

医药制造行业信用分析与展望

——医药制造行业增速回升，政策加速行业集中度提高和企业间分化

2017 年 12 月 15 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

地址：北京市朝阳区建国门外大街

邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

2 号 PICC 大厦 17 层

网 址：www.lhratings.com

医药制造行业信用分析与展望

——医药制造行业增速回升，政策加速行业集中度提高和企业间分化

作者：联合资信 工商企业一部 孔祥一

医药制造业是指将原料经物理变化或化学变化后成为了新的医药类产品的行业。医药产品关系到国计民生，需求具有刚性，医药制造行业属于技术密集型行业，具有弱周期、高投入、高风险的特点。进入二十一世纪，中国医药市场持续增长，目前中国已经成为仅次于美国的第二大医药市场。随着市场需求增长，中国医药制造行业快速发展，2001 年以来中国医药制造业总产值年均增速保持在 15%以上，明显高于同期 GDP 增速。同时，中国医药制造行业仍面临多种问题，如技术水平低、行业集中度低、部分产品产能过剩、研发能力弱等。

医改是影响整个医药行业的关键因素。近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进，政策内容涉及公立医院改革、鼓励社会办医、药品经营监管、药品价格改革、支付体系改革等多项内容，可大体归纳生产端的去产能和消费端的调结构两大类。政策加速行业集中度提高和企业间分化，品种储备、资金实力、研发能力将对企业信用水平产生重要影响。

总体看，医药制造行业的弱周期性，使其在宏观经济下行的背景下，仍能保持相对稳定的发展，医保政策的完善带来下游需求持续扩容，行业整体仍保持较好的盈利能力，目前发债企业普遍具有品牌优势和细分市场竞争优势，整体偿债能力较强，未来发生信用风险事件的概率低，行业整体信用品质较高。

一、 行业概况

1. 行业概述

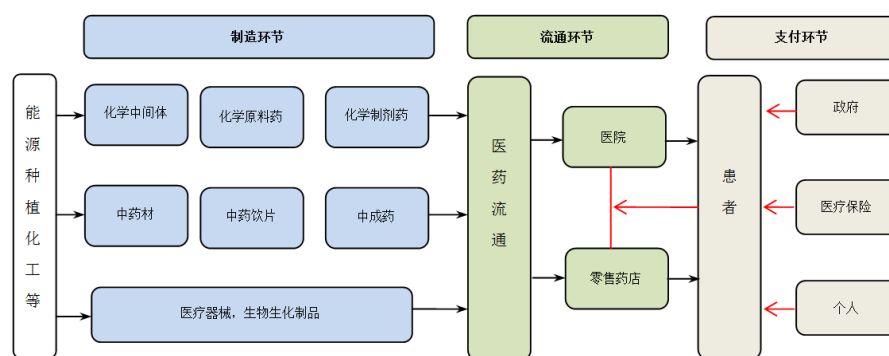
医药制造业是指将原料经物理变化或化学变化后成为了新的医药类产品的行业，医药制造业包括化学制药工业（含化学原料药和化学制剂药）、中药工业

（含中成药制造和中药饮片加工）、生物制药工业和医疗设备及器械制造工业等子行业。医药制造业是直接关系到国计民生的重要产业，与居民生命和健康密切相关。近年来，随着中国人口增长、生活水平不断提高、人口老龄化进程加快、医保体系日益健全，居民健康需求快速释放，中国已经成为全球药品消费增速最快的地区之一，目前中国已经成为仅次于美国的全球第二大药品市场。

2. 产业链分析

医药制造业属于医药行业的制造环节，从产业链的分布看，医药制造业上游为能源、种植、化工等行业，下游为医药流通环节，包括医院、零售药店等销售终端。具体来看，化学制药工业上游行业主要为基础化工原料，化工原料通过化学合成形成化学中间体，再通过进一步的化学反应形成药物有效成分化学原料药，最后依据不同的给药形式制备成不同剂型的制剂药；中药工业上游主要为中药材种植业，经过采摘、晾晒等处理形成中药材，中药材可直接通过炮制形成中药饮片，也可进行有效成分的提取，制备成丸、散、膏、丹等不同剂型的中成药；生物医药对研发依赖性强，研发服务是主要上游行业，考虑到数据的可得性，本文重点对化学制药工业和中药工业进行分析。

图 1 医药行业产业链条



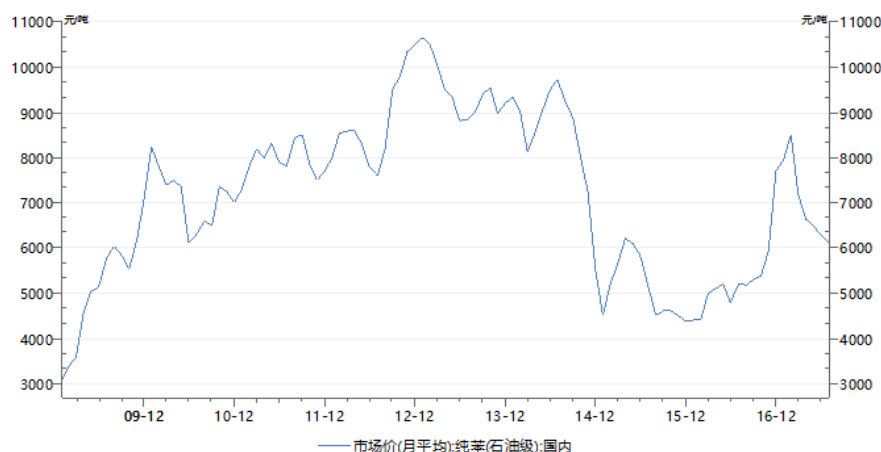
资料来源：联合资信整理

（1）上游行业分析

基础化学原料方面。近年来，随着石油等大宗商品价格大幅下跌，基础化学原料价格下滑明显，以化学制药原料纯苯为例，2008 年金融危机导致纯苯价

格大幅下滑，2009～2012 年纯苯价格波动上升，最高升至每吨 1 万多元的水平，2013～2015 年纯苯价格整体震荡下行，2016 年，纯苯价格快速上升，2017 年有所回落，截至 2017 年 7 月底下滑至每吨 6120 元左右。

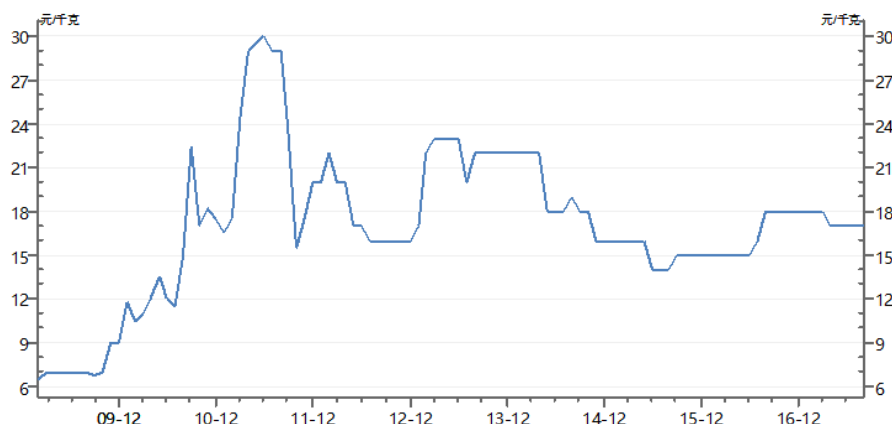
图 2 2009 年以来基础化学原料纯苯市场价格走势



数据来源：wind 资讯

中药材方面。中药材价格历来波动幅度较大，其价格受到自然灾害、疫情、人为炒作等多种因素影响，价格预测难度大。具体看，中药材价格每 3～5 年呈现一个波动周期。以甘肃省黄芪为例，2009 年以前，黄芪行情长期徘徊于 7～8 元/千克上下，药农收益甚微，种植积极性低下。2009～2010 年黄芪行情随药市利好环境带动开始上升，但受限於黄芪种苗不丰的情况，黄芪的种植规模无法跟上行情的发展趋势，并且往年累积库存不丰，2011 年黄芪行情攀升至 30 元/千克的高点。随后，药材市场整体松动加之黄芪产量逐渐得到恢复，黄芪的价格出现回落，长期波动于 17～21 元之间。2014 年起，中药材价格有所回落，甘肃地产黄芪价格从 22 元/千克下跌至 16 元/千克，并于 2015 年 7 月跌至近年来最低价 14 元/千克。截至 2017 年 8 月底，黄芪价格平稳在 17 元/千克。

图 3 根茎类黄芪价格走势图（甘肃统）



数据来源：wind 资讯

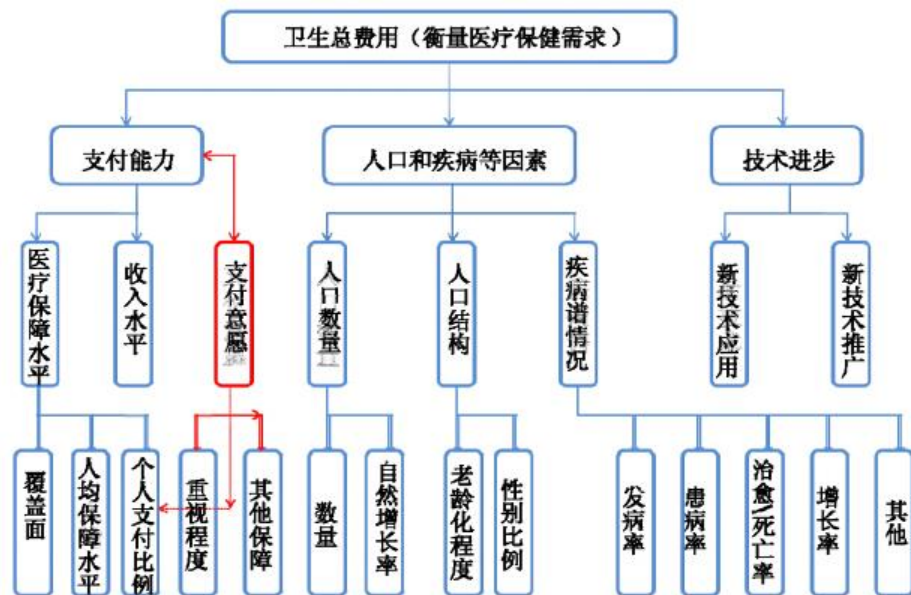
总体看，近年来基础化学原料和中药材价格均有所波动，预计未来医药制造业原材料采购成本仍存在一定压力。

（2）下游行业分析

医药制造业的下游主要为医药流通行业，医药流通行业按商业运营模式分为两大类：医药批发和商业零售；其中医药批发又可细分为①纯销模式（又称医院销售），指医药流通企业直接将药品销售给医院（第一终端，主要指二级及以上规模的医院）；②商业调拨，指医药流通企业将药品销售给其他流通企业，如其他医药分销商等；③快批（又称快配），指针对城乡交界处和农村市场的第三终端进行销售。从销售终端看，医药销售市场可分为三大终端市场：医院终端、零售终端和第三终端（主要为农村药品供应网点、社区卫生服务站和乡镇卫生院），其中医院终端居于主要地位，占据约 65%~75%的市场份额；零售终端约占据 15%~25%的市场份额；第三终端约占据 5%~15%的市场份额。

从医药产品的最终需求看，一个国家药品市场需求主要取决于国家医疗卫生水平、国家人口情况（人口数量、结构、发病情况）、国家城镇化进程、个人收入以及支付能力情况等因素。

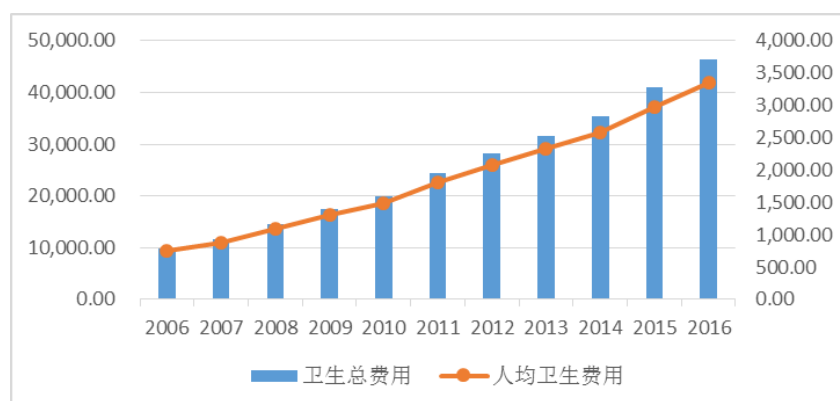
图 4 中国药品市场需求分析示意图



资料来源：金砖平台

根据中国国家卫生计生委的统计数据，全国卫生总费用、卫生机构数量、诊疗人次等主要卫生资源呈现持续增加态势。自 2006 年到 2016 年，中国卫生总费用从不足 1 万亿元增长到 4.63 万亿元；人均卫生费用由 362 元/年增长到了 3351.7 元/年。截至 2017 年 6 月底，全国医疗卫生机构数达 98.9 万个，其中：医院 3.0 万个，基层医疗卫生机构 93.3 万个，专业公共卫生机构 2.4 万个，其他机构 0.3 万个。2017 年 1~6 月，全国医疗卫生机构总诊疗人次达 39.2 亿人次，同比提高 1.9%。医院中：公立医院 14.2 亿人次，同比提高 2.9%；民营医院 2.2 亿人次，同比提高 14.1%。在卫生资源总量增长的同时，随着医改措施的逐步落实，近年来，全国卫生资源配置得到进一步优化，向城乡基层医疗机构和非公医疗机构倾斜更加明显。

图 5 2006 年以来中国卫生总费用增长情况（单位：亿元）

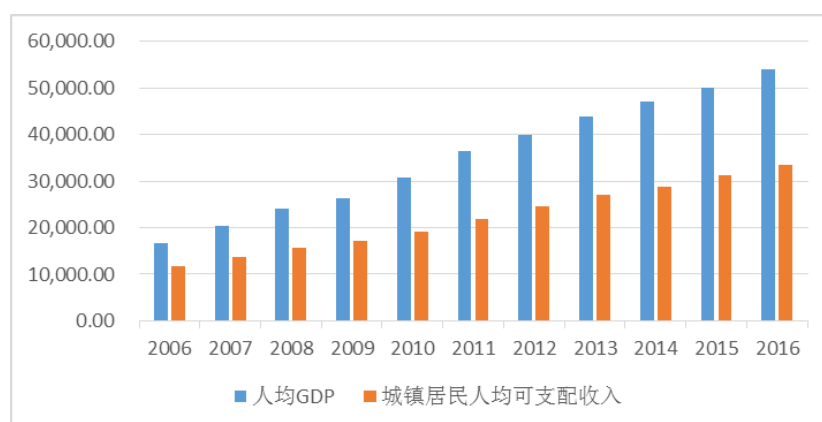


资料来源：卫计委，联合资信整理

根据国家统计局数据，近十年来，中国人口总量保持快速增长，截至 2016 年底为 13.83 亿人。在人口总数不断增加的同时，中国城镇化也在不断加快，截至 2016 年底，中国城镇人口 7.93 亿人，占比达到 57.35%（2006 年为 5.83 亿人，占比为 44.34%）；中国人口老龄化趋势加剧，截至 2016 年底，中国 65 岁及以上人口占比已达到 10.8%（2006 年为 0.88 亿人，占比 7.9%）。据统计，城镇居民人均卫生费用支出约是农村居民的 3~4 倍，60 岁以上老人患病率更高、患病种类较多，治疗费用是全人口的 2.5 倍，因此中国城镇化进程加速发展、城镇人口数量的增加、人口老龄化加速会刺激城镇医药需求增长。

随着中国国民经济的发展，中国人均 GDP（2006 年为 16738 元，2016 年为 53980 元）和城镇居民人均可支配收入（2006 年为 11760 元，2016 年为 33616 元）都在不断增加。由国际经验来看，当人均 GDP 继续增长至 15000 美元的时候，可以带动社会医药需求快速增长，中国医药市场还具有很大潜力。

图 6 2006 年以来中国人均 GDP 及城镇居民人均可支配收入增长情况（单位：元）



资料来源：国家统计局，联合资信整理

总体来看，中国卫生总费用、卫生机构数量、诊疗人次等主要卫生资源呈现持续增加态势，人口总量、城镇化人口数量和老龄人口数量不断增加，人均GDP 和可支配收入不断上升，药品市场需求将保持稳健增长；医药卫生体制改革不断深入，基药目录以及医保范围的扩充使得中国医药市场需求将会进一步发展壮大。

二、 行业运行情况

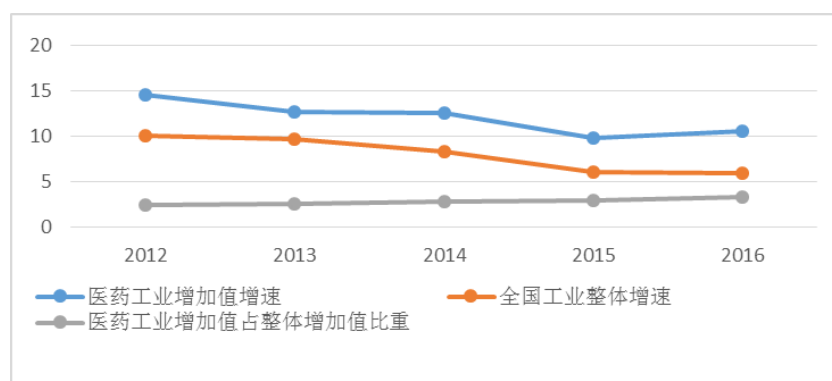
1. 行业运行概况

医药制造行业是中国乃至全球增长最快的朝阳产业之一，进入二十一世纪以来，中国医药制造行业始终保持高于国民经济的发展速度，与西方发达国家相比，中国医药制造行业还处于生命周期的成长阶段，未来仍有较大成长空间。医药产品关系到国计民生，需求具有刚性，因此医药制造业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药制造行业属于技术密集型行业，新药研发十分重要，具有高投入、高风险、长周期的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，中国医药制造业保持了较高的增长速度。2001 年以来中国医药制造业总产值增速保持在 15%以上，明显高于同期 GDP 增速，受同期 GDP 增速的影响较小。

近年来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，及需求端方面人口老龄化加重、二胎政策放开，中国药品市场需求快速增长。2010 年，中国医药工业总产值突破万亿大关。在经历两年快速增长时期（增速超过 20%）后，2012 年开始，中国医药工业总产值增速逐步回落，2014 年，中国医药工业总产值 25798 亿元，同比增长 15.70%，较 2013 年增速下滑 3.09 个百分点。

工业增加值方面，2012 年以来，全国工业整体增速放缓，医药工业增加值增速整体呈下降趋势，但始终高于全国工业整体增速，位居工业全行业前列；医药工业增加值占工业整体增加值比重持续提高，医药工业对工业经济增长的贡献进一步扩大。2016 年，规模以上医药工业增加值同比增长 10.6%，增速较上年同期提高 0.8 个百分点，高于全国工业整体增速 4.6 个百分点，医药工业增加值在整体工业增加值中所占比重为 3.3%，较上年提升 0.3 个百分点。

图 7 2012 年以来中国医药工业增加值增速情况（单位：%）

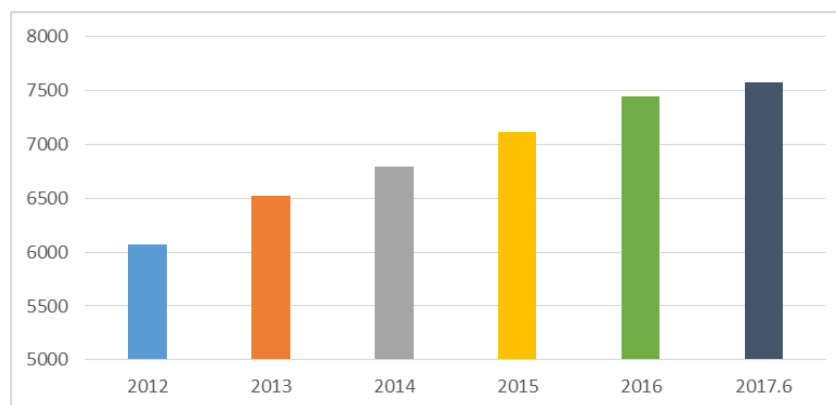


数据来源：工信部，联合资信整理

从企业数量看，2010 年以前，随着中国医药市场扩大，医药制造业企业数量快速增长，大部分规模小，竞争力弱。2011 年医药制造企业数量大幅下降，之后增速逐步趋缓。根据新版 GMP 规定：血液制品、疫苗、注射剂等无菌药品的生产应于 2013 年 12 月 31 日前达到新版 GMP 要求；其他类别药品的生产均应在 2015 年 12 月 31 日前达到新版药品 GMP 要求，未在规定时间内达到要求的不得开展生产活动。截至 2015 年底，全国规模以上医药制造企业数量为 7116 家，较 2014 年底的 6797 家增加 319 家。截至 2017 年 6 月底，规模以上医药

制造企业共计 7581 家。总体来看，尽管新版 GMP 的要求淘汰了部分小型制药企业，但随着行业扩容，企业经济效益提升，规模以上企业数量呈增长趋势，行业集中度仍然较低。

图 8 2012~2017 年 6 月底医药制造企业数量（单位：家）

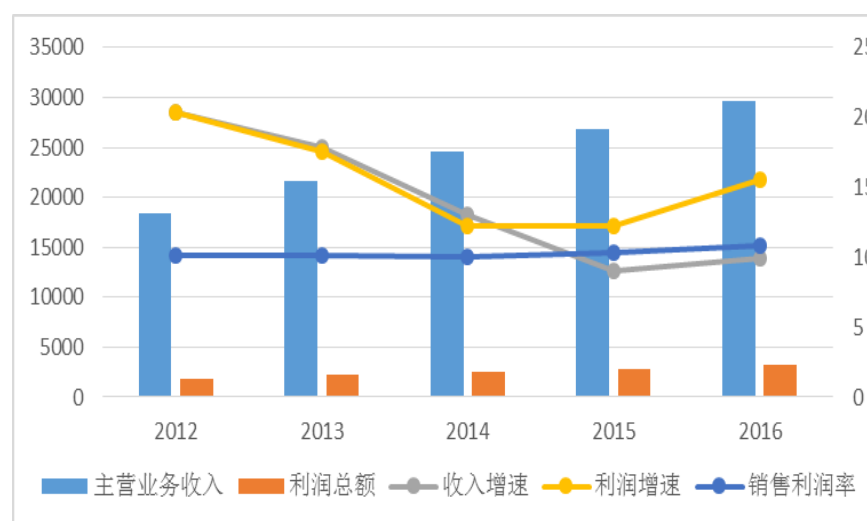


数据来源：wind 资讯

注：纳入规模以上工业统计范围的工业企业起点标准为年主营业务收入 2000 万元。

从经营情况看，2004 年以前，中国尚处于从计划经济向市场经济转变，市场对医药产品需求大，医药制造行业产能释放，行业保持高速发展，盈利能力不断增强；2004~2006 年，政府加大医药产品价格调控力度，多次大幅度降低医药产品价格，并清理商业贿赂，行业业绩增速下滑，盈利能力弱化；2007~2010 年，政府加大医疗卫生投入，医保护容，行业业绩增速快速提升，盈利能力进一步提升；2011~2014 年，医疗改革逐步深入，医保支出增速放缓，医药产品价格受到政策影响大，行业收入和利润规模增速进一步放缓；2015 年以来，政府推出多项医改政策，大病保险面向全国推广，医保控费进一步加强，药价改革取得突破，医药工业行业收入和利润增速持续放缓，药品价格面临下降压力，同时随着覆盖城乡的医保体系进一步完善，医药市场规模进一步扩容。2016 年，药品终端需求强劲，医保体系进一步健全，同时，经过一系列医改政策调整的有利驱动，医药工业收入和利润结束了连续下滑的趋势，开始企稳回升。

图9 2012年以来医药工业规模以上企业主营业务收入和利润情况（单位：亿元、%）



数据来源：工信部，联合资信整理

注：纳入规模以上工业统计范围的工业企业起点标准为年主营业务收入2000万元。

从近三年情况看，医药制造行业收入和利润规模保持持续增长，主营业务收入年均增速为9.86%，利润总额年均增速14.33%。受行业竞争程度、政策导向不同等因素影响，各子行业在收入和利润增速方面表现不尽相同。化学药品制剂制造和中成药制造增速相对缓慢，收入增速分别为9.33%和7.40%，利润增速分别为13.80%和10.97%，均低于行业平均增速；而中药饮片价格和医疗仪器设备及器械制造收入和利润增速均高于行业水平，其中医疗仪器设备及器械制造收入和利润年均增幅分别为13.78%和20.51%。

2016年，规模以上医药工业企业实现主营业务收入29635.86亿元，同比增长9.92%，实现利润总额3216.43亿元，同比增长15.57%；收入和利润增速分别较上年提高了0.90个百分点和3.35个百分点，结束了增速连续下滑的趋势。2016年，规模以上医药工业销售利润率为10.85%，较上年有所提升，高于全国工业整体水平4.88个百分点。各子行业中，收入增长最快的是医疗仪器设备及器械制造，化学原料药、中成药、制药设备的增速低于行业平均水平；利润方面，各子行业中增长最快的是化学原料药，制药设备出现负增长。

2017年上半年，医药工业规模以上企业实现主营业务收入15314.40亿元，同比增长12.39%，增速较上年同期提高2.25个百分点；实现利润总额

1686.52 亿元，同比增长 15.83%，增速较上年同期提高 1.22 个百分点。2017 年上半年，规模以上医药工业销售利润率为 11.01%，高于全国工业整体水平 3.88 个百分点。各子行业中，收入增长最快的是中药饮片加工，化学药品制剂、中成药、制药设备的增速低于行业平均水平；利润增长最快的是生物制品制造和中药饮片加工，制药设备出现负增长。

总体看，近年来医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段，医保控费对行业增长的边际冲击已有所减缓，在需求端的刺激下，2016 年起行业开始企稳回升；但从各子行业增速波动情况来看，行业开始表现出由总量增长向结构性增长转变，行业分化趋势愈加明显，预计医药制造行业 2017 年仍将延续增长态势。

表 1 近三年医药工业分行业主营业务收入、利润总额及销售利润率情况（单位：亿元、%）

	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率
化学药品原料药制造	4240.35	311.82	7.35	4614.21	351.03	7.61	5034.90	445.25	8.84
化学药品制剂制造	6303.71	733.92	11.64	6816.04	816.86	11.98	7534.70	950.49	12.61
中药饮片加工	1495.63	105.25	7.04	1699.94	123.9	7.29	1956.36	138.27	7.07
中成药制造	5806.46	597.93	10.30	6167.39	668.48	10.84	6697.05	736.28	10.99
生物药品制造	2749.77	321.84	11.70	3164.16	386.53	12.22	3350.17	420.10	12.54
卫生材料及医药用品制造	1662.32	152.39	9.17	1858.94	169.86	9.14	2124.61	191.75	9.03
制药专用设备制造	158.86	18.26	11.49	182.02	19.00	10.44	172.60	15.80	9.15
医疗仪器设备及器械制造	2136.07	219.29	10.27	2382.49	232.56	9.76	2765.47	318.49	11.52
医药工业	24553.16	2460.69	10.02	26885.19	2768.23	10.30	29635.86	3216.43	10.85

数据来源：工信部，联合资信整理

2. 主要子行业运行情况

（1）化学原料药制造

化学原料药，指用于生产各类制剂的原料药物，是制剂中的有效成份，由化学合成、植物提取或者生物技术所制备的各种用来作为药用的粉末、结晶、浸膏等，但病人无法直接服用的物质。化学原料药可分为大宗原料药、特色原料药、专科药原料药。大宗原料药的生产工艺、技术水平差别不大，产品附加值低，目

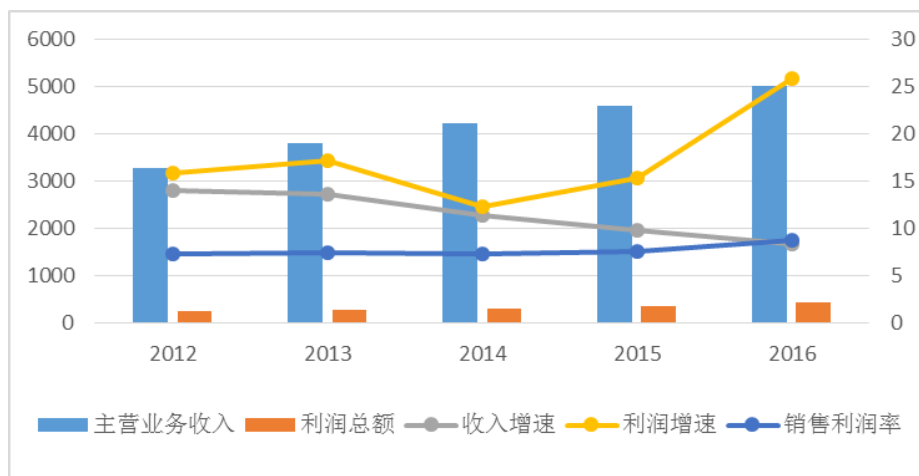
前产能整体过剩。特色原料药一般指提供给仿制药厂商仿制生产专利过期或即将过期药品所需的原料药，产品附加值较高，近年来在国内发展较快。

原料药行业是国际化整合程度较高的行业，从全球范围来看，化学原料药行业的竞争格局主要集中在五大生产区域：西欧、北美、日本、中国和印度。随着国际上大量专利药的专利权到期，叠加人均收入水平和环境要求等因素影响，中国化学原料药制造业快速崛起，凭借低廉的人力成本优势和巨大的国内市场规模优势，逐渐成为国际化学原料药市场生产的重要参与者。作为世界化学原料药的主要出口国（出口比重约占 50%），中国出口的化学原料药主要为以维生素、抗生素、有机酸和氨基酸为代表的大宗原料药，产品附加值较低；同时由于国内化学原料药产能盲目扩张，低价竞争严重，化学原料药生产企业普遍盈利能力较弱。2006 年以后，随着人民币升值以及印度化学原料药在国际市场的竞争，中国化学原料药产值增速大幅下滑，产能过剩问题日益突出，原料药增速一直低于医药工业整体增速。目前，经过多年的低价竞争，众多中小型企业被淘汰出局，目前原料药行业集中度较高，但产品生产耗能大，污染严重，产品结构仍以低端（大宗原料药）为主，且大部分原料药产能过剩严重，行业收益受国际市场波动及周期性波动影响明显，竞争激烈，盈利能力偏弱。

2012~2016 年，化学原料药制造企业收入增速连续 5 年呈现下滑；2016 年，化学原料药行业实现主营业务收入 5034.9 亿元，同比增长 8.40%，增速较上年下滑 1.43 个百分点。利润方面，化学原料药制造企业利润增速和销售利润率存在波动，尤其自 2013 年以来，随着过剩产能逐步淘汰、行业集中度不断提升，利润增速不断提高且远超收入增速，销售利润率亦自 2015 年开始表现出回升趋势；2016 年，原料药生产企业在经过企业外迁、环保治理投入、优化产品结构、改进提高生产工艺等一系列转型升级后，效益明显提升，实现利润 445.3 亿元，同比增长 25.9%，高于行业平均值 10.3 个百分点。2017 年 1~6 月，化学原料药行业实现主营业务收入 2602.06 亿元，同比增长 13.68%，实现利润总额 210.10 亿元，同比增长 4.57%。

总体看，近年来化学原料药行业整体增长乏力，产能过剩问题短期内难以改变，但随着产能淘汰以及环保压力日益加大，行业集中度不断提高，加之部分特色原料药企业获得国外仿制药厂商的认可，原料药利润增长已经快于收入增长，预计未来盈利情况会有一定改善，但仍将维持较低的盈利水平。

图 10 2012~2016 年化学原料药制造企业收入和利润情况（单位：亿元、%）



数据来源：工信部，联合资信整理

（2）化学药品制剂制造

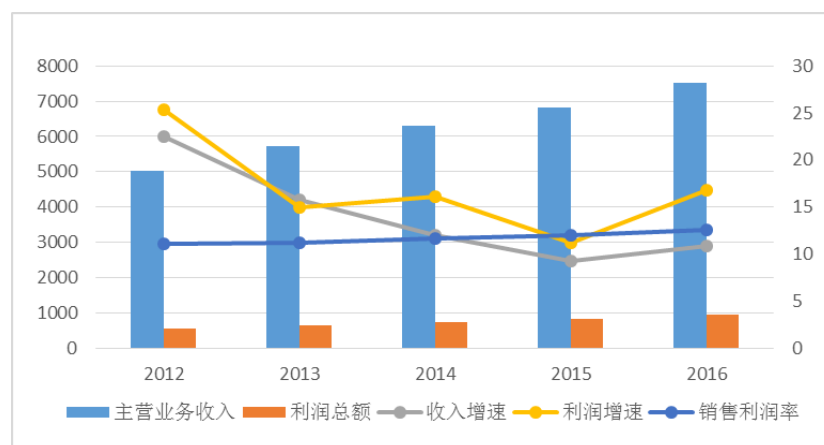
化学药品制剂属于化学原料药下游，由原料药加辅料（解决制剂成型性、稳定性、有效性等特性和剂型要求药用物料的统称）经过加工制剂工序合成后形成，可直接用于人体疾病防治、诊断。当前，中国已经具有较完整的化学药品制剂制造工业体系，生产技术和工艺水平不断提高，其中，氯霉素、咖啡因、磺胺嘧啶、维生素 B1 等产品经过不断改进工艺，技术指标显著提高；萘普生、扑热息痛、诺氟沙星等新生产工艺接近国际水平，还开发了维生素 C 二步发酵法、黄连素合成等代表性新工艺，创制新化学合成药和抗生素 60 多种，蒿甲醚、二巯基丁二酸钠等自主创新新药获得国际公认。

化学药品制剂制造是医药工业的重要组成部分，从历史情况看，化学药品制剂总体保持了与医药工业同步的增长速度。近年来，规模以上化学药品制剂制造企业收入占医药工业企业收入总额的比重始终高于 25.00%，为医药工业的第一大行业。

医保体系日益完善和下游需求保持增长推动了化学药品制剂制造行业的稳步增长，但 2012 年以来，医保限费、招标降价等一系列打击药品价格的政策推出影响了行业整体增速，2012~2015 年，化学药品制剂制造企业收入增速呈持续下滑趋势，利润增速则波动明显，营业利润率表现为小幅稳步提升。2016 年，化学药品制剂制造企业收入和利润变动趋势与医药行业相同，均表现出企稳回升的态势。2016 年，化学药品制剂制造企业实现收入 7534.70 亿元，同比增长 10.84%，实现利润 950.49 亿元，同比增长 16.81%，收入和利润增速分别提高 1.56 个百分点和 5.61 个百分点，且高于行业增速。2017 年 1~6 月，化学药品制剂制造企业实现收入 4080.48 亿元，同比增长 9.47%，实现利润 549.64 亿元，同比增长 17.42%，利润增速进一步提高。

总体看，化学药品制剂制造行业近年来增长趋缓，但利润增速仍高于收入增速，整体仍保持较强盈利能力；目前化学药品制剂结构调整仍在进行，随着新医保目录的执行、招标的推进及一致性评价的加速展开，预计行业增速将稳中有升，利润将更加向优势企业集中。

图 11 2012~2016 年化学药品制剂制造企业收入和利润情况（单位：亿元、%）



数据来源：工信部，联合资信整理

（3）中成药制造

中成药是以中草药为原料，经制剂加工制成各种不同剂型的中药制品，包括丸、散、膏、丹各种剂型。中成药制造行业是医药工业的重要组成部分，中国中成药制造行业进入 21 世纪后增长迅速，行业规模、工业化水平显著提

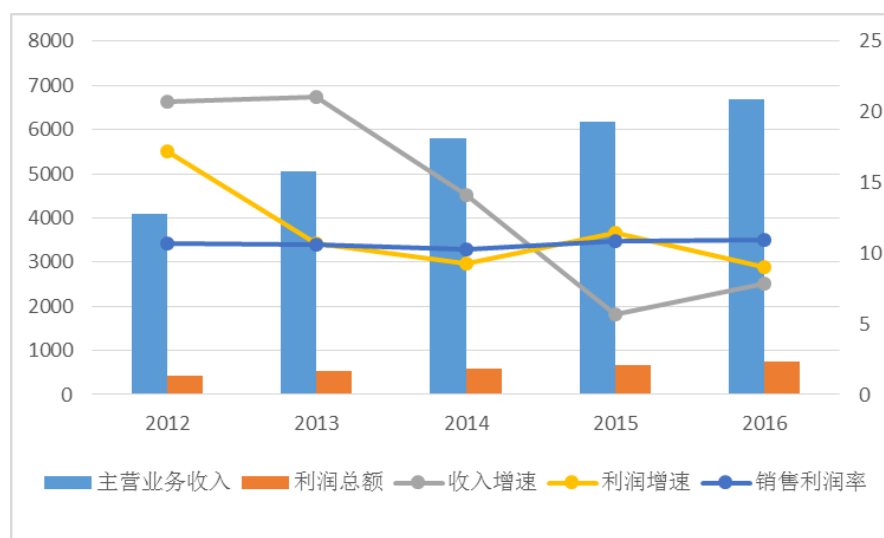
高。近年来，规模以上中成药制造企业收入占医药工业企业收入总额的比重始终高于 22.00%，比重仅次于化学药品制剂制造行业。随着中国居民人均收入不断提高，中成药产品实际消费增速加快，一方面源于医疗消费的整体推高，另一方面，人均收入提高带来的消费升级使人们更重视药物不良反应及副作用、疾病预防与保健、日常养生及滋补需求。但目前国内有超过 1600 家中成药制造企业，规模普遍较小，高技术含量与高附加值产品缺乏，低水平重复生产现象严重。

从收入和利润情况看，中成药制造行业销售收入和利润总额呈稳定增长态势，2012~2016 年复合增长率分别达到 13.20%与 13.96%。2012~2016 年，中成药制造企业收入和利润增速均呈现波动下降态势。其中 2012~2014 年，中成药制造企业收入和利润增速下滑明显，收入增速由 20.73%下降至 14.13%，利润增速由 17.20%下降至 9.29%，行业增长整体承压，但销售规模的增长仍高于利润水平的提升。近两年，中成药制造行业收入和利润增幅表现有所不同，收入在 2015 年继续下降后于 2016 年触底反弹；而利润增速则于 2015 年呈现增长后于 2016 年放缓。

2016 年，中成药制造企业实现主营业务收入 6697.05 亿元，同比增长 8.59%，增速同比增加 2.37 个百分点；利润总额 736.28 亿元，同比增长 10.14%，增速小幅下滑 1.66 个百分点。2017 年 1~6 月，中成药制造企业实现主营业务收入 3339.72 亿元，同比增长 10.95%，增速较上年同期提高 2.79 个百分点，利润总额 363.63 亿元，同比增长 12.62%，增速同比明显上升。

总体看，近年来中成药制造行业收入增长速度下滑明显，利润增速在中药材价格波动以及医保政策双重影响下有所波动。尽管医改政策对中成药支持力度较大，但由于辅助用药多为中药注射剂，且上游中药材价格仍不稳定，预计未来行业内企业业绩分化将加剧。

图 12 2012 ~ 2016 年中成药制造企业收入及利润情况 (单位: 亿元、%)



数据来源: 工信部, 联合资信整理

三、 行业政策

1. 近年来重要医药政策回顾

医改是影响整个医药行业的关键因素。近年来, 新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。医疗改革涉及公立医院改革、鼓励社会办医等多项内容; 药品改革涉及药品经营监管、药品价格改革、支付体系改革等多项内容。总体看, 医药制造行业政策导向可分为生产端的去产能和消费端的调结构两大类, 品种储备、资金实力、研发能力将对企业信用水平产生重要影响。

(1) 生产端

中国大部分医药产品为仿制药, 新药研究开发能力较弱。在化学原料药领域, 虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平, 但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。从研发模式看, 中国新药研发体系以高校和科研院所为主, 而西方发达国家的新药研发以企业为主。中国制药行业企业机制尚未形成, 研发投入不足, 严重制约了中国医药制造业国际竞争力的提高。另一方

面，国内药品审评体系效率较低，注册申请积压严重，排队现象突出，进而影响企业创新的积极性。因此，中国于 2015 年起陆续出台一系列药品审批制度改革政策，主要包括临床自查、仿制药一致性评价以及药品优先审评审批。

（2）消费端

近年来，随着老龄化程度的加重和医疗费用快速增长，医保收支平衡压力逐年加大。与此同时，药价虚高、过度医疗等医疗领域暴露出来的问题，也使得国家对医疗费用的控制逐步趋严。2015 年起，国家推出的关于调整药品价格的政策包括取消药品政府定价、组织药品价格谈判、医保目录调整。总体看，在未来的一段时间，药品价格仍将承压，同时，上述政策将来带用药结构的较大调整，辅助用药（包括大部分中药注射剂、辅助类化药、能量药及营养药等）和高价药品将成为控费的重点，而临床价值高、疗效确切的药品受冲击相对较小。

表 2 2015 年以来医药制造行业主要政策

时间	政策	主要内容	影响
2015 年 2 月	国务院办公厅《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》	坚持以省（区、市）为单位的网上药品集中采购方向，实行一个平台、上下联动、公开透明、分类采购，采取招生产企业、招采合一、量价挂钩、双信封制、全程监控等措施，加强药品采购全过程综合监管，切实保障药品质量和供应；鼓励地方结合实际探索创新，进一步提高医院在药品采购中的参与度	有利于破除以药补医机制，加快公立医院特别是县级公立医院改革，降低药品虚高价格，减轻人民群众用药负担，预防和遏制药品购销领域腐败行为，抵制商业贿赂，推动药品生产流通企业整合重组、公平竞争，促进医药产业健康发展
2015 年 4 月	食品药品监督管理局《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》	对信息服务备案、互联网食品药品经营者、第三方交易平台经营者等给出经营要求和监督管理规范	鼓励医药流通电商化，提升了企业开展互联网药品经营的积极性，推动医药电商企业快速扩容
2015 年 5 月	国务院办公厅《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	充分发挥公立医院公益性质和主体作用，切实落实政府办医责任，着力推进管理体制、补偿机制、价格机制、人事编制、收入分配、医疗监管等体制机制改革；统筹优化医疗资源布局、构建合理就医秩序、推动社会办医	药占比进一步下降利好零售和批发终端；用药结构会面临调整，医疗服务价格有望提升；医疗信息化程度加深

2015 年 5 月	发改委、卫计委、人社部等《关于印发推进药品价格改革意见的通知》	2015年6月1日起取消绝大部分药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成	原享有单独定价的高价基药企业会受到影响，竞争可能会使其降低价格以便通过招标
2015 年 7 月	食品药品监督管理局《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》	要求1622个已申报并待审的药品注册申请人按照相关要求对照临床试验方法，对已申报生产或进口的待审药品注册申请药物的临床试验数据开展自查，确保临床实验数据真是、可靠，相关证据保存完整	有利于解决药品申请注册挤压问题，鼓励创新药研究，同时加剧企业间分化
2015 年 8 月	国务院《关于改革药品医疗器械审批制度的意见》	全面启动药品审批制度的改革以解决药物临床试验“申报难审批易”等顽疾，同时也将对创新药实行特殊审评审批制度	加快新药上市速度，有利于提高行业整体研发能力
2015 年 10 月	国务院办公厅《关于第一批取消62项中央指定地方实施行政审批事项的决定》	涉及医疗领域的项目包括取消基本医疗保险定点零售药店资格审查	有利于品牌连锁药店跨省拓展及业绩增长，业内整合重组将更加频繁
2016 年 2 月	国务院办公厅《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》	到2020年，实现人人基本享有中医药服务，中医药产业成为国民经济重要支柱之一；到2030年，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强，对经济社会发展作出更大贡献	首次在国家层面编制中医药发展规划，标志着中医药发展已列入国家发展战略
2016 年 2 月	食品药品监督管理局《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》	从细则上对有限审批制度进行划分，重点支持三大类药物（新药、临床急需或质量疗效明细改进）的优先审批，规定17种情形可以进行优先审评	加快新药上市速度，有利于提高行业整体研发能力
2016 年 3 月	国务院办公厅《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》	化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价；国家基本药物目录（2012年版）中2007年10月1日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在2018年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在2021年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不再注册	有利于提升中国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性，促进医药产业升级和结构调整，增强国际竞争能力
2016 年 4 月	国务院办公厅《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》	综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”，鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款，药品生产企业与配送企业结算配送费用，压缩中间环节，降低虚高价格	有利于控制药品价格虚高，促进药品流通市场健康发展
2016 年 6 月	卫计委《关于尽快确定医疗费用增长幅度的通知》	各省（区、市）制定当地年度医疗费用增长幅度，力争2017年底之前全国医疗费用增长幅度降到10%以下	未来医药控费将从严并逐步渗透，行业增速可能继续放缓

2017 年 2 月	国务院办公厅 《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	健全药品价格监测体系，促进药品市场价格信息透明；食品药品监管部门牵头启动建立药品出厂价格信息可追溯机制，建立统一的跨部门价格信息平台，做好与药品集中采购平台（公共资源交易平台）、医保支付审核平台的互联互通，加强与有关税务数据的共享	降低药品价格、完善医疗机构绩效工资制度，推动医药卫生体制改革向纵深发展
2017 年 2 月	人社部《人力资源社会保障部关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2017年版)的通知》	西药和中成药部分共收载药品2535个，较2009年版目录增幅约15.4%，其中西药部分1297个，中成药部分1238个(含民族药88个)；经过专家评审同步确定了45个拟谈判药品，均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品	对辅助用药限制明显，对中成药、儿童用药、创新药和高质量仿制药有所倾斜，有利于支持临床用药技术进步、促进医药产业创新发展

资料来源：联合资信整理

2. 仿制药一致性评价是对中国医药制造企业研发质量的检验，对资金实力和研发能力提出了很高要求，将加速行业集中度提升

仿制药是与原研药具有相同的活性成分、剂型、给药途径和治疗作用的药品。开展仿制药质量和疗效一致性评价（以下简称“仿制药一致性评价”）工作，要求已经批准上市的仿制药品，要在质量和疗效上与原研药品能够一致，临床上与原研药品可以相互替代。2015 年 8 月，国务院启动药品医疗器械审评审批制度改革，其中推进仿制药一致性评价是改革的重点任务之一。2016 年 3 月 5 日，国务院办公厅发布《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》（以下简称“《意见》”），标志着中国已上市仿制药一致性评价工作全面展开。

《意见》明确了仿制药一致性评价的对象和时限：（1）化学药品新注册分类实施前¹批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价；（2）国家基本药物目录（2012 年版）（以下简称“基药目录”）中 2007 年 10 月 1 日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在 2018 年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在 2021 年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册；（3）化学药品新注册分类实施前批准上市的其他仿制药，自首家品种通

¹2016 年 3 月 4 日发布。

过一致性评价后，其他药品生产企业的相同品种原则上应在 3 年内完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册。

为鼓励医药制造企业开展一致性评价工作，《意见》还从医保支付和集中采购方面提出，通过一致性评价的药品品种，在医保支付方面予以适当支持，医疗机构应优先采购并在临床中优先选用；同品种药品通过一致性评价的生产企业达到 3 家以上的，在药品集中采购等方面不再选用未通过一致性评价的品种。

初步统计，2007 年 10 月前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，在基药目录中有 289 个品种、17740 个批准文号或注册证号，涉及 1817 家国内生产企业、42 家进口药品企业。联合资信在对相关医药制造企业的尽职调查中了解到，目前一个一致性评价项目的成本在人民币 600 万元以上，这对医药制造企业的资金实力提出了很高要求。289 个品种内的药品多为片剂、胶囊，且属于基药，这类药品数量众多、竞争充分，部分药品利润空间已经有限，高额的一致性评价费用可能使得部分资金实力薄弱的医药制造企业被淘汰。另外，一致性评价在时间的要求上十分紧迫，除了《意见》给出的 2018 年底、2021 年底、3 年三个影响药品注册的时间点外，由于“同品种药品通过一致性评价的生产企业达到 3 家以上的，在药品集中采购等方面不再选用未通过一致性评价的品种”，医药制造企业只有尽快通过一致性评价，才能在招标采购中抢占先机。此外，由于《意见》明确了通过一致性评价的药品将在医保支付方面得到支持，医疗机构将优先采购通过一致性评价的药品，在目前招标限价的大背景下，确立先发优势才能奠定市场基础，未通过一致性评价的药品则很难在销售上实现突破。

另外，仿制药一致性评价对药品总量也将产生深远影响。以持有文号生产企业总量最多的药品复方磺胺甲噁唑片为例，截至 2017 年 5 月 23 日，目前持有文号的生产企业总量为 782 家，放弃评价的企业数量为 391 家，待定的企业数量为 41 家，已经开展评价的企业数量为 109 家。可见，仿制药一致性评价为中国药品市场创造了自发遴选机制，未来市场上大量“僵尸文号”会逐步清除。

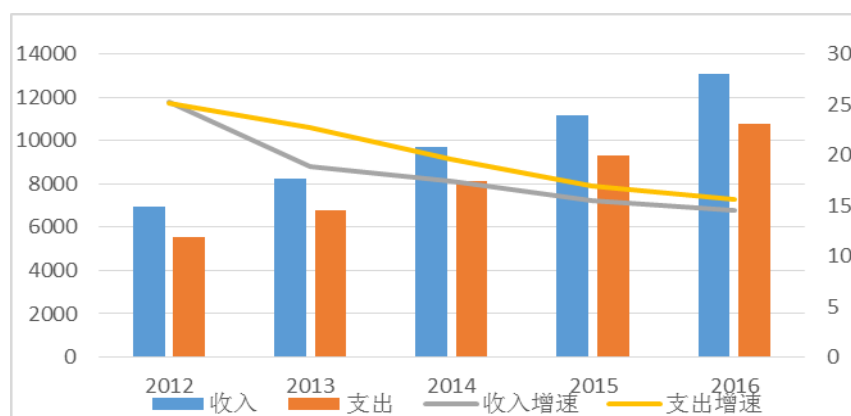
总体看，仿制药一致性评价的目的在于保障药品的安全性和有效性、促进医药产业升级和结构调整，也是对中国医药制造企业研发（仿制）质量的检验。对于资金实力雄厚、研发能力强且质量管理完善的医药制造企业来说，完成一致性评价的可能性更大、时间更短，进而将在医保支付和招标采购中受益。通过企业和产品的优胜劣汰，医药制造行业的集中度将得到进一步提升。

3. 医保支付压力尚存，辅助用药使用受限，2017 年医保目录调整对中成药、儿童用药、创新药和重大疾病治疗用药有所倾斜，将加剧企业间分化

（1）医保支付面临收支压力

作为社会保障事业的重中之重，国家不断加强对医疗事业的支持。2009 年起，国家开始实行“三年医改行动”，三年间累计投入超过 8500 亿元，也为医药行业过去几年实现加速增长提供了增量资金。近年来，医保覆盖范围扩容叠加需求端的增长，全国城镇基本医疗保险基金支出持续增长。2013 年，全国城镇基本医疗保险基金首次呈现出支出增速高于收入增速的态势，且持续至今，但各项调控政策使得差距逐步收窄。2016 年，全年城镇基本医疗保险基金总收入 13084 亿元，支出 10767 亿元，分别比上年增长 15.6% 和 14.5%。由此可见，医保控费初见成效，但医保支付压力仍然存在，包括医保目录调整、医保支付标准的制定、招标限价及药品流通领域“两票制”等在内的各项医保控费措施仍为行业常态。

图 13 2012 年以来城镇基本医疗保险基金收支及增速情况（单位：亿元、%）



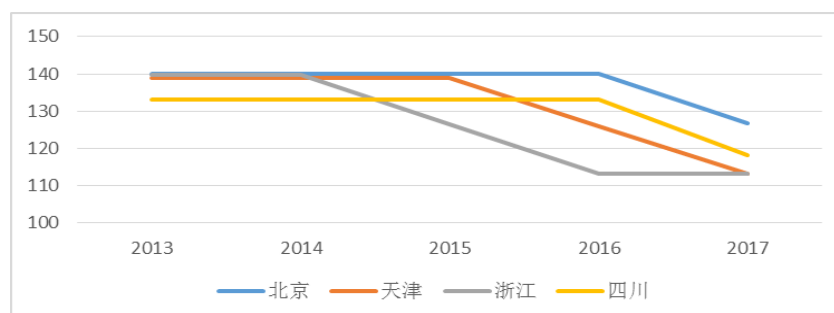
资料来源：联合资信整理

（2）辅助用药适用受限

辅助用药目前并没有严格的划分标准，各地实践中主要采取专家共识或者消耗医保资金占比情况等指标做区分。目前安徽、江苏、四川、云南、内蒙古、广西和北京等地区已公布了辅助用药/重点监控目录，而被各地高频列入的品种多为国家医保/省增补医保目录品种。

以医保乙类品种参芪扶正注射液为例，目前该品种已被 5 省份纳入辅助用药范围，将实行重点监控。2009 版医保目录并未对参芪扶正注射液的报销适用范围加以限制，而 2017 版医保目录将其适用范围限制为“限与肺癌、胃癌放化疗同步使用”，这意味着适用范围之外产生的药品费用，医保基金不予支付。价格方面，以丽珠集团利民制药厂生产的参芪扶正注射剂为例，其在北京、天津、浙江、四川等省份 2017 年新中标价格均低于以往中标价格。

图 14 近年来参芪扶正注射液部分省市中标价格情况（单位：元）



资料来源：联合资信整理

(3) 医保目录调整

2017 年 2 月，人社部印发新版《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2017 年版)》（以下简称“新版医保目录”）。新版医保目录共收载西药和中成药 2535 个，较 2009 年版增加了 384 个，增幅 17.85%，其中西药部分 1297 个，增加 133 种（增幅 11.43%），中成药部分 1238 个（含民族药 88 个），增加 206 种（增幅 19.96%）；中药饮片部分未作调整，仍沿用 2009 年版药品目录的规定。对比 2009 年和 2017 年两版医保目录品种总数和西药、中成药占比的变化可以看出，2017 版医保目录调整总量较多，医保目录覆盖范围扩容明显；中成药部分增加数量超过西药部分，占总量的比重基本与西药持平，也体现了国家对中成药的政策性倾斜。

表 3 新旧医保目录基本情况对比（单位：个）

版本	品种总数		西药品种	中成药（含民族药）品种
2009 年版	2196		1164	1032
2017 年版	2535		1297	1238

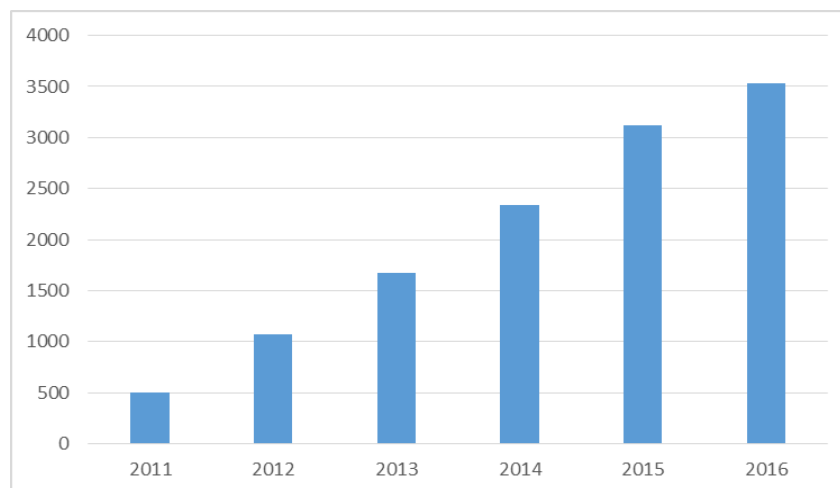
资料来源：联合资信整理

除加强对中成药的支持力度外，本次医保目录调整对儿童用药、创新药、重大疾病治疗用药给予了更多关注。儿童用药中，新增了 91 个品种，明确适用于儿童的药品或剂型达到 540 个。创新药方面，本次调整将 2009 年后上市的新药作为重点评审对象，并对其中的创新药进一步倾斜，2008 年至 2016 年上半年批准的创新化学药和生物制品中绝大部分都被纳入了 2017 年版药品目录范围或谈判药品范围。考虑重大疾病治疗药物方面，治疗癌症、重性精神病、血友病、糖尿病、心脑血管疾病等重大疾病的常用药品基本被纳入了药品目录或谈判药品范围。

2017 年 7 月，人社部公布通过谈判纳入医保目录乙类范围的 36 个药品名单，并同步确定了这些药品的医保支付标准。上述 36 个药品均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品，其中包括 19 个抗肿瘤药品、7 个心脑血管药品，进一步加强对重大疾病治疗用药的保障。谈判成功的药品价格降幅较高，部分药品价格降幅高达 60%。

医保基金是药品市场最大的购买力。在招标中标之前，进入医保目录是药品放量的前提。以正大天晴生产的润众（恩替卡韦分散片）为例²，根据公开数据，其 2011 年销售额为 4.97 亿港元，2016 年销售额高达 35.34 亿港元，年复合增速达 48.04%。

图 15 润众（恩替卡韦分散片）近年来销售收入（单位：百万/港币）



资料来源：联合资信整理

总体看，中国医保收支压力尚存，在医保控费仍为行业常态的大背景下，辅助用药销售或将受阻，临床价值高的中成药、儿童用药、创新药、重大疾病治疗用药将借助医保目录的调整迎来放量。

四、 行业关注

1. 行业集中度低，兼并重组步伐加快

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低。中国的制药企业在 20 世纪 80 年代初期只有 800 余家，截至 2017 年 6 月底已接近 7600 家，市场较为分散。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右（不包含医药综合类企业），与全球医药巨头 400~500 亿美元的业绩相比差距甚远。此外，中国医药生产企业数量众多，品

²恩替卡韦系 2009 年版和 2017 年版医保目录乙类品种。

种雷同现象普遍，部分产品产能过剩。总体看，医药制造行业也面临“去产能”和“调结构”，近年来，行业内监管趋严，政策调控力度加大，行业内资源不断向优势企业集中。为实现规模化生产、获得优势品种、拓宽销售网络，整合并购将成为提高行业集中度的重要手段，预计未来行业集中度将有所提高。与此同时，企业在兼并重组过程中存在一定整合风险和商誉减值风险，一旦整合不达预期，较易发生计提商誉减值情形。

2. 环保要求日益增强

化学原料药生产是被环保部重点监测的行业之一，国家对于环境治理与调控会对化学原料药制造行业造成较大的影响。随着环保标准的不断提升和治理压力的加大，限产、停产的现象从偶发转向多发，2015年，受停限产影响，青霉素、硫红霉素等原料药产量下降20~30%，一些化学原料药大省的医药工业销售收入增速进一步下滑，甚至出现负增长；2016年，京津冀地区因雾霾红色预警造成地区性多次停产，给企业的正常生产经营带来不利影响。

中国是化学原料药生产大国，尤其是发酵类药物产品的产能产量位居世界第一，现在全球70%~80%的原料药在中国生产，且中国大部分化学原料药生产能耗较大、环境污染严重、附加值较低。原料药生产过程中产生的废气、废水、废渣量大，废物成分复杂，对于环境和人体健康危害都比较严重，但“三废”的治理难度大，投资大，运行成本高。新《环保法》2015年起正式实施，企业事业单位和其他生产经营者违法排放污染物，受到罚款处罚，被责令改正，拒不改正的，依法作为处罚决定的行政机关可以从责令改正之日的次日起，按照原处罚数额按日连续处罚，这一处罚，将极大地提高违法成本。新《环保法》还增设了治安处罚和连带责任，针对未批先建又拒不改正、通过暗管排污逃避监管等违法企业责任人，引入治安拘留处罚，构成犯罪的，则依法追究刑事责任。同时，环境影响评价机构、环境监测机构以及从事环境监测设备和防治污染设施维护、运营的机构，在有关环境服务活动中弄虚作假、对造成的环境污染和生态破坏负有责任的，应当与其他责任者承担连带责任。国家对环保监管力度越来越大，鼓励创新增加新媒体及微信举报方式，促使企业加

大环保治理力度，达标排放。要彻底改变化学原料药高污染的发展模式，除了提高“三废”处理能力，更需要改变的是全过程的生产方式，比如对全过程进行审核研究，实施清洁生产等。

3. 研发实力较弱，政策加速企业分化

药品的研发周期长、风险高、投资大。据统计，2016 年全球医药研发投入达 1454 亿美元，2012 年到 2016 年的年复合增长率为 2.4%。中国医药行业研发起步较晚，发展初期技术能力不足，研发投入较少，目前处于以仿制为主到仿创结合的阶段，仿制药比例高达 96%，新药研究开发能力较弱。中国药企在研发方面如此匮乏，主要是由于缺乏创新药物的研发能力和完整的开发链，产品重复申报情况突出，导致企业同质化现象严重，处于无序竞争状态，企业利润空间有限，难以投入高额资金用于新药研发。以化学原料药为例，虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。近年来，中国医药研发取得了较快发展，一方面由于肿瘤、心脑血管、糖尿病等重大疾病逐渐成为威胁国民健康最主要的疾病，市场对疗效好、价格优的新药提出了迫切需求；另一方面，中国新药研发环境显著改善，研发领域的支持政策密集发布。2016 年中国医药研发投入 107 亿美元，占同期全球医药研发投入总金额的 7.4%，同比提高 0.9 个百分点。随着中国药企研发实力的提升和政府对仿制药监管的加强，中国医药研发投入会持续增加。在研发成本增加的压力下，同时受到研发人才限制的影响，目前中国新药研发体系仍以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。在研发竞争愈发激烈的大环境下，近年来中国医药研发生产外包服务市场发展较快，研发生产外包能够有效降低产品开发的成本，提升公司研发效率。

2015 年以来，临床数据自查、仿制药一致性评价、药品优先审批等政策的出台为医药制造行业带来了机遇和挑战，在提高药品研发壁垒和质量的同时，也促使行业更加规范化和集中化，促进行业的优胜劣汰。

4. 药品降价

2014 年起，随着各省份基药招标开始，全国基药招标围绕着“降价”这一主旋律推进。广东、福建、重庆等省份及直辖市都采用“最低价”的中标规则，吉林、湖南等地降价也是主要趋势，新版基药目录实施以来，新进目录基药价格均有一定降幅，个别省份创出历史新低。

2014 年 11 月 25 日，国家发改委下发《推进药品价格改革方案（征求意见稿）》（以下简称“《方案》”），欲取消药品最高零售限价，通过医保控费和招标采购，由市场竞争形成药品价格。根据《方案》，从 2015 年 1 月 1 日起，国家拟取消药品最高零售限价或出厂价格。2015 年 5 月，发改委联合卫生计生委、人社部、财政部、商务部、工信部、食品药品监管总局等部门共同推出《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，从 2015 年 6 月 1 日起取消绝大部分药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成，其中对专利药、独家生产药品建立多方参与的谈判机制形成价格；对医保目录外的血液制品、国家统一采购的预防免疫药品、国家免费艾滋病抗病毒治疗药品和避孕药具，通过招标采购或谈判形成价格；麻醉药品和第一类精神药品，仍暂时实行最高出厂价格和最高零售价格管理。2015 年 10 月，卫计委等 16 个部门建立了协调机制，组织开展首批国家药品价格谈判试点工作，谈判主要针对的是国内专利药品和独家生产药品。2016 年 5 月 20 日，国家卫计委公布了首批国家药品价格谈判结果，其中慢性乙肝一线治疗药物“替诺福韦酯”、非小细胞肺癌靶向治疗药物“埃克替尼”和“吉非替尼”与此前公立医院的采购价格相比，谈判价格降幅均在 50%以上。

从长期看，中国将着手从体制上解决药品价格虚高的问题，并进行了积极探索，预计未来药品价格将呈现下行趋势，对一些价格高昂的专利药和独家品种，预计价格将有较大降幅。

五、 行业发展

总体看，未来医药制造行业仍将保持稳定增长的态势，政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求，同时，随着生产端去产能和消费端调结构的各项政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，环保与药品安全强化，具备资金优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升。对于有新产品纳入新版医保目录的医药制造企业来说，销售增长可期；两票制、医药分家、阳光采购等医药流通领域的政策有可能传导至上游制造行业，为做大收入同时提高终端控制力度，医药综合类企业可能将加快医药流通业务的布局。从中期看，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。

六、 医药制造行业债券市场信用分析

1. 债券发行市场分析

(1) 发行概况

2016 年，医药制造行业共 58 家发行主体发行了 130 支债券³，发行规模 1150.69 亿元；发行主体数量同比增加 14 家，发行债券数量同比增加 53 支，发行规模是上年的 195.00%。从发行方式看，公募和私募方式发行数量分别为 108 支和 22 支，发行规模占比分别为 94.47%和 5.53%，公募发行规模占比同比提高 9.06 个百分点。从发行主体信用等级分布来看，除 22 支私募债券无主体评级外，其余 108 支债券信用等级集中分布在 AA+和 AA，分别有 45 支和 40 支，发行规模分别为 428.50 亿元和 254.50 亿元。

2017 年 1~8 月，医药制造行业共 30 家发行主体发行了 69 支债券，发行规模 548.50 亿元，数量同比减少 16 支，发行规模同比下降 23.40%。从发行方式看，公募和私募方式发行数量分别为 59 支和 10 支，发行规模占比分别为

³统计标准为 wind 行业分类。

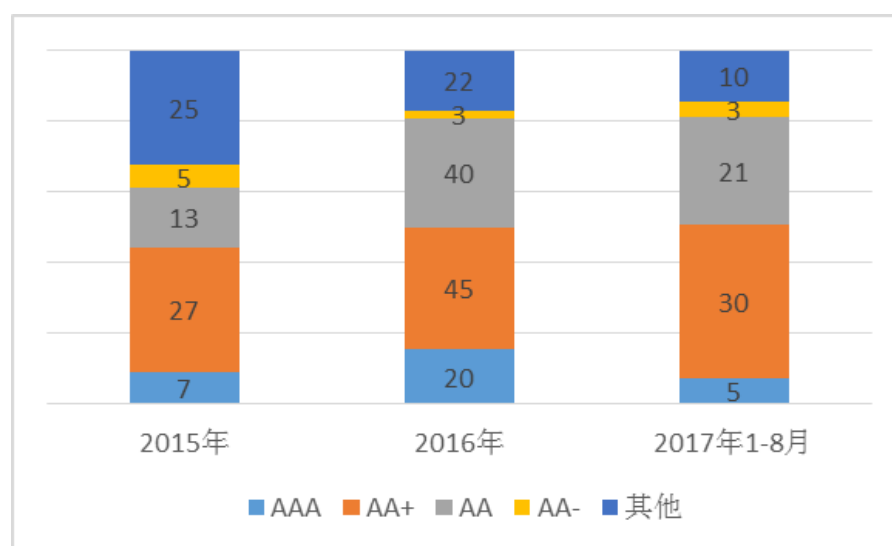
90.59%和 9.41%。从发行主体信用等级分布来看，59 支公募债券信用等级仍然集中分布在 AA+和 AA，其中 AA+信用等级 30 支，发行规模为 267.50 亿元，AA 信用等级 21 支，发行规模为 128.90 亿元。

表 4 2015 年、2016 年及 2017 年 1~8 月医药制造行业发行债券概况

项目	2015 年	2016 年	2017 年 1-8 月
发行主体（家）	44	58	30
发行数量（支）	77	130	69
发行规模（元）	590.10	1150.69	548.50

数据来源：wind 资讯，联合资信整理

图 16 2015 年、2016 年及 2017 年 1~8 月医药制造行业发行债券主体信用等级分布情况（单位：支）



数据来源：wind 资讯，联合资信整理

注：其他中包含无主体信用等级的私募债及主体信用等级为 AA-以下的公募债。

表 5 2015 年、2016 年及 2017 年 1~8 月医药制造行业发行债券规模信用等级分布占比情况（单位：%）

信用等级	2015 年	2016 年	2017 年 1-8 月
AAA	23.72	34.15	16.88
AA ⁺	47.79	37.24	48.77
AA	9.91	22.12	23.50
AA-	3.73	0.96	1.46
其他	14.84	5.53	9.41
合计	100.00	100.00	100.00

数据来源：wind 资讯，联合资信整理

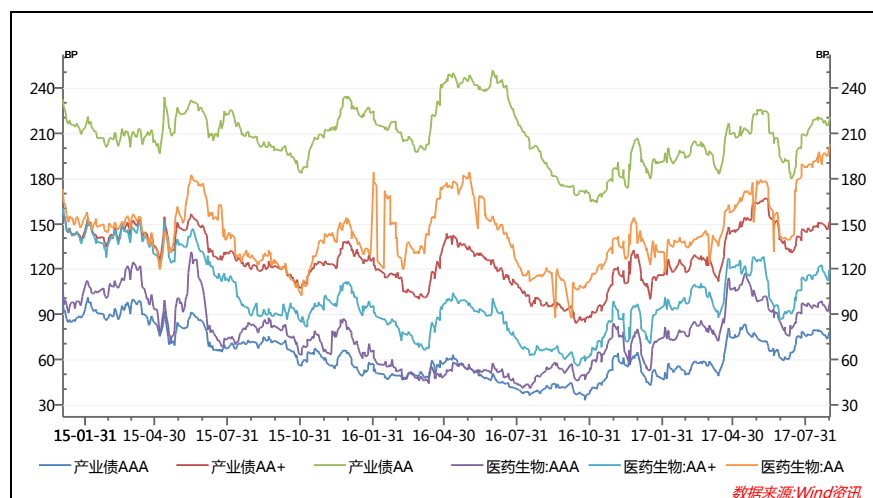
总体看，2016 年以来医药制造行业债券发行市场愈加活跃，债券供给端继续放量，不仅发行数量及规模均较 2015 年有大幅提升，行业在公募市场的认可度亦不断提高；但受资金面紧张影响，进入 2017 年后增速有所放缓，且主体信用等级为 AA⁺的债券发行规模占比有所提高；随着发行主体数量的增长，AA 信用等级发行数量及规模占比明显提高。

（2）利差分析⁴

为便于比较分析，此处选取兴业研究信用债利差指数-医药生物行业与兴业研究信用债利差指数-产业债作为分析指标。2016 年，医药生物行业各信用等级利差区间及均值均低于 2015 年，但 AA 信用等级利差区间的差值大于 2015 年。2016 年，除 AAA 信用等级利差区间及平均值均高于同信用等级产业债利差水平外，AA⁺和 AA 信用等级利差区间及平均值均低于同信用等级产业债利差水平。2017 年 1~8 月，医药生物行业各信用等级利差区间和均值均高于 2016 年，同时，AAA 信用等级利差区间及平均值仍表现出了高于同信用等级产业债利差水平。此外，不同信用等级医药生物行业利差水平与全部产业债利差水平的差距随信用等级降低而加大，AA⁺及 AA 信用等级医药生物行业利差水平均值低于相同信用等级产业债。

⁴此处分析的是二级市场收益率。

图 17 2015 ~ 2017 年 8 月底全部产业债和医药生物行业产业债利差比较



资料来源：兴业研究信用债利差指数，联合资信整理

表 6 2016 年全部产业债和医药生物行业产业债利差情况（单位：bp）

主体信用等级	2015 年产业债		2015 年医药生物行业		2016 年产业债		2016 年医药生物行业	
	区间	平均值	区间	平均值	区间	平均值	区间	平均值
AAA	[53.94, 101.28]	77.12	[63.27, 130.99]	90.08	[33.16, 65.18]	48.67	[40.72, 83.79]	55.61
AA+	[107.40, 160.32]	133.97	[81.51, 159.89]	119.61	[83.74, 143.69]	113.01	[55.50, 105.60]	80.71
AA	[183.47, 234.57]	211.17	[102.19, 182.02]	142.39	[164.10, 251.51]	209.17	[87.50, 184.25]	138.63

资料来源：兴业研究信用债利差指数，联合资信整理

表 7 2017 年 1 ~ 8 月全部产业债和医药生物行业产业债利差情况（单位：bp）

主体信用等级	产业债		医药生物行业	
	区间	平均值	区间	平均值
AAA	[42.93, 83.34]	64.26	[52.61, 117.29]	87.02
AA+	[99.88, 166.64]	135.70	[70.16, 128.32]	104.44
AA	[179.78, 225.82]	202.61	[117.49, 202.43]	155.92

资料来源：兴业研究信用债利差指数，联合资信整理

2. 信用等级分布情况

截至 2017 年 8 月底，医药制造行业有存续债券的发行主体合计 54 家⁵，从细分行业分布上看，主要集中在中药和化药子行业，分别为 18 家和 26 家；从信用等级分布看，主要集中在 AA+和 AA，分别有 20 家和 21 家。

表 8 医药制造行业发行主体信用等级分布情况（单位：家、%）

细分行业	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	合计	占比
中药	4	7	7	0	0	18	35.09
化药	1	11	10	3	1	26	47.37
生物制药	1	1	0	1	0	3	5.26
医疗器械	0	1	4	2	0	7	12.28
合计	6	20	21	6	1	54	100.00

资料来源：wind 资讯，联合资信整理

注：统计标准为联合资信行业分类。

医药制造行业中 AAA 信用等级对股东背景有一定要求，绝大部分为国有企业，大部分优质发行主体集中在 AA+信用等级。医药制造行业发行主体数量的增加主要来自 AA 信用等级，这类发行主体多为上市公司，规模偏小，但在细分领域具备一定优势，盈利能力较强，财务弹性较好。2016 年以来，医药制造行业新增发行主体 13 家，其中新增 AAA 信用等级发行主体 2 家、AA+信用等级发行主体 2 家、AA 信用等级发行主体 6 家、AA-信用等级发行主体 3 家。

3. 级别迁徙分析

2016 年以来，医药制造行业发展整体稳中向好，未发生严重风险事件，且目前该行业发行主体的级别集中于 AA+和 AA，级别迁徙不明显。2016 年至今，共发生 2 例主体级别上调、1 例主体级别下调及 1 例评级展望调整，级别上调的发行主体是江苏必康制药股份有限公司和浙江仙琚制药股份有限公司，级别

⁵ 吉林神华集团有限公司、江西江中制药（集团）有限责任公司、重庆新禹投资（集团）有限公司仅存续私募债且财务数据不可得，故未将上述发行主体纳入 54 家样本中；新增发行主体中，美年大健康产业控股股份有限公司主营业务为体检，为了便于统计，将其纳入医疗器械子行业中。

下调的发行主体是云南沃森生物技术股份有限公司，评级展望调整的发行主体是康美药业股份有限公司。

表 9 2016 年以来发行人主体信用等级变动情况

发行人	信用等级调整	最新信用等级
云南沃森生物技术股份有限公司	下调	A/负面
浙江仙琚制药股份有限公司	上调	AA/稳定
江苏必康制药股份有限公司	上调	AA+/稳定
珠海联邦制药股份有限公司	上调	AA/稳定
康美药业股份有限公司	评级展望调整为正面	AA+/正面

资料来源：wind 资讯，联合资信整理

4. 财务指标分析

从各项财务数据及指标的中值来看，医药制造企业各信用等级之间在资产负债、收入利润规模上分界线明显；同时，医药制造企业主业盈利能力强，资产负债率也整体表现出随信用等级的提升而下降的趋势。其中 AAA 信用等级资产总额的均值较 AA+ 差异不大，主要系该信用等级序列中中国生物技术股份有限公司资产总额略小，但其拥有领先的行业地位和很高的细分市场份额。此外，AA+ 信用等级营业利润率中值略低而资产负债率中值略高，主要系该信用等级序列中包含部分集团性企业，其收入构成中利润水平较低的医药流通业务占一定比重，且发挥了投资性功能，债务规模较大，整体看，医药制造行业发行主体的级别序列较为准确地体现了发行主体在资产、权益规模和收入、利润水平上的差异，其中 AAA 和 AA+ 信用等级之间、AA+ 和 AA 信用等级之间财务数据及指标均有较大的差异，营业收入和利润总额的差异尤为明显；AA 和 AA- 信用等级之间的差异略小。

表 10 医药制造行业不同信用等级发行主体财务数据及指标中值（单位：亿元、%）

信用等级	资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额	营业利润率	资产负债率
AAA	257.22	153.27	174.13	23.14	41.55	42.54
AA ⁺	213.43	101.05	98.25	12.73	39.25	49.73
AA	72.81	37.65	30.82	4.81	44.73	46.25
AA ⁻	50.48	23.61	14.61	2.63	46.85	59.94

资料来源：wind 资讯，联合资信整理

注：由于 A+信用等级发行主体只有一家，表中不再列示。

七、 结论

2016 年以来，中国医药制造行业保持稳定增长态势，且结束了连续增速放缓的时期，行业增长迎来触底回升。生产端去产能和消费端调结构的相关政策逐步落地，使目前医药制造行业正在由总量增长向结构性增长转变，行业集中度不断提升，行业分化趋势愈加明显，主要表现在仿制药一致性评价对中国医药制造企业的资金实力和研发能力提出了很高要求，医保目录调整对中成药、儿童用药、创新药和重大疾病治疗用药有所倾斜。2016 年医药制造行业发债数量和发行规模达到新高。随着发行主体数量的增加，发行主体主业盈利能力仍处于较高水平，资产负债率整体较为合理，行业整体信用风险较低。联合资信对医药制造行业的评级展望为稳定。