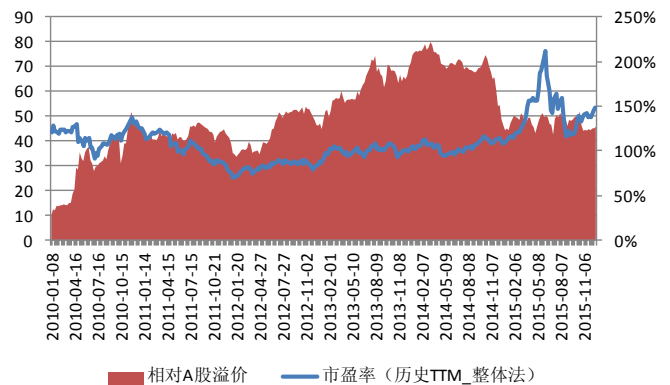
但是今年以来随着GDP增速放缓、医保控费力度加大，行业整体增速回落明显，预计未来持续低增速的概率较大，但与之相对应的是，在市场情绪的带动下，行业整体估值持续走高，截止到25日，板块相对2015年预测估值水平（整体法\_不调整）高达47X，基本上处于2011年以来的历史高位，虽然伴随去年年底及上半年大盘上涨，相对A股整体溢价率有所下降，但仍维持在120%-130%的高位水平。

图 6: 医药生物细分板块估值对比情况（截止至 25 日）



资料来源: wind、长城证券金融研究所

图 7: 2010 年以来医药生物板块估值及相对溢价变动情况



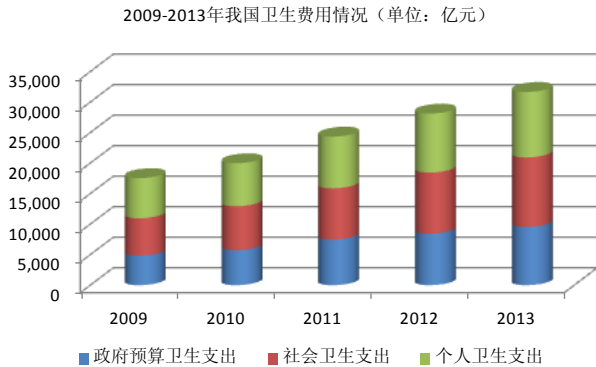
资料来源: wind、长城证券金融研究所

回顾我们 2015 年的策略报告，我们始终认为医药行业是一个以防御性为特征的板块，一边是持续下行的行业增速，一边是屡创新高高的估值水平，当前的高估值使得板块整体丧失所谓的防御性，虽然从长期来看，人口老龄化加速、医疗消费升级、新医改持续深化、创新新技术应用等因素有望推动行业持续稳定增长，但是短期内，医保支付压力增加、药品价格下行、医改政策不确定性等问题也较为突出，因此我们判断未来行业持续分化，火焰与严冬并存的可能性较大。

### 3. 医保控费：长期而永恒的话题

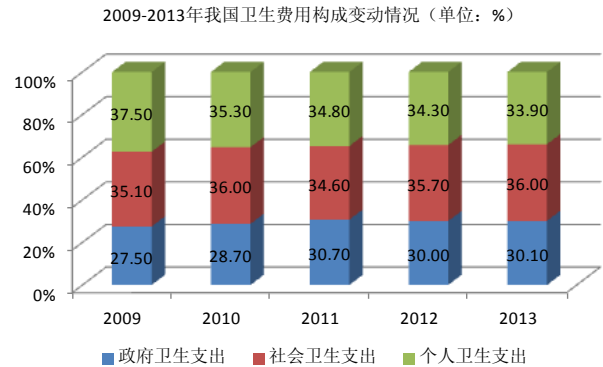
在机遇与风险并存的背景下，医保基金作为我国医疗市场上最主要的支付方，随着改革红利效应的弱化，医保基金面临较大的收支平衡压力，控费将会是长期趋势，势必将对行业产生深远的影响。

图 8: 2009-2013 年我国卫生费用变动情况



资料来源: wind、长城证券研究所

图 9: 2009-2013 年我国卫生费用构成变动情况



资料来源: wind、长城证券研究所

现阶段我国的基本医保体系基本上分为三块: 城市职工基本医疗保险 (职工医保)、城镇居民基本医疗保险 (居民医保)、新农村合作医疗保险 (新农合), 基本情况如下表所示:

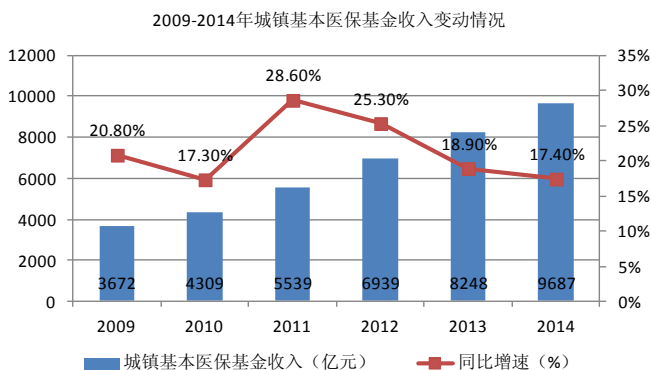
表 2: 我国基本医保体系情况

名称	面向主体	主管部门	参保人数(亿)
城市职工基本医疗保险	城镇职工	人力资源与社会保障部	2.83
城镇居民基本医疗保险	城镇未成年人和没有工作的居民		3.15
新农村合作医疗保险	农村居民	卫生和计划生育委员会	8.02

资料来源: wind、长城证券金融研究所 (备注: 职工医保、居民医保人数为 2014 年, 新农合数据为 2013 年)

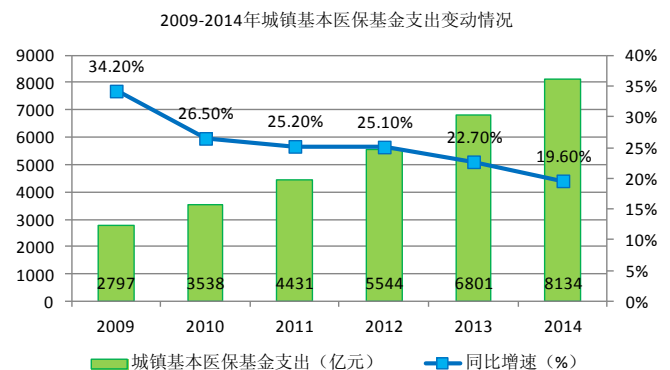
2009 年新医改实施以来我国基本医疗保险覆盖面不断扩大, 带动收入规模的快速增加, 同时, 新医改也撬动了国内医疗需求的持续释放、医保报销比例的提升, 医保基金支出同样增长迅速, 人力资源与社会保障部披露数据显示, 2014 年我国城镇基本医疗保险基金收入 9,687 亿元, 支出 8,134 亿元, 分别比上年增长 17.4%和 19.6%, 连续多年支出增速高于收入。

图 10: 2009-2014 年城镇基本医保基金收入变动情况



资料来源: 人力资源与社会保障部网站、长城证券研究所

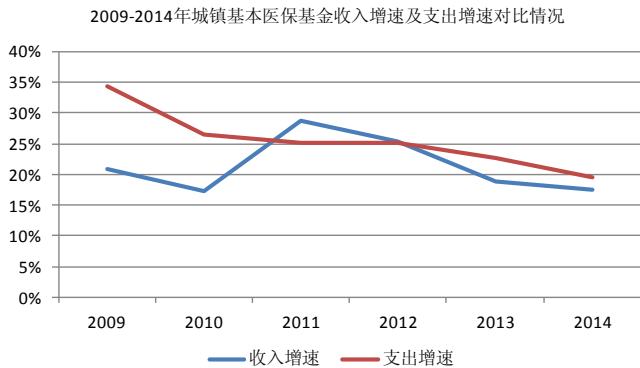
图 11: 2009-2014 年城镇基本医保基金支出变动情况



资料来源: 人力资源与社会保障部网站、长城证券研究所

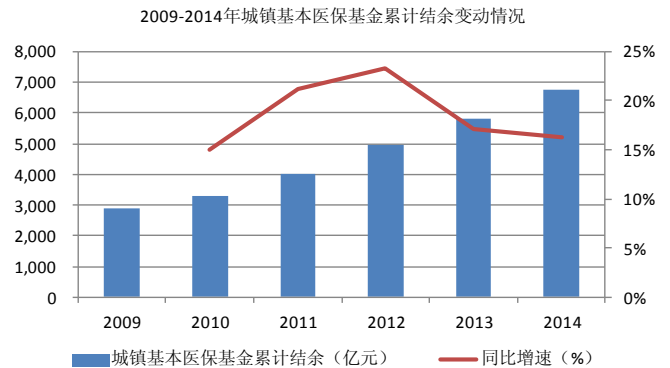
最明显的后果是我国医保基金累计结余虽然仍处于上升趋势，但是增速已明显下滑，2014年青海已经出现“收不抵支”的现象，影响了其长期持续性。

图 12: 09-14 年基本医保基金收入及支出增速对比情况



资料来源: 人力资源与社会保障部网站、长城证券研究所

图 13: 2009-2014 年城镇基本医保基金累计结余变动情况



资料来源: 人力资源与社会保障部网站、长城证券研究所

近几年我们一直在讨论医保基金收支平衡的问题，对于医保基金而言，维持收支平衡无非是收入、支出的匹配：

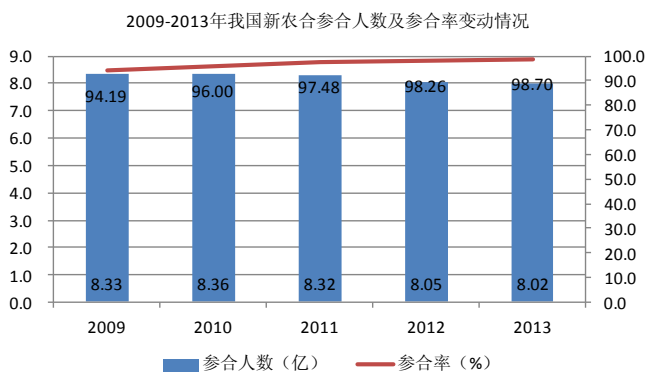
#### ■ 收入端：

简单理解，医保基金收入等于参保人数\*金额，首先我们看参保人数变动情况：

新农合方面：2013 年新农合参合人数为 8.02 亿，同年参合率已经达到 98% 以上；

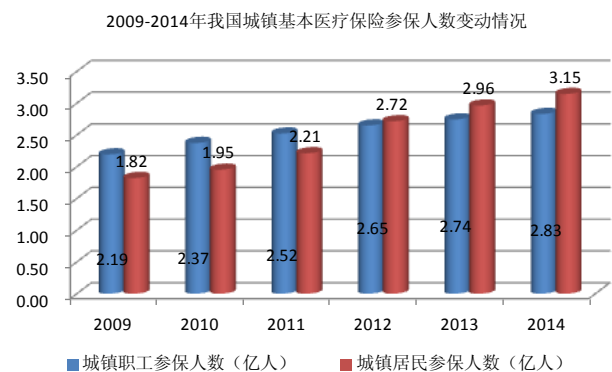
城镇基本医保方面：2014 年全国参加城镇基本医疗保险人数为 5.97 亿人，其中，参加职工医保 2.83 亿人，居民医保 3.15 亿人。

图 14: 2009-2013 年新农合参合人数及参合率变动情况



资料来源: wind、长城证券研究所

图 15: 2009-2014 年城镇基本医保参保人数变动情况



资料来源: 人力资源与社会保障部网站、长城证券研究所

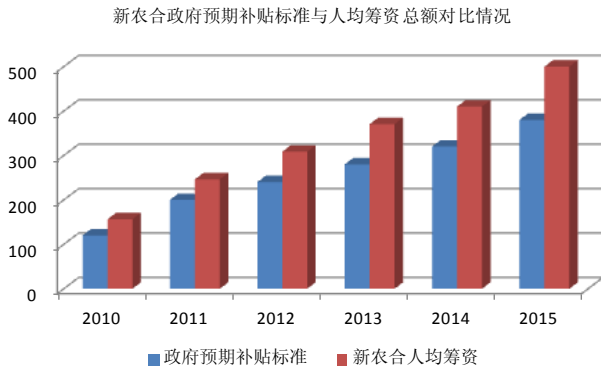
- ✓ 新医改在建立和完善基本医疗保障体系领域取得卓越的成效，单就人口数量来看，2013 年已达到 13.39 亿人（新农合参保人数+城镇基本医保参保人数-参加城镇基本医保农民工人数），基本上已经实现了全覆盖，未来可供提升空间有限。

其次再看金额方面的情况：

在居民医保、新农合方面：主要是以“居民自己缴费+国家财政补贴”的方式进行，以新农合为例，《关于做好 2015 年新型农村合作医疗工作的通知》规定，2015 年各级财政对新农合的人均补助标准达到 380 元，农民个人缴费标准全国平均达到每人每年 120 元左

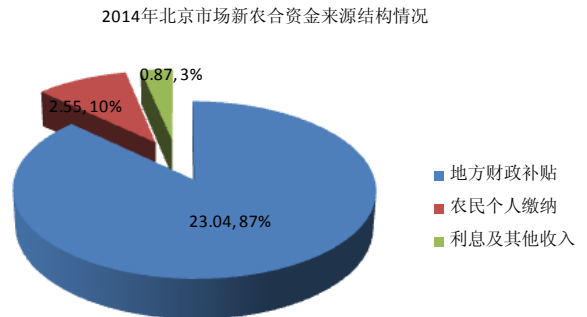
右。由此来看，财政补贴是新农合基金资金的主要来源，随着国内经济增长进入新常态，各级财政收入也将有望趋于平稳，我们预计这种吃财政饭驱动增长的方式未来存在较大的瓶颈。

图 16: 新农合补贴标准与人均筹资水平对比情况



资料来源: wind、长城证券研究所

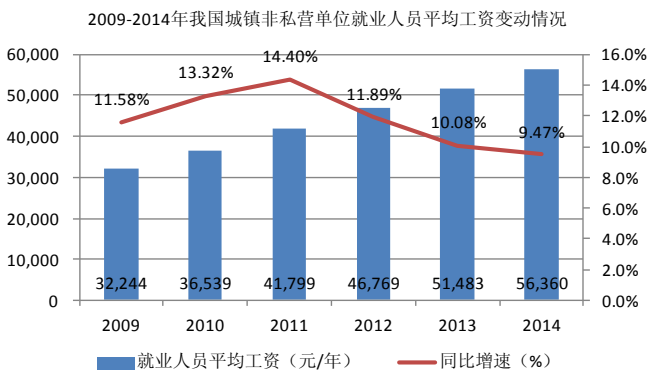
图 17: 2014 年北京市新农合资金来源结构情况



资料来源: wind、长城证券研究所

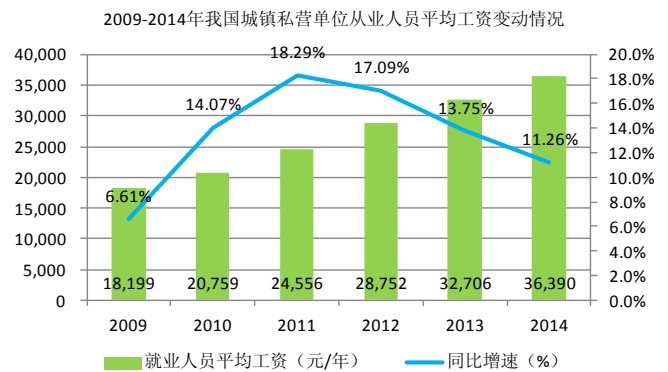
在职工基本医保方面：医保基金收入是按照职工工资水平的一定比例收取，统计数据显示，2014 年全国城镇非私营单位就业人员年平均工资 56,360 元，同比增长 9.47%，全国城镇私营单位就业人员年平均工资 36,390 元，同比名义增长 13.8%，从未来趋势上将，我们判断未来受国内经济增速放缓、工资基数变大等因素的制约，职工工资增速放缓将会是一件大概率事件。

图 18: 2009-2014 年城镇非私营单位平均工资变动情况



资料来源: wind、长城证券研究所

图 19: 2009-2014 年城镇私营单位平均工资变动情况



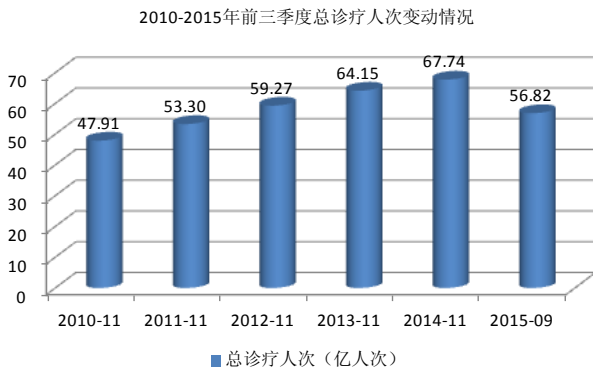
资料来源: wind、长城证券研究所

✓ 综上，我们认为在参保人数提升空间有限、缴费金额增速放缓的情况下，未来医保基金收入增速持续下行的可能性较大。

■ 支出端:

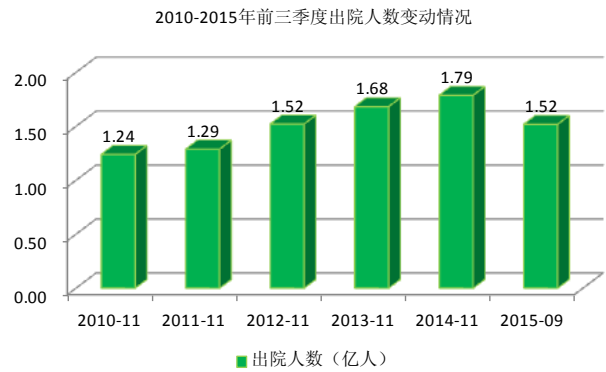
一方面，伴随国内社会经济发展、居民健康意识提升、社会老龄化进程加快，我国诊疗人次持续增加，2015 年 1-9 月总诊疗人次 56.82 亿人次，出院人数 1.52 亿人，分别较去年同期增长 2.81% 和 3.81%。与此同时，无论是门诊病人、还是住院病人(人)均医药费均保持增长趋势。

图 20: 2010-2015 年 1-9 月我国诊疗总人次变动情况



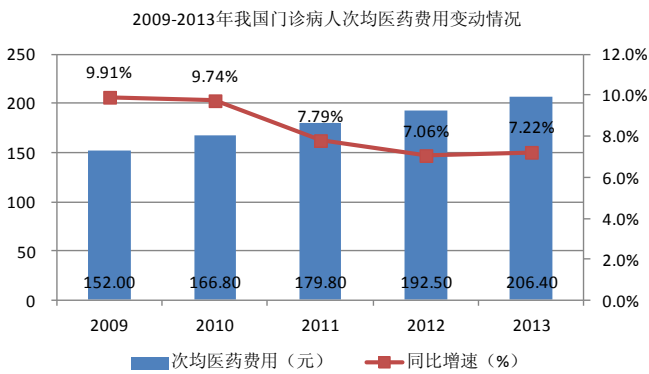
资料来源: wind、长城证券研究所

图 21: 2010-2015 年 1-9 月我国出院病人人数变动情况



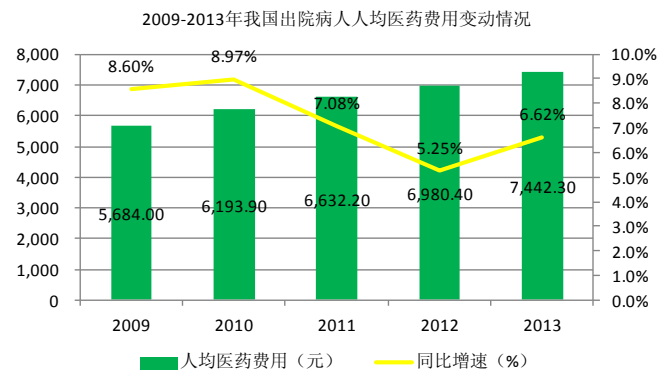
资料来源: wind、长城证券研究所

图 22: 2010-2013 年我国门诊病人人次均医药费用变动情况



资料来源: wind、长城证券研究所

图 23: 2010-2013 年我国出院病人人均医药费用变动情况



资料来源: wind、长城证券研究所

另一方面，在缓解看病贵思路的指导下，医保支付范围不断扩大，支付比例持续提高，统计数据显示，2013 年我国城镇职工、居民政策内住院费用中基金支付比例分别为 81.9% 和 71.30%，较 12 年分别增加 0.90、7.30 个百分点。

✓ 诊疗人次、次均费用的增加及支付比例的提高无疑带动医保支出端持续增长。

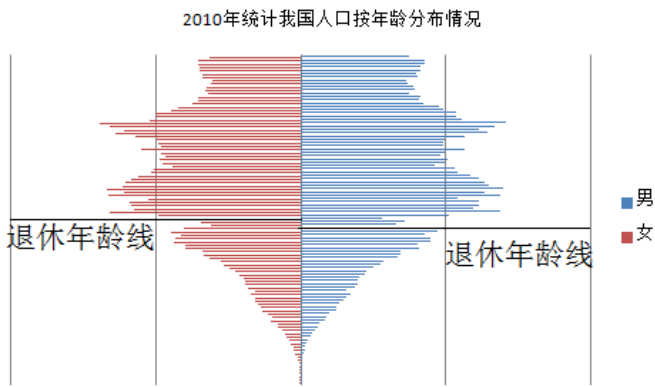
此外，我国正处于老龄化进程持续加速阶段，老年人口数量增加对医保收支主要产生双重影响：

首先是，老年人是医疗消费的主力，人均医疗费用是年轻人的 3-5 倍，老人人口的增加势必带动整个诊疗市场规模的持续扩大，进而加重医保支出负担。

其次是，按照现行《城镇职工医疗保险办法》，职工只需要缴满一定年限后，便可享受享受退休人员的基本医疗保险待遇，不再缴纳基本医疗保险费，人口老龄化同样造成享受人群持续增加而缴费人数相对减少的现象。

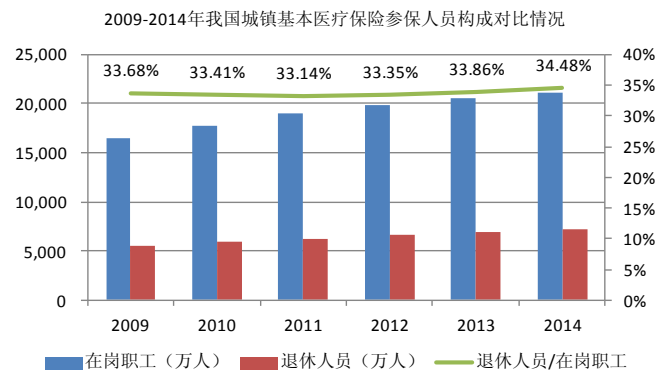
按照我国 2010 年第六次人口普查数据显示，34-48 岁年龄段为人口高峰期（当年人口总数超过 2000 万），对应目前状况是人口高峰期集中在 39-53 岁，以我国现行男 60 周岁、女 55 周岁（女工人 50 周岁）退休年龄的规定来看，近几年这部分人群逐步进入退休阶段，预计 2020 年六十岁以上老年人口将达到 2.5 亿人，由老龄化带来“支付增加+收入减少”对医保基金的双重挤压效应将会愈加明显。

图 24: 2010 年我国人口塔状分布图



资料来源: 人力资源与社会保障部网站、长城证券研究所

图 25: 2009-2014 年城镇职工医保参保人员结构变化情况



资料来源: 人力资源与社会保障部网站、长城证券研究所

在收入端增长空间有限、支出端持续增加的情况下，医保基金面临越来越大的被击穿风险，《中国医疗卫生事业发展报告 2014》预测，2017 年城镇职工基本医疗保险基金将出现当期收不抵支的现象，到 2024 年就将出现基金累计结余亏空 7353 亿元的严重赤字。

今年 11 月，财政部、人力资源社会保障部、国家中医药管理局等五部门联合印发的《关于控制公立医院医疗费用不合理增长的若干意见》，明确提出“将控制公立医院医疗费用不合理增长作为深化医改的重要目标和任务”，未来医保控费力度持续加大将会是一件大概率时间。

## 4. 投资策略：控费为前提，关注新变化

基于以上对医保基金收支的分析，我们认为，为了平衡自身收支，医保基金继续加大控费力度的可能性较大，因此我们着重在控费的前提下分析行业变化、机会。

### 4.1 服务行业：控费市场的机遇，成本和效率并重

#### 4.1.1 控费市场面临新机遇

我国现阶段医保支付方式以简单粗暴的“项目付费、总额控制”为主，通常的做法为：各地医保部门以上一年基金收入为基数，考虑一定增长率，确定本年度医保基金支付总规模，再按照一定的规则在所有定点医疗机构间进行分配，确定后者的年度医保支付预算总额。虽有控制，但并不严格，其主要原因在于：

- 1，医疗行为具有较强的专业性，医生掌握病人的处方权，人保部主管的医保基金虽然是当前我国医疗服务市场最大的出资方，但一直以来对卫计委管理的医院、医生的约束力不强；
- 2，医院虽然具有约束医生行为的能力，但公立医院国有性质、财政兜底的方式决定其不担心超支后的惩罚问题，相反基于自身利益考虑，放松甚至有意放松监管使得过度医疗的情况时有发生。

近期多地曝出医院将控费指标简单分拆，层层压向科室、医生的做法，这就造成了部分地区医生在“额度充裕时小病大看、额度不足时推诿病人”的局面，缺乏有效的监督管理机制。

就医保基金而言，未来既要保证医疗供给的普遍性，又要保障自身发展的持续性，如何在提高医生积极性的基础上管控其诊疗行为或将成为未来控费的关键，对比发达国家经验，英国购买式控费模式、美国管控式控费模式对我们具有较好的借鉴作用：

- 英国购买式控费模式：政府通过税收筹集资金，直接经办医院、雇佣医疗人员、集中采购药品，向全民提供医疗服务，该模式下，政府既是服务的提供者，也是卫生服务的购买者，在产业链中具有绝对的优势地位；
- 美国管控式控费模式：美国以医疗保险资源为基础，居民购买保险计划，保险公司根据保险类型限定医生、医院范围，控制医疗服务的具体流程及各项费用，并通过第三方 PBM（Pharmacy Benefit Manager）分析监督医生行为。

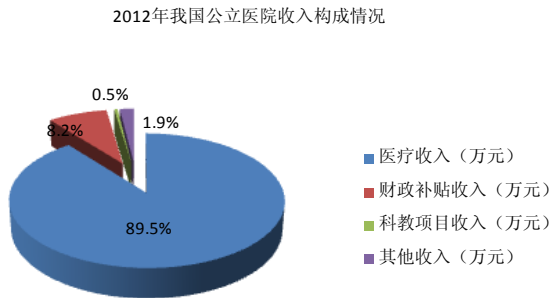
现阶段我国医疗市场上的购买主体是政府主导的医保基金，而作为服务主体的公立医院又受政府管理，控费的博弈极容易由“医保基金对公立医院”变成“政府部门对政府部门”之间的较量，最终不了了之，使得国内控费市场缺乏发展壮大的基础。

但是伴随公立医院改革深化、民营医院数量增及服务占比提升，以往对等的地位逐步发生改变，医保基金逐步掌握更多的话语权，控费市场的发展不再是水中月，2015 年以来海虹控股、卫宁软件、万达信息等多家上市公司相继公告同地方医保基金、商保基金签订合作协议，涉足医院控费系统建设。

### 4.1.2 成本控制利好进口替代

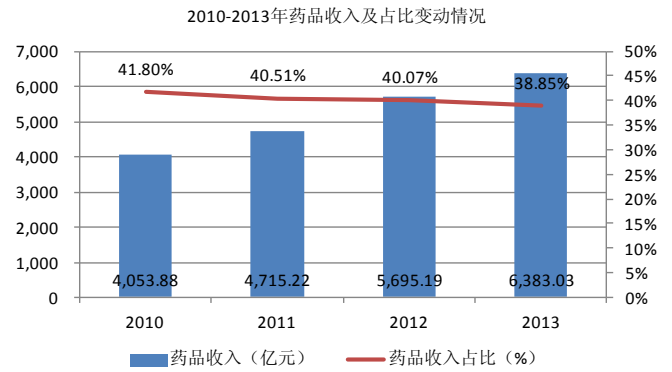
目前我国公立医院的收入构成主要是以医疗服务、财政补贴、科教项目及其他项目为主，其中药品收入在医疗收入乃至总收入中都占据相当大的比重。

图 26: 2012 年我国公立医院平均收入构成情况



资料来源: 卫计委、长城证券研究所

图 27: 2010-2013 年药品收入及占比变动情况

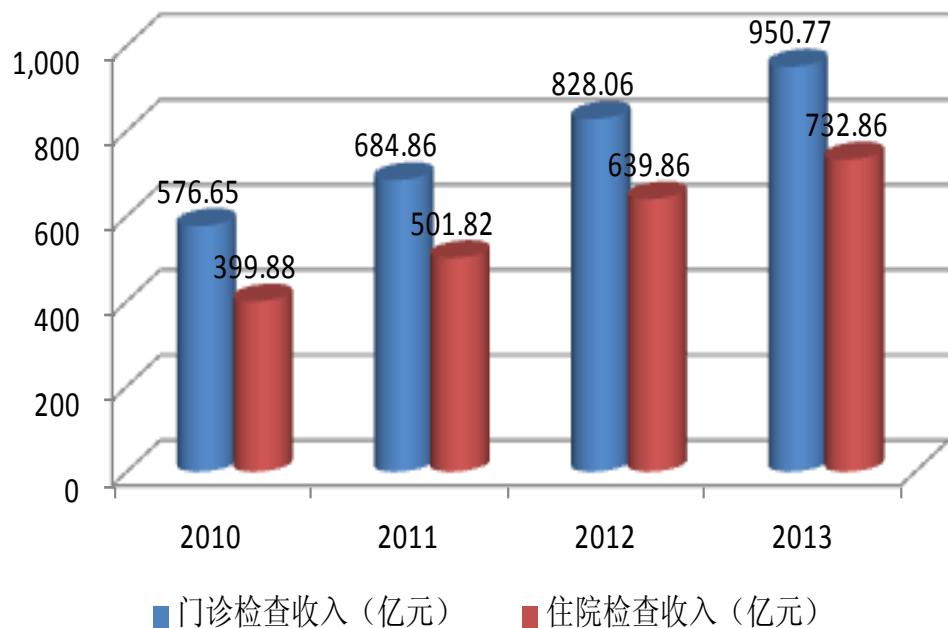


资料来源: wind、长城证券研究所

随着药品“0 加成”的全面推进和落实，医院收入骤降，政府本意是通过增加财政投入、提高服务费等方式来弥补缺口，但是由于各地财政状况不同，投入状况不一，扩大诊断业务等医技收入似乎成为医院弥补缺口的重要手段，带动检查收入的持续快速增加。

图 28: 2010-2013 年我国公立医院门诊及住院检查收入变动情况

#### 2010-2013年公立医院门诊检查收入及住院检查收入变动情况



资料来源: wind、长城证券金融研究所

但我们并不认为未来诊断长期一直会是医院创收的避风港，9 月卫计委下发《关于推进分级诊疗建设的指导意见》，《意见》提出“在降低药品和医用耗材费用、大型医用设备检

查治疗价格的基础上，提高体现医务人员劳务价值的项目价格”，对此，我们解读为控费范围将会从药品波及到其他方面。

11月国卫体改印发的《关于控制公立医院医疗费用不合理增长的若干意见》，再次指出要控制公立医院的规模、药占比及医务人员的诊疗行为，城市公立医院医疗费用总量增幅和门诊病人次均医药费用、住院病人人均医药费用增幅有所下降。

政策高压下，医院收入增长受限，为了保持一定的盈利水平，管理层或将转向降低成本、提高效率，由此带来仪器、试剂的进口替代以及信息化进程加快将会是市场关注的重要方向。

## 4.2 制药行业：关注新药创新、仿制药质量提升两大方向

控费对制药行业影响较大，尤其是前几年药品价格虚高现象较为明显，主管部门不断通过限价、招标等方式降低药品价格，今年开始新一轮招标再次举起砍价的大旗，1月份率先开标的湖南省，议价品种中最低降幅为10%左右，最大的降幅低至50%，奠定了新一轮招标的基调，也使得行业增速下行。

在控费的大背景下，效价比或将成为衡量药品的重要标志，我们更多关注医药行业新药创新、仿制药质量提升两个趋势：

### ➤ 新药创新行为得到鼓励

此前，市场普遍认为我国医药行业整体创新水平较差，这实际上同我国医药行业的大环境相关，在国内，新药研发不仅需要漫长的实验周期，还需要漫长的审评周期，新药上市审批时间过长不仅增加企业研发成本和研发风险，同时也降低新药的经济效益，进而使得企业创新意愿不足。

目前药审中心正在进行审批的药品批件高达21万件，积压过多是药品审评周期过长的主要原因，8月国务院印发《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》，提出主要目标包括：将严格控制重复申请的药品审批，争取在2016年底前消化药品审批积压存量，2017年实现注册申请和审批数量年度进出平衡，2018年实现按规定时限审批。

同期，国家食品药品监督管理总局下发多个文件要求企业加强药物临床实验数据自查核查工作，并分别11月11日、12月07日发文，对22家企业24个药品注册申请给予不予批准的决定。“胡萝卜+大棒”的政策下，近期行业哀嚎遍野，多家企业申请撤回申报，成为医药行业短期的黑天鹅事件。

**表 3：食药监总局持续推进药物临床试验数据自查核查工作**

序号	时间	名称
1	7月22日	关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告
2	9月09日	关于药物临床试验机构和合同组织开展临床试验情况的公告
3	11月11日	关于药品注册审评审批若干政策的公告
4	11月11日	关于8家企业11个药品注册申请不予批准的公告
5	12月03日	关于62家企业撤回87个药品注册申请的公告
6	12月07日	关于14家企业13个药品注册申请不予批准的公告
7	12月14日	关于82家企业撤回131个药品注册申请的公告

资料来源：国家食品药品监督管理总局网站，长城证券金融研究所

- ✓ 审评从严、加快，辅以增加企业违法成本，能够有效解决前期批件积压问题，规范市场创新行为，缩短新药注册审评周期，进而创造利于新药的政策环境。

11月05日全国人大审议通过《关于授权国务院在部分地方开展药品上市许可持有人制度试点和有关问题的决定》，授权国务院在北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、四川十个省、直辖市开展药品上市许可持有人制度试点，允许药品研发机构和科研人员取得药品批准文号，对药品质量承担相应责任。

药品持有人制度的试点推广，有助于激发全民创新的积极性，未来新药不仅仅局限在业内，高校、科研院所、个人均有可能成为新药创制的主体，未来以品种为核心的合作、收购有望成为医药行业的重要看点。

#### ➤ 仿制药质量得到提高

我国是仿制药大国，同一品种生产企业众多，仅以2007年10月1日前批准的国家基药目录口服化学制剂品种为例，有约300个品种，就涉及17897个批准文号、1883家生产企业。不同企业生产产品良莠不齐，治疗效果更是差异较大，控费压力下，主管部门迫切需要得到能治病且价格合理的品种。

12月药监局起草了《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见（征求意见稿）》，限定了再评价的范围、时限，并明确从政策上给予已通过品种扶持。

- 对2007年10月1日前批准的国家基本药物目录（2012年版）中化学药品仿制药口服固体制剂，应在2018年底之前完成一致性评价，届时没有通过评价的，注销药品批准文号。
- 对2007年以前批准上市的其他仿制药品和2007年以后批准上市的仿制药品，自首家品种通过一致性评价后，其他生产企业的相同品种在3年内仍未通过评价的，注销药品批准文号。
- 同一品种达到3家以上通过一致性评价的，在集中采购等方面不再选用未通过评价的品种。

美国上世纪七十年代开展的生物等效性评价，淘汰约6000不合格药品，目前全国药品生产企业拥有的批准文号约为16.8万个，但真正在市场上销售的产品只有5万多个，结合这一现状，我们认为，随着仿制药质量一致性评价工作的推进和执行，国内淘汰药品数量应该远高于美国。

评价工作旨在提高产品质量、行业技术水平，同时也将促使制造业洗牌、优胜劣汰进程加快，优质企业有望获得更多政策、市场等行业资源的倾斜，大量缺乏资金、技术优势的中小企业面临出局风险，市场集中度将持续提升，基于这样的逻辑我们重点推荐华北制药（600812）。

### 4.3 消费前置：即是控费手段也是发展趋势

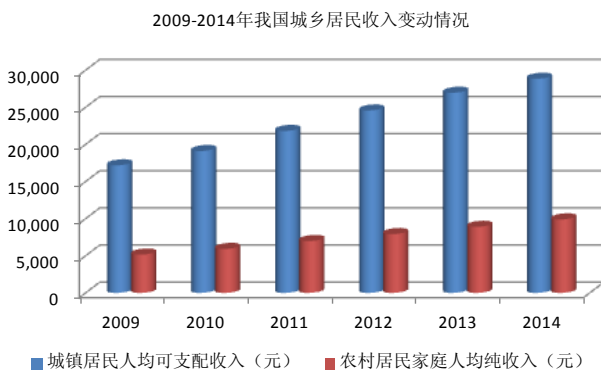
降低医疗费用，除了控制费用之外，还需要减少医疗行为的发生，长期以来我国居民轻防御、重治疗的观念根深蒂固，然而实际上，占总医疗费用的70%份额的慢性病，多半是因为保健意识淡薄造成的，研究表明，在保健方面1元的投入，便可节约8.59元的医药费。

2008年起我国连续多年启动治未病工程，主要包括“未病先防”、“既病防变”两个层次。前者主要是指在未病之前，采取各种措施，做好预防工作，以防止疾病的发生，后者则着重在疾病发生的初始阶段，应力求做到早期诊断，早期治疗，以防止疾病的发展及转变。

**居民收入水平提升：** 改革开放以来，我国城乡居民家的收入持续提升，2014年城镇居民人均可支配收入、农村居民家庭人均纯收入分别达到 28,844、9,892 元，为诊疗前置消费奠定了经济基础。

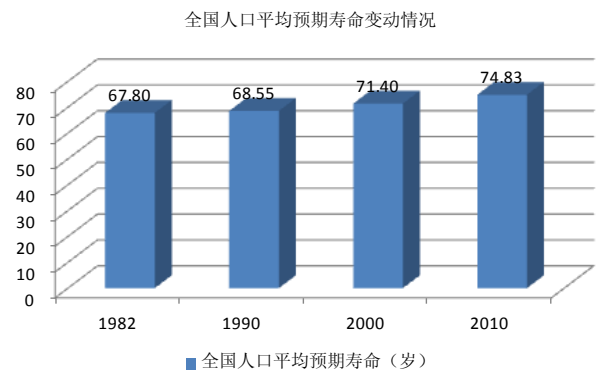
**人均预期寿命增加：** 伴随生活水平提高、医疗条件改善，我国居民平均预期寿命也有了较大幅度的增加，人们希望能够追求更高的生活品质，对自身健康状况的关注也将会提到一个前所未有的高度。

图 29: 2009-2014 年我国城乡居民收入变动情况



资料来源：卫计委，长城证券研究所

图 30: 我国人口平均预期寿命变动情况



资料来源：wind，长城证券研究所

因此，我们认为，医疗消费前置即是政策引导缓解医保支付压力的重要手段，同样也将会是社会经济发展的重要趋势，我国居民收入水平提升、人均预期寿命增加奠定了前置消费市场发展的基础，未来“未病先防”层面的以养生、保健为代表的大健康市场，“既病防变”层面的以健康管理、疾病早期诊断为代表的服务市场具有较好的发展前景。

#### 4.4 医养结合：控费同时推动养老产业快速发展

前面我们提到我国正处于老龄化加速阶段，目前，我国 60 岁以上老年人已达 2.12 亿，其中，数量庞大的老年人群患有慢性病，有近 4000 万失能和部分失能老人。许多患病老人把医院当成养老院，成了“常住户”，老人押床的现象加剧了医疗资源的紧张，也增加医保支出的负担。

11 月国务院国务院办公厅转发《卫生计生委等部门关于推进医疗卫生与养老服务相结合指导意见的通知》，全面部署进一步推进医疗卫生与养老服务相结合，满足人民群众多层次、多样化的健康养老服务需求。《通知》提出：到 2020 年，符合国情的医养结合体制机制和政策法规体系基本建立，医疗卫生和养老服务资源实现有序共享，覆盖城乡、规模适宜、功能合理、综合连续的医养结合服务网络基本形成，基层医疗卫生机构为居家老年人提供上门服务的能力明显提升。

据测算，失能老人在养老院或居家接受医疗护理的每日人均费用仅为医院住院的二十分之一，养老方式的转变有效的减少医保基金额外支出。以青岛市为例，8 亿元的护理保险

基金，如果用在住医院只能购买 112 万个床日的医疗护理服务，而用在医养结合的护理保障服务上，则可以购买 1500 多万个床日的护理服务，服务人数增加了 14 倍。

图 31: 青岛医院养老服务与医养结合服务对比情况



资料来源: CCTV, 长城证券金融研究所

我们认为，医养结合模式的推广有望改变部分老人过去“以医养老”做法，达到减少医疗支出的目的，同时也解决了困扰养老服务行业发展的医疗资源不足的瓶颈，在市场需求持续放大的推动下，随着鼓励政策的出台和落实，我国养老产业有望步入快速发展期，与之相关保险、护理、药物、器械等领域均具有较大的市场增长潜力。

## 5. 重点公司

按照上面的投资主线，我们重点筛选部分相关标的如下：

表 4: 部分相关标的公司

序号	投资主线	上市公司	
1	控费系统	海虹控股（000503）、卫宁软件（300253）、万达信息（300168）	
2	服务市场	成本控制	美康生物（300439）、星河生物（300143）、中新药业（600329）
3	提高效率	柳州医药（603368）、华业资本（600240）、嘉事堂（002462）	
4	制药行业	新药创新	恒瑞医药（600276）、康缘药业（600566）、翰宇药业（300199）、九州药业（603456）
5		仿制药质量提升	华北制药（600812）、山河药辅（300452）
6	消费前置	大健康市场	东阿阿胶（000423）
7		诊疗服务	江苏三友（002044）、新开源（300109）、乐普医疗（300003）、
8	医养结合	新华锦（600735）	

资料来源: 长城证券金融研究所

### 5.1 华北制药（600812）：普药龙头，王者归来

我们基于以下四个方面推荐华北制药：

第一，伴随新园区项目投产，公司已经完成由原料药到制剂的战略转型，2014 年公司拥有 19 个收入过亿的制剂品种，制剂业务在其工业收入所占比重达六成以上；

第二，公司拥有“原料-制剂”一体化优势、高水平的生产设施以及严格的质量把控能力，规模效应显著，在当前“质量优先、价格合理”的药品招标政策下，极具竞争优势，未来有望获得更大的市场空间；

第三，制药质量一致性评价的开展，在提高国内普药质量的同时，也势必将带动行业的重新洗牌，“强者恒强”的局面将会愈加明显，华药产品质量优势明显，并 2013 年筛选品种率先开展相关工作，切合政策发展动向，具备成为市场整合获益者的潜质；

第四，公司研发底蕴深厚，拥有微生物药物国家工程研究中心、抗体药物研制国家重点实验室两个高端研发平台，且已经形成了持续的创新与新产品开发、并产业化的能力，重组人血白蛋白、全人源狂犬病单抗等多个产品处于审评阶段，新品种的收获有望持续推动公司发展。

我们预测华北制药 15-17 年营业收入分别为 83.07 亿、82.22 亿、86.17 亿，同比增长幅度分别为-11.64%、-1.01%、4.79%，实现归属母公司股东净利润分别为 0.78 亿、1.72 亿、2.66 亿，同比增长幅度分别为 86.90%、120.52%、54.93%，首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级，目标价 12.26 元。（详细内容请参考我们的深度报告《华北制药（600812：普药龙头，王者归来》）

## 5.2 新华锦（600735）：养老业务模式新颖、利百健项目逐步推进

一直以来，养老产业因缺乏稳定的盈利模式，让市场敬而远之，新华锦依托集团长乐居探索高端养老院运营管理模式，在人员培训和储备方面形成完善的体系，伴随养老需求放大，公司管理层有意对外进行服务输出，通过咨询服务、劳务输出、托管运营其他养老（疗养院）等方式扩大盈利来源。

我们认为，新华锦养老业务的轻资产“服务输出”模式新颖，且具有可复制性，是我们看好公司的重要原因之一。

此外，公司利百健设备已经获得国内注册，目前正处于市场推广阶段，对于该设备，我们认为利百健 SVF 产品取自于患者（顾客）自体组织，医疗风险不大且伦理争议较小，具有干细胞特征，又能规避相关政策风险，具有较大的市场推广潜力。

## 5.3 海虹控股（000503）：跑马圈地，打造闭环健康服务生态圈

伴随医保支付压力增加，政府主导下的控费力度将会持续加大，无论是从管控医生个人行为、还是避免违规风险的角度出发，国内控费信息系统都将迎来较好的市场发展机遇。

海虹控股 2009 年引进美国 PBM 龙头 ESI 的数据库，在国内与地方医保局签订 PBM 共建协议，跑马圈地，抢占市场，目前已在全国 24 个省/直辖市的 160 余个地市就医保控费业务开展相关工作。

公司还以医保支付端为切入点，通过第三方机构管理模式，建立医院、医生评价体系，实现涵盖基本医疗保险服务、商业保险服务、医疗机构服务、患者群服务及医药厂商服务的全面健康服务体系战略布局，形成贯穿医保、医疗、医药全产业链的闭环健康服务生态圈。

## 5.4 美康生物（300439）：全产业链布局、加快市场扩张

美康生物业务涵盖体外生化诊断试剂、仪器及独立第三方医学诊断服务，布局全产业链：

产品状况：公司目前试剂拥有 127 个注册证书，产品较为齐全；仪器方面已取得 4 项产品注册证书，并推出适应基层医院市场需求的 POCT 设备；

诊断服务：公司目前拥有宁波医检所，未来将会逐步拓展服务网络，形成连锁网络，重点领域集中在二、三线城市，近期相继公告上饶、金华等地医检所的成立。

渠道建设：公司对渠道管控力较强，具有较高的议价能力，并积极与符合条件区域经销商加深合作，合资设立子公司，有助于绑架双方利益，加快市场扩张。

我们看好美康全产业链布局，第一：随着公立医院改革的推进，医院检验项目具有较大的流出空间，美康医检所布点下沉，保障了充分的样本来源，且避免了激烈的市场竞争，预计随着其网点增加，除服务业务增长外，自下而上的业绩带动效应也将愈加明显；第二，上游竞争激烈凸显渠道价值，公司营销人员众多，且对渠道管控能力较强，同部分经销商的深度合作，捆绑了双方利益，有望扩大诊断试剂的市场份额。

## 6. 风险提示

公立医院改革进程低于预期风险、医改政策变动风险、市场估值风险。

**研究员介绍及承诺**

**赵浩然:** 南开大学理学学士, 天津大学理学硕士, 曾在医药化工行业工作四年, 2011-2015 年在中航证券金融研究所工作, 2015 年 9 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

**彭学敏:** 中山大学理学硕士, 2011-2015 年在深圳国家高技术产业创新中心工作, 2015 年 9 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**免责声明**

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com  
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com  
李嘉禾: 0755-83516287, 18201578698, lijiah@cgws.com  
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com  
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

**北京联系人**

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com  
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com  
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com  
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>