

后医改时代 公立医院改革成重点

第一阶段目标基本实现

2009—2011年医改的第一阶段,基层医疗卫生机构综合改革基本到位,初步实现了“保基本、强基层”的目标,新机制也基本建立。截止到2011年9月底,基本医疗保险覆盖12.95亿人口,覆盖面超过95%。其中新农合新增1700万人,城镇居民医保全面推开,参保人数达到2.16亿人。新农合和城镇居民医保政府补助标准从2009年每人80元提高到2011年的200元。

同时,推进基本药物制度建设,基本药物在政府办的基层医疗卫生机构全部实行零差率销售,价格调整也陆续推出,仅2011年就有两次降价,2011年3月和8月国家发改委发布第27、28次药品降价,分别涉及162、82种药品,降价幅度分别为21%和14%。这“一升一降”让老百姓受惠,截止到2010年底,城乡居民个人支付医疗费用占卫生总费用比例为35.4%,比改革前降低了4.8个百分点。不过,医改的核心——公立医院改革尚处于试

2009年开始的新医改第一阶段将于2011年底结束,这三年政府通过政策、财政手段初步实现了“保基本、强基层”的目标,但距解决民众“看病贵、看病难”的最终目标还有一段距离。目前医改核心工程——公立医院改革尚处于试点阶段,下阶段公立医院改革将成为医改的重点,这也就意味着医改将步入深水区。

公立医院改革进度和展望	
2009—2011已实现小部分医院试点	2012—2015扩面和深化
涉及很少,仅通过实施基本药物制度对试点城市的基层医疗机构进行改革	扩大试点城市,从基层医疗机构改革逐步扩大到县级医院改革 探索医药分开:逐步提高医疗服务价格VS取消药品加成政策 探索管办分开、政事分开



家用电器 未见天花板 精选护城河

2011年是家电行业转折的一年。在经历了两年高速增长后,家电行业增速放缓趋势明显,景气度也从高点回落。特别是2011年下半年,在欧债危机蔓延、房地产调控深入、经济增速放缓、家电三大政策到期、同期基数较高等因素影响下,家电销量增速显著下滑。A股家电板块2011年走势前高后低,整体下跌24.8%,基本与大盘同步,主要是上半年积累了超额收益。

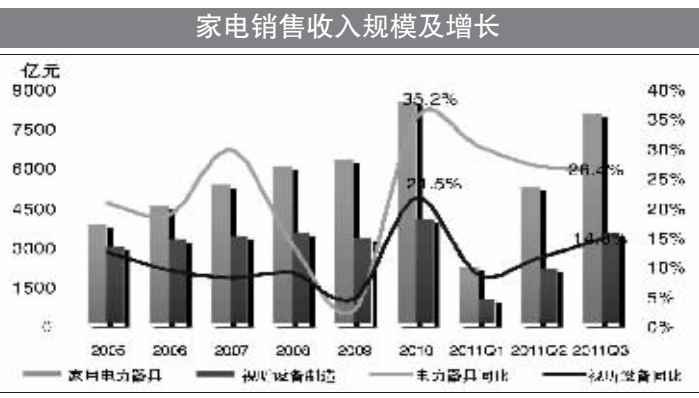
家电增长放缓

需求放缓影响凸显。2011年空调、冰箱、洗衣机销量增速出现大幅下滑。产业在线数据统计,2011年1—11月空、冰、洗销量增速分别为20.56%、14.2%、12.0%,远低于2010年水平。其中空调销量增速下降26.0个百分点、冰箱下降10.1个百分点、洗衣机下降18.4个百分点。拐点出现在下半年,行业的内外销增速逐步下滑,后政策时代家电逐渐回归自身的运行规律。

整体盈利能力下滑。前三季度,家用电器具行业(白电和小家电)利润总额增长4.8%,增速下滑29.1个百分点,远低于26.5%的收入增速;家用视听设备行业(黑电)利润总额增长6.5%,也低于14.84%的收入增速。白电下滑更为明显,2011年前三季度白电销售毛利率为3.8%,低于2010年的4.6%。家电盈利下滑的主因是原材料成本压力和竞争加剧。

长期未见天花板

家电属于耐用消费品,需求主要分为农村新增需求、城镇更



新需求、城镇新增需求、出口四大部分。其中,内需是支撑家电消费增长的重要动力,出口是影响销量的重要变量。从长期要素来看,家电未见天花板,行业增长动力仍在。

首先,我国城乡居民家电购买力保持快速增长。农村居民人均纯收入由2005年的3255元,增长到2010年的5919元;城镇居民人均可支配收入由2005年10493元增长到2008年的19109元。同期家电主要产品均价变动幅度较小,甚至跑输CPI,因此家电支出占收入比重逐年下降。居民购买力相对增长,对家电产品需求也相应增加。

其次,我国农村家电保有量较低,需求依然旺盛。2010年我国农村空冰洗每百户保有量分别为16台、45.19台、57.32台,远低于城镇水平。根据历史经验和CPI调整,2010年农村居民收入相当于城镇2000年水平。换算成相同收入水平后,农村空、冰、洗

保有量仍低于城镇14.8台、34.9台、33.2台。

最后,城镇化推进与城镇更新成为家电内需的强劲动力。城镇化率预计从目前的49.7%到2015年达到55%，“十二五”期间将增加9000多万城镇人口,带来大量新增需求。《家电“十二五”发展规划建议》也上调价值目标。到2015年,中国家电工业总产值由原定的1.1万亿提高到1.5万亿,上调近四成,年均增长率为9.2%。家电出口额目标由原来的500亿美元提高到600亿美元,在全球出口市场的比重将达到35%,发展5个左右具有综合竞争实力的国际化企业集团。

短期步入调整期

三大刺激政策逐渐退出。2011年6月1日,空调“节能惠民”补贴结束,变频空调逐渐取代定频空调,销量占比超过50%。2011年12月31日,家电“以旧换新”政策结束,该政策加快了城镇家电

点阶段。

公立医院改革是重中之重

公立医院改革最基本的问题还是机制上的改变。实行医药分开,破除“以药养医”是公立医院改革体制机制改革特别重要的方面,但在目前药品收入占医院收入70%—80%的情况下,公立医院改革的困难可谓困难重重。公立医院改革的路径是先通过试点总结经验,然后再在全国推广,至2011年共确定17个国家级、37个省级公立医院改革试点城市。

医保支付方式需改革

医保体制改革的进程曾经相对较慢,但随着“全民医保”的到位,医疗保险基金开始面临医药费用上涨的压力,2011年新农合和城镇居民医保补助标准已经提高到200元,人均卫生服务经费标准也提升到25元,但是这些远远不够,2010年,我国个人卫生费用支出占比仍高达38.2%。与此同时,我国的卫生总费用也在逐年增加。

付费制度的改革和完善可以说是控制医疗保险费用支出的有效办法。人社部方面也透露,医保制度建设的下一个重点就是研究支付方式改革。

目前医保支付方式大抵可分为按项目付费、按病种付费、按人头付费、按服务人次付费和总额预算付费。其中,按项目付费是我国医保长期采用的付费方式,这种方式按实际使用金额按比例报销,对医院和患者而言均会得益,但对医保基金而言,按项目付费难以控制基金支出,因为在医院补偿机制没有建立完善,“以药补医”仍然存在之时,医院更有花钱的动机,如此对医保基金的安全和有效使用相当不利。现在各地正在试点按病种付费、按人头付费、按服务人次付费和总额预算付费。据披露,目前全国338个地市中,有156个地市实行按病种付费,94个地市实行按人头付费,134个地市实行总额预付。从人保部表态看,似在探索总额预付基础上的门诊按人头付费和住院按病种付费制度。

出口增速8月开始步入负增长,11月份甚至下滑到-25.7%,下半年冰箱出口增速连续4个月下滑。金融危机后,家电出口在海外需求复苏、经销商补库存驱动下,迅速恢复至2008年之前水平。但欧债危机的影响可能甚于金融危机,家电出口下行空间虽然有限,但恢复期可能较长。综上所述,2012年家电行业将进入盘整的阶段。预计全年空调、冰箱、洗衣机的销量增速为个位数的概率较大。

马太效应下精选护城河

家电增长的高峰期随着政策退出逐渐过去,行业也将出现新一轮分化。中小家电企业由于过于依靠政府补贴,在市场机制下将逐渐被市场淘汰。龙头企业简单依靠粗放式扩张、低价抢占市场的方式已经不可持续。家电行业马太效应将更加明显,强者恒强的局面仍将持续。

寻找具有护城河的公司,可以抵御行业下跌风险,也能充分受益于行业增长。符合以上条件的公司有几个共同特征:第一,市场份额持续提升。企业通过销售渠道、高端产品等优势不断获取市场份额;第二,盈利能力保持稳定。不仅包括内销产品,更包括出口产品毛利率情况,不能简单以OEM、ODM的方式走量;第三,费用控制合理,甚至不断下降;第四,资产结构合理,尽量避免有息负债,通过占用上下游资源实现较高ROE;第五,市场仍有空间,能够不断开拓新市场,形成独占性的优势。

原材料占家电成本较高。家电主要原材料为铜、铝、钢和塑料。铜在空调中占比最高,达到24%,在冰、洗中占比分别为14%和6%。钢在洗衣机成本中占比最高,达到44%。随着欧债危机影响,国际大宗原材料价格出现大幅下跌,家电产品成本下降,导致短期毛利率明显回升。经过敏感性测算,假设四季度铜价格下跌10%,空调企业毛利率将提高2.43%,经规模效应放大后,净利润弹性较大。

“低”“稳”“早”等时间玫瑰

家电龙头接近历史估值底部。2012年1月13日,家电板块市盈率(TTM)仅为13.04倍,低于2008年(最低点)以来的均值21.81,绝对估值接近历史底部。目前家电相对沪深300估值溢价为1.22,低于2007年以来历史平均溢价率1.24,家电板块相对大盘的估值不断回落。

产业资本也开始不断增持。2012年1月4日,三花股份公告将用3亿元买入格力电器定向增发股票;2011年12月30日美的公告,美的集团增持1.9966%股权,金额

扩容+降价 基药关注新增和独家品种

《国家基本药物目录》每3年修改一次,2009年推行的基层版基药目录或将在2012年进行修改。目前,三级医院常规药品数量为800多种,刨去307种国家基本药物,缺口约500种药品,因此基药目录扩增是必然的,但是调整后的“完整版”能否覆盖基层及基层以上医院尚存在不确定性。肿瘤药等用药费用高的品种若纳入基药目录,那对国家、地方财政将是很大考验。

降价趋势将延续。虽然医改推行3年来,药价平均降幅达30%以上,但是招标价与出厂价之间还存在一定差距,因此降价的实际影响有限。在基药扩增、医保基金压力增大的情况下,药品价格下降是必然的趋势。

人口老龄化+疾病谱推移 药品刚性需求受两轮驱动

未来几年,我国老年人口还将继续增加,据联合国预测,2025年我国老年人口将达2.3亿,接近2010年老年人口数量的两倍。同时,随着我国生活方式的变化,疾病谱也在悄然变化中。

一方面,老年人口快速增长将提升用药需求。

老年人口是社会医疗需求的主要人群。步入老年后,人体的心脑血管、糖尿病等慢性病的发病率显著提升。据卫生部统计数据,2008年我国65岁以上老年人口的各类慢性病发病率高达64.5%,比中年人口高出12.5%;而我国65岁以上老年人口数量及比重不断上升,2010年我国老年人口约1.2亿,占比达到8.9%,据联合国预测2025年我国老年人口将达到2.3亿。

另一方面,我国疾病谱正向发达国家疾病谱推移。

近年来,我国人口疾病谱正在发生变化。肿瘤、心血管、脑血管是

从已经实施的基药制度来看,独家品种的中标价格不仅未受影响,甚至略有提升;基药政策的推进,为独家品种铺设了基层渠道,基层市场的扩容带来了药品销量的大幅提升。2011年起基层市场实质性放量,未来基层市场仍有很大增长空间。

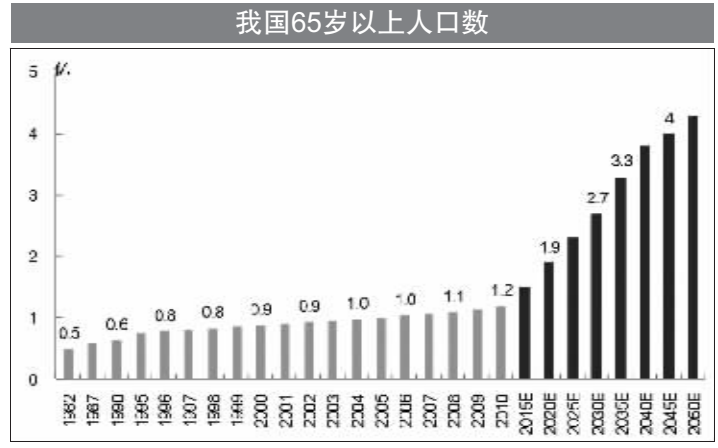
新增品种值得关注,但要警惕降价风险。基药政策的推进对基本药物生产企业的影响不一,一方面政策带动了基本药物市场的扩容,基本药物放量明显;另一方面,基药降价压缩了生产企业的利润空间,使得基药企业的利润率降低。短期内,政策环境的不确定性仍然存在,未来随着招标模式的纠偏,放量的影响将盖过降价带来的负面影响。

人口老龄化+疾病谱推移 药品刚性需求受两轮驱动

导致我国人口死亡的主要原因。从发病趋势看,包括高血压、心脏病、脑血管病在内的循环系统疾病、肿瘤、糖尿病等发病率都显著提高,传统的呼吸系统疾病和消化疾病等发病率则明显降低。

随着医疗技术的进步,传统的消化系统和呼吸系统疾病、慢性病中心内分泌、营养和代谢疾病的死亡占比明显下降;由于发病率的高企及医疗技术较难突破,恶性肿瘤、心脏病的死亡占比上升明显,脑血管疾病死亡占比在高位徘徊。

2010年,我国抗感染类用药以200亿元的销售额排在处方药用量的首位,自2011年5月份抗生素分级管理办法(征求意见稿)出台以来,医药抗感染用药一度出现负增长。随着抗生素分级管理政策的推进,抗感染类药物的市场份额也将向刚性需求转移,肿瘤和心脑血管用药将成为市场主导。



生物制药 创新创造惊喜

生物制药领域是技术创新最为活跃的领域,近年来在国家相关政策的支持下,国内生物制药行业发展迅速,2010年行业销售收入达到1062.45亿元,2005—2010年复合增长率超过32%,高出医药行业9个百分点。2011年生物制品行业雷雨不断,3月份新版GMP实施,生物制品批签发数量骤减;8月份贵州省多家血浆站关停,血浆供给越发短缺。2011年生物制药行业收入和利润增速下滑明显,至2011年10月份,医药行业收入和利润增速分别为30.29%和22.28%,而生物制药行业分别为27.27%和12.18%,明显低于医药行业平均水平。

目前,生物医药产业“十二五”发展规划》已报国务院审批,未来将重点支持药物创新、新型疫苗、单抗药物、诊断试剂等领域的发展,中央财政扶持生物医药产业资金将超过400亿。政策的鼓励和资本支持将给生物医药产业发展带来更多活力。创新疫苗企业及血制品领域值得关注。

疫苗行业看创新。计划免疫——即一类疫苗覆盖范围已很广,且中生产所承担了计划免

疫90%以上的生产任务,销量上升空间有限,再加上价格受管制,未来一类疫苗的增长极为有限。二类疫苗由于接种率较低,市场缺口大,价格也更高,因而具有更好的市场前景。其增长主要来自于新产品上市、接种意识提高,流感疫苗、Hib等接种率有提高空间。相关公司有智飞生物、沃森生物等。

血制品来源是关键。2011年8月份,贵州省关闭16家浆站造成血浆供应量骤减,而省级卫生行政部门要承担浆站责任事故风险,又使得新开浆站困难重重;老浆站由于劳动力成本上升,献浆人群增长缓慢,血浆供应极为紧张。但是血制品是临床必需,与国外相比用量有提升空间。浆站关停后,人白蛋白出厂价的上调及凝血酶原复合物等救命药的短缺,反映出血制品的旺盛需求。

2011年12月卫生部部长陈竺提出血制品倍增计划,并表示血制品将纳入医保,这将从供给和终端消费两头支持血制品行业发展。但是政策的落实尚需时日,在政策切实执行以前,血浆供应紧张的局面恐难缓解。

