

带量采购：祸福相依，危机并存

——“大医保”动态跟踪系列报告之三

行业动态

◆事件：

近期，国家将联合北上广深、沈阳、大连等 11 个城市（4+7），对通过质量和疗效一致性评价（含视同）的仿制药对应的通用名药品中遴选 33 个试点品种，由国家组织进行药品联合集中采购试点。

◆点评：

医保局主导带量采购，建议对降价压力适度乐观。国家医保带量采购办法脱胎于上海 GPO，基本思路是提升医保对药品采购使用的影响，取消质量分层，加剧竞争，以量换价，最终达到让医保基金降低总体用药花费的效果。带量采购优先级：质量>供应>价格，并非简单价格战。参考美国和日本经验，药品价格降幅与竞争者数量和现有价格体系紧密相关，本次带量采购总体降价压力不大。

带量采购重构行业竞争要素，加速药品更新周期，远期利好研发型药企和 CRO。目前政策细则仍具有较大不确定性，主要体现在全国价格联动、带量采购价格逐年变动、医务人员激励等方面。但相对较确定的是：1) 原研药可能主要着眼于剩下的 30% 销量；2) 产能充足、规格齐全、自供原料药、招商模式的优质仿制药企业相对受益。远期来看，带量采购重构行业竞争要素，加速药品更新周期，倒逼企业加强研发、提高经营效率、追求成本优势，远期利好优质研发型药企、CRO。

本次带量采购涉及 33 个品种，对不同企业影响具体分析请参见第三章。

上海经验：加速了优质企业脱颖而出。上海 GPO 质量为先，保证供应稳定性下考虑价格，加速了优质企业脱颖而出。京新药业的瑞舒伐他汀即主要依靠供应稳定性和主规格价格优势中标。具体表现为：进口替代加速，质量达标、供应稳定、产品线齐全的企业优势明显。

投资建议：国家医保局作为非盈利性的国家机构，政策导向不会压制行业整体增速，更多是提高医疗费用支出的效率，加速结构优化。我们看好优质制剂企业持续受益后续政策，尤其是增量逻辑药企更为受益，推荐恒瑞医药、乐普医疗、华东医药、京新药业、信立泰、泰格医药，建议关注复星医药、华海药业、普利制药、海正药业。

风险分析：政策推进低于预期；降价幅度大于预期；竞争加剧。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
002294	信立泰	26.53	1.39	1.50	1.71	19	18	16	买入
300003	乐普医疗	29.36	0.50	0.78	0.94	58	37	31	买入
002020	京新药业	10.77	0.36	0.52	0.66	30	21	16	买入
600276	恒瑞医药	58.13	0.87	1.07	1.39	67	54	42	增持
000963	华东医药	39.23	1.22	1.51	1.86	32	26	21	增持
300347	泰格医药	47.50	0.60	0.89	1.22	79	53	39	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 09 月 14 日

增持（维持）

分析师

林小伟（执业证书编号：S0930517110003）
021-22167311
linxiaowei@ebcn.com

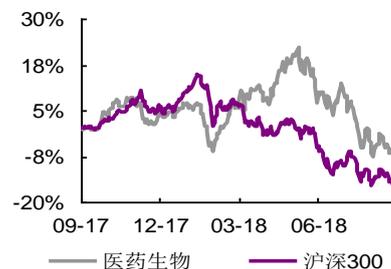
梁东旭（执业证书编号：S0930517120003）
0755-23915357
liangdongxu@ebcn.com

宋硕（执业证书编号：S0930518060001）
021-22169338
songshuo@ebcn.com

联系人

王明瑞
wangmingrui@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

为什么我们认为医保支出增速短期无忧？——“大医保”动态跟踪系列报告之二
..... 2018-08-26
医保局应运而生，系列新政呼之欲出——“大医保”动态跟踪系列报告之一
..... 2018-08-13

目 录

1、 医保局强势介入，带量采购来袭	3
1.1、 事件：国家药品带量集采试点	3
1.2、 带量集采：保证质量和供应，对标准品以量换价	3
1.3、 带量采购对短期药价的影响？	3
2、 带量采购重构行业竞争要素，远期利好研发型药企和 CRO	5
2.1、 带量采购重构行业竞争要素，研发和成本价值强化.....	5
2.2、 本次带量采购仍有较大不确定性，远期利好研发型药企和 CRO.....	6
3、 本次带量采购涉及的 33 个品种分析	7
4、 上海模式是本次带量采购的缩影	10
4.1、 上海模式是缩影，以质量为核心.....	10
4.2、 上海 GPO 加速优质药企脱颖而出	12
5、 投资建议	14
6、 风险分析	14
7、 附录	15

1、医保局强势介入，带量采购来袭

1.1、事件：国家药品带量集采试点

国家药品带量集采（试点）生产企业座谈会于近期举行，主要讲解了试点方案并和各代表药企进行了座谈。主要讨论：由国家医保局主导，联合北京、上海、广州、深圳和天津、重庆、沈阳、大连、厦门、成都、西安等 11 个城市（4+7），对通过质量和疗效一致性评价（含视同）的仿制药对应的通用名药品中遴选 33 个试点品种，由国家组织进行药品联合集中采购试点。

1.2、带量集采：保证质量和供应，对标准品以量换价

国家医保带量采购办法脱胎于上海 GPO，基本思路是提升医保对药品采购使用的影 响，取消质量分层，加剧竞争，以量换价，最终达到让医保基金降低总体用药花费的效果。

本次带量采购的做法以及和以往的不同如下表所示：

表 1：国家带来采购规则及与以往招采的区别

	国家带量采购	以往招标采购或挂网	带量采购影响分析
入围条件	考虑质量和供应双标准：质量标准以通过一致性评价（含视同）为准；供应标准包括生产能力、供应稳定性和对试点地区的产能保障供应	一般不考虑供应标准，划分不同质量层级，来限定入围	带量采购对质量和供应能力均有高标准，尽量减少“低报价，故意断供”等扰乱市场行为
采购形式	入围生产企业为 3 家或以上的，采取招标采购；入围 2 家的，采取议价采购；入围 1 家的，采取谈判采购。不区分质量层次，最低价中标	区分质量层次，一般原研药独一档，有优质优价，国家重大科技专项等质量加分；同一质量层次最多两家中标	竞争加剧，仿制药开始成为标准品，通过一致性评价视为不存在疗效差异，价格竞争加剧
采购量	按试点地区所有公立医疗机构年度药品总用量的 60-70% 与中标生产企业签订带量购销合同，剩余用量的 30~40% 医疗机构仍可采购省级药品集中采购的其他中标、挂网品种	各一般不限定采购量	量价挂钩，药企以价换量，可激励药企加大价格竞争
使用量	优先采购国家带量采购品种，确保 1 年内完成合同用量。一般在医疗机构开药系统有设限，不满足优先开带量采购产品不可开出其他产品	各一般不限定使用量	
医保支付	同一通用名实施统一支付标准，带量集采中标价即为该通用名药品的医保支付标准，患者使用高于医保支付标准的药品，超出标准部分由患者自付	按中标价，按比例支付	同一通用名统一支付标准，加快进口替代
对医疗机构/医生奖惩措施	医保基金在医保总额指标的基础上，按不低于采购金额的 30% 提前预付给医疗机构用于付款，另外节约出来的结余医保资金通过适当办法对医院返还，主要用于提高医务人员薪酬；对于不按规定采购的医疗机构在医保总额指标、医改奖补资金、等级评定、医保定点资格、重点专科评定、医疗机构负责人目标考核中予以惩戒，对不按规定使用药品的医务人员也会规定相应处理条款	不存在奖惩措施	通过机制设计，更好激励医疗机构/医生执行带量采购，真正落实带量采购计划；由于预付部分款项，加快回款速度，可相应缓解整个药品供应链资金压力

资料来源：国家医疗保障局，光大证券研究所

1.3、带量采购对短期药价的影响？

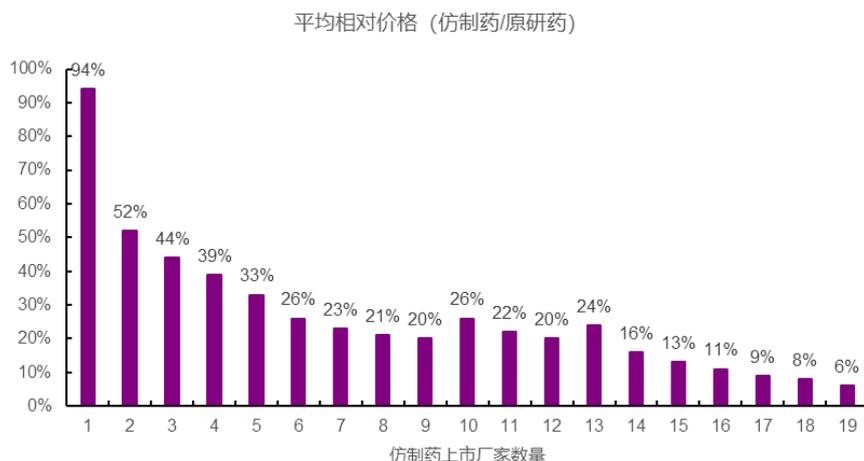
具体新采购规则下，入围品种的药企将承担多大的降幅？

目前对具体降幅的测算仍存在较大的不确定性，总体来看：

- ① 独家入围的品种由于竞争格局最好，预计降价压力不大，预计在 10% 以内；

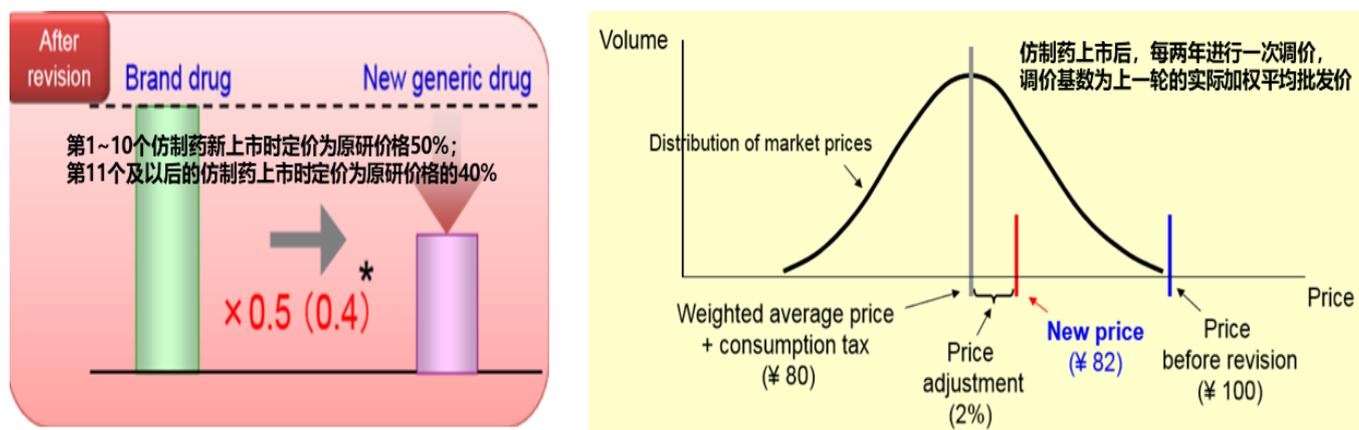
- ② 两家入围的品种，由于一家为原研，其定价已明显高于国产仿制药，原研大幅降价的获利不如专注争取剩下 30~40%份额，因此相应入围国产仿制药厂家的降价压力也不大，预计在 15%以内；
- ③ 对于三家及以上厂家入围的品种，降价压力主要来自现有价格体系内最低定价的入围厂家，具体价格降幅我们参考美国经验，美国的仿制药定价体系可以看做是招标周期更短的带量采购体系，首仿上市时平均价格为原研的 94%，第二个仿制药上市会大幅下调至原研的 52%，第三个仿制药上市继续下调至 44%，据此来看目前 3~4 家入围的品种即相当于第 2~3 个仿制药上市的竞争格局，药价在原研的 44~52%比较合理。若参考日本的情况，第 1~10 个仿制药上市时均统一定价为原研的 50%，随后开始两年一次的调价之路。因此，本次带量集采，3~4 家入围的品种最终带量采购价到原研的 50%较为合理，而目前 3~4 家入围品种的最低平均中标价平均为原研价格的 42~43%，降价空间实际上不大，但下一轮带量采购可能仍有压力。

图 1: FDA 基于 1999-2004 年数据的统计的仿制药厂家数量和价格的关系



资料来源: FDA 分析、IMS, 光大证券研究所

图 2: 日本仿制药定价规则示意图



资料来源: 日本厚生省, 光大证券研究所

2、带量采购重构行业竞争要素，远期利好研发型药企和 CRO

2.1、带量采购重构行业竞争要素，研发和成本价值强化

带量采购重构行业竞争要素。带量采购模式下，药品的评价体系相比于原来的“双信封”制有了很大变化。在该模式逐步推广的过程中，行业的竞争要素将迎来重构：

1) 仿制药质量标准化：带量采购的质量评价主要以一致性评价为依据，仿制药在通过一致性评价后，被认为是质量相同的标准药品。原先的原研、首仿、国家重大专项等不再享受质量分层红利。

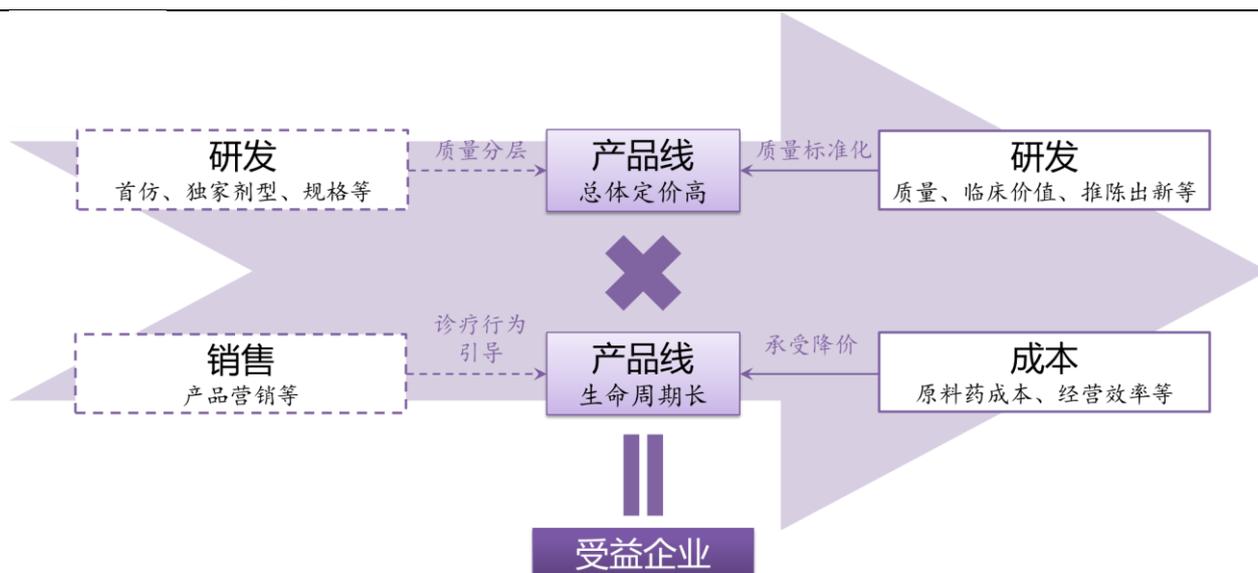
2) 仿制药营销弱化：带量采购之后，由于药品有了销量的保证，仿制药的营销作用弱化。但值得注意的是，在未来带量的走势不明确的情况下，可能短期内仿制药的营销仍然有其意义。

3) 研发价值强化：仿制药质量标准化，要求药企的研发导向要侧重于临床价值，原先追求的独家剂型、规格将失去意义。另外，带量采购使得新产品可以快速放量，未来也更快地被更优质品种替代，即单一品种的生命周期被大大缩短，这要求企业必须具备持续推陈出新的能力。

4) 成本优势价值强化：除了低价药，原先药品的定价基本不与成本挂钩。而在带量采购模式下，药品在持续受到后来者冲击后，价格将显著下行。因原料药成本低、经营效率高等因素而具有成本优势的企业将具有明显优势，比如“原料药+制剂”一体化的企业将更具竞争优势。

我国医药行业竞争要素重构是生产关系去适应生产力发展的内在需求，其方向已经明晰，但可能需要一个过程。带量采购打响了“第一枪”，之后还需要药审、医保支付、诊疗行为引导等方面政策的协同。

图 3：带量采购重构行业竞争要素，研发和成本优势价值强化



资料来源：光大证券研究所

2.2、本次带量采购仍有较大不确定性，远期利好研发型药企和 CRO

政策细则仍具有较大不确定性。本次 11 个城市的药品销售额约占全国市场的 28%，考虑到大城市高价的原研药占比更高，我们假设销量占比约 20%，那么其中 70%的销量约对应全国市场的 15%。更重要的是，本次带量采购有可能延伸至全国。《纪要》中提及“带量采购中标产品要充分做好全国价格统一的心理，非试点带量省份应该会对带量集采中标产品优先采购”。如果仅是 15%的份额，可能目前份额较大的仿制药企业为了维护全国价格体系而弃标。如果是全国联动，那仿制药企业可能会寸土必争。另外，在带量数量逐年变动、医保支付标准、付款周期、医务人员激励等方面均有待明确。这些将均对最终带量采购的结果产生重大影响。

表 2：11 个试点城市西药市场份额估算

试点城市	所处省/市	省份西药市场份额 (2017 年)	城市占省/市西药市场比 (估算)	试点城市西药市场占全国比	城市占省份人口比
北京	北京	7.82%	100%	7.82%	100%
上海	上海	8.82%	100%	8.82%	100%
广州	广东	9.22%	30%	2.77%	18%
深圳	广东	9.22%	20%	1.84%	18%
天津	天津	1.74%	100%	1.74%	100%
重庆	重庆	2.22%	100%	2.22%	100%
沈阳	辽宁	2.22%	25%	0.56%	19%
大连	辽宁	2.22%	20%	0.44%	16%
厦门	福建	2.15%	15%	0.32%	10%
成都	四川	4.52%	30%	1.36%	19%
西安	陕西	1.69%	30%	0.51%	23%
合计				28.39%	

资料来源：国家统计局、商务部，光大证券研究所

注：城市占省/市西药市场比根据人口比估算，属医疗中心的省会城市会适当调高估算比例

表 3：《纪要》中的众多要点仍具有较大不确定性

要点	《纪要》原文	备注
实施范围	带量采购中标产品要充分做好全国价格统一的心理，非试点带量省份应该会对带量集采中标产品优先采购	本次中标结果未明确是否会全国联动，这对企业积极性有巨大影响
中标主体	关于带量集采单一中标是否按分规格、剂型问题：明确按通用名单一货源中标，不分规格和剂型，中标后不同规格间上报的带量数量按规格比例进行折算。	60-70%的量通过单一货源中标，未来再想全国推广后，为了防范风险，可能不再是单一货源中标。
带量数量	关于带量采购产品 60-70%的带量及下一标期的带量是否会逐年减少问题：带量以试点地区医疗机构上报和结合试点地区所有公立医疗机构年度药品总用量的 60%-70%估算采购总量，具体以公布的数量为准。关于下一年度带量是否会出现逐年减少问题未作回答。	带量采购之后，可能渠道费用会有调整，会影响该品种的自然增长，如果未来量的变动不明确，可能不利于渠道费用的减少，不利于降价。
医保支付标准	以带量集采中标的价格作为该产品通用名医保支付标准（统一支付标准）。患者使用高于支付标准的药品，超出支付标准的部分由患者自付，引导医疗机构及患者形成合理的用药习惯。原研药和仿制药价差大的产品，给予 2-3 年过渡期，逐步实现医保支付价趋同（具体有细化措施）。	医保支付标准何时下调到带量采购价格，药品终端价格都具有不确定性，这将显著影响处方行为，影响渠道费用压缩的难度，影响降价的难度。
医保付款周期	医保基金在总额预算的基础上，按不低于采购金额的 30%提前预付医疗机构用于给生产企业付款（细则通过招标采购文件体现）。	回款周期的不同，将影响药品降价幅度。

医务人员激励	集中采购节省的医保资金，由医保部门通过等适当办法给医院（具体由人社社部制订细则），结余资金主要用于提高医务人员薪酬（由卫健委指导医院制定医务人员薪酬规范）。	因药品价格下降而结余的医保通过何种标准实现对医生的激励尚不明确，这将直接影响渠道费用压缩的难度，影响降价的难度。
--------	--	--

资料来源：《国家药品带量集采（试点）生产企业座谈会会议纪要》、光大证券研究所

短期来看，带量采购的影响同样具有较大不确定性，但相对较确定的是：

- 1) 原研药可能主要着眼于剩下的 30%销量。**国内原研药价格普遍是仿制药的 2 倍以上，在与已经通过一致性评价的仿制药比拼时，可能至少需要降价 70% 才可能中标。如此贡献的利润反而少于维持原价但抢占余下 30% 销量份额，所以原研药可能像上海 GPO 一样，主要着眼于剩下的 30% 销量。
- 2) 产能充足、规格齐全、自供原料药、招商模式的优质仿制药企业相对受益。**由于政策具有不确定性，可能本次药品面临大幅降价，但中标企业在行业里一定是相对受益的。对于产能充足、规格齐全、自供原料药的企业，其供应稳定性较好，自然具有优势。带量采购下，由于保证销量，所以可以相应压缩一定的销售费用以对冲降价压力。对于采用招商模式的药企，更容易压缩渠道费用，所以能够承受更大的降幅以确保中标。

远期来看，带量采购加速药品更新周期，远期利好优质研发型药企和 CRO。从更长的时间维度来看，远期带量采购普及之后，药品的渠道费用将大幅压缩，优质药品的放量周期将大幅缩短，临床价值将成为决定药品销售的最核心因素。在这一过程中，原来不具备临床优势的品种将加速退出市场，为优质药品腾出空间，医保基金的支出将更有效率，倒逼企业加速转型，重视研发。真正具有研发实力的药企将持续推出优质新品，持续受益。CRO 作为药品创新过程中的“卖水人”，同样持续受益。

3、本次带量采购涉及的 33 个品种分析

本次 11 个城市带量采购共涉及 33 个品种，均是有仿制药品规通过一致性评价的品种。对不同企业的影响多空交织，具体而言：

- 1) 信立泰：**总体较大受益。信立泰是唯一一个通过氯吡格雷一致性评价的仿制药企业，将极大概率在价格降幅不大的情况下中标，从而实现份额由 30% 快速提升到 40% 以上。风险在于，乐普的氯吡格雷可能在 18 年底前通过一致性评价，在下一轮带量采购中可能会对信立泰有冲击。
- 2) 乐普医疗：**总体中性。乐普的阿托伐他汀主要面对德展健康的竞争，乐普该品种比对手便宜 10%，并且原料药实现自给自足，中标的概率更大。氯吡格雷可能在 18 年底前获批，但大概率错过了本次带量采购。随着乐普后续实现氯吡格雷原料药的自主供应，可能在下一轮带量采购中抢占份额。
- 3) 京新药业：**总体受益。京新在上海 GPO 中凭借原料药优势战胜正大天晴，本次主要面对同样拥有原料药的海正药业的竞争。京新产能优势较大，虽然历史中标价格较高，但京新采用招商营销模式，可承受的降价范围同样很大，所以京新中标概率更大。左乙拉西坦中标概率极大。

- 4) **恒瑞医药**: 总体中性。恒瑞的紫杉醇(白蛋白结合型)新进获批,有机会借此快速放量。右美托咪定可能受到较大冲击。
- 5) **恩华药业**: 总体承压。恩华的右美托咪定、利培酮可能受到冲击。
- 6) **复星医药**: 总体受益。复星的氨氯地平、艾司西酞普兰市占率极低,阿法骨化醇为独家仿制,三者均有望借此放量。
- 7) **华海药业**: 总体充分受益。华海拥有多达5个独家一致性评价仿制药,2个唯二仿制药,弹性极大。不过在后续的带量采购中可能陆续受到冲击。
- 8) **普利制药**: 总体受益。注射用阿奇霉素属独家仿制,极大概率中标。
- 9) **海正药业**: 总体受益。海正的瑞舒伐他汀、厄贝沙坦市占率极低,有望借此放量。
- 10) **德展健康**: 总体承压。主要面对乐普阿托伐他汀的竞争,价格不具优势,但产能优势较大,总体可能仍有一定压力。
- 11) **华润三九**: 总体承压。华润三九的头孢唑林钠/氯化钠注射剂、阿奇霉素都将受到冲击。
- 12) **石药集团**: 总体受益。石药的阿奇霉素、曲马多、紫杉醇(白蛋白结合型)市占率极低,有望借此放量。
- 13) **中国生物制药**: 总体承压。中国生物制药的恩替卡韦、瑞舒伐他汀、厄贝沙坦氢氯噻嗪、伊马替尼均可能受到冲击,替诺福韦酯有望借机放量。
- 14) **联邦制药**: 总体受益。联邦的阿莫西林为独家,头孢呋辛市占率较低,有望借此放量。

表4: 本次11个城市带量采购33个品种情况整理

序号	通用名	剂型	17年样本医院销售额	增长率	17年竞争格局 (原研和通过一致性评价品种标紫)	规格 (主规格标粗)	11个城市中标均价 (元/片、粒、支)
1	阿托伐他汀	口服常释剂型	22.09 亿	+8%	辉瑞 74% 德展健康 17% 中国医药 6% 乐普医疗 1%	10mg	辉瑞 6.28 德展健康 3.38 乐普医疗 3.02
						20mg	辉瑞 8.32 德展健康 5.76 乐普医疗 5.54
2	瑞舒伐他汀	口服常释剂型	11.03 亿	+7%	阿斯利康 67% 鲁南贝特 17% 京新药业 7% 正大天晴 6% 海正药业 1%	5mg	阿斯利康 4.41 京新药业 2.03 正大天晴 2.64 海正药业 1.90
						10mg	阿斯利康 7.39 京新药业 3.60 正大天晴 3.57 海正药业 2.72
3	氯吡格雷	口服常释剂型	23.95 亿	+2%	赛诺菲 59% 信立泰 30% 乐普医疗 11%	25mg	信立泰 3.41
						75mg	赛诺菲 16.24 信立泰 8.2
4	厄贝沙坦	口服常释剂型	3.65 亿	-0.3%	赛诺菲 79% 润都股份 5% 恒瑞医药 5% 以岭药业 2% 华海药业 0.61% 海正药业 0.61%	75mg	华海药业 0.59 海正药业 0.73
						150mg	赛诺菲 4.35 海正药业 1.05

5	氯氮地平	口服常释剂型	7.55 亿	+2%	辉瑞 84% 华润双鹤 4% 扬子江 4% 赛诺制药 2% 复星医药 0%	5mg	辉瑞 4.32 华润双鹤 1.13 扬子江 0.71 复星医药 0.57
6	恩替卡韦	口服常释剂型	19.96 亿	-2%	正大天晴 44% 施贵宝 40% 江西青峰 5% 苏州东瑞 4%	0.5mg	施贵宝 27.80 正大天晴 13.56 江西青峰 10.58
7	艾司西酞普兰	口服常释剂型	4.16 亿	+17%	灵北 60% 山东京卫 29% 科伦药业 10% 康恩贝 1% 复星医药 0%	10mg	灵北 14.00 科伦药业 6.71 复星医药 6.66
8	帕罗西汀	口服常释剂型	2.11 亿	-3%	中美史克 46% 华海药业 41% 浙江尖峰 8% 北京万生 5%	20mg	天津史克 8.75 华海药业 3.51
9	奥氮平	口服常释剂型	6.53 亿	+4%	江苏豪森 60% 礼来 30% 印度龙灯 7% 常州华生 3%	10mg	礼来 22.81 江苏豪森 7.73
						5mg	礼来 39.75 江苏豪森 13.05
10	头孢呋辛	口服常释剂型	5.55 亿	-9%	苏州中化 36% 葛兰素史克 28% 现代制药 20% 联邦制药 6% 成都倍特 3%	250mg	GSK 2.85 现代制药 2.51 联邦制药 1.36 成都倍特 0.85
11	利培酮	口服常释剂型	1.18 亿	-2%	西安杨森 58% 齐鲁制药 12% 恩华药业 12% 华海药业 7%	1mg	西安杨森 2.58 华海药业 0.76
12	吉非替尼	口服常释剂型	4.20 亿	+41%	阿斯利康 89% 齐鲁制药 11%	250mg	阿斯利康 291.01 齐鲁制药 158.5
13	福辛普利	口服常释剂型	4452 万	-16%	施贵宝 83% 华海药业 17%	10mg	施贵宝 2.79 华海药业 1.98
14	厄贝沙坦氢氯噻嗪	口服常释剂型	2.38 亿	-0%	赛诺菲 60% 正大天晴 24% 元和 8% 华海药业 5%	150mg+12.5mg	赛诺菲 4.48 正大天晴 2.58 华海药业 未公布
15	赖诺普利	口服常释剂型	199 万	-25%	华海药业 36% 现代制药 34% 天士力 14% 长城药业 7%	10mg	华海药业 1.17
						5mg	华海药业 0.79
16	替诺福韦二吡呋酯	口服常释剂型	2.41 亿	+83%	葛兰素史克 65% 阿斯本 30% 成都倍特 4% 广生堂 0.32% 齐鲁制药 0.13% 正大天晴 0.02%	300mg	葛兰素史克 16.33 成都倍特 16.37 齐鲁制药 15.22 正大天晴 14.70
17	氯沙坦	口服常释剂型	3.44 亿	-2%	默沙东 73% 扬子江四川海蓉 18% 华海药业 7% 重庆科瑞 1%	100mg	默沙东 7.05 华海药业 4.00
						50mg	默沙东 5.54 华海药业 2.46
18	阿莫西林	口服常释剂型	3761 万	+4%	联邦制药 49% 山西同达 18% 昆明贝克福顿 12% 澳美 7%	250mg	联邦制药 0.46
19	阿奇霉素	口服常释剂型	1.57 亿	-3%	辉瑞 49% 华润三九 38% 联邦制药 5% 普利瓦 5% 石药集团 4%	250mg	辉瑞 9.43 普利瓦 8.93 石药集团 1.86
						500mg	普利瓦 16.50 石药集团--
20	依那普利	口服常释剂型	1499 万	-2%	扬子江 77% 默沙东 4% 山东绿因 10% 千金药业 3%	10mg	默沙东 1.20 扬子江 0.80
						5mg	默沙东 0.73 扬子江 0.54
21	左乙拉西坦	口服常释剂型	3.28 亿	+13%	优时比 90% Nextpharma Sas 9% 重庆圣华曦 0.6% 京新药业 0.4%	250mg	优时比 4.43 京新药业 3.16
22	曲马多	口服常释剂型	3897 万	-4%	萌蒂 74% 格兰泰 16% Farmaceutici Formenti 5% 西南 2% 石药集团 1%	50mg	萌蒂-- 石药集团 0.30
23	伊马替尼	口服常释剂型	7.03 亿	+14%	诺华 81% 江苏豪森 12%	100mg	诺华 140.99

					正大天晴 6% 石药集团 0.4%		江苏豪森 13.62
24	阿法骨化醇	口服常释剂型	1.68 亿	-1%	昆明贝克诺顿 42% 梯瓦 24% 南通华山 9% 复星医药 7%	0.25ug	梯瓦 2.02 复星医药 1.19
						0.5ug	复星医药 2.50
25	头孢唑林钠/ 氯化钠	注射剂	5.61 亿	+6%	华润三九 91% 深圳立健 5% 康田 3% 鲁抗医药 0.4% 大冢制药 0%	头孢唑林钠 1.0g; 氯化钠注射液 100ml: 0.9g	大冢制药--
26	培美曲塞	注射剂	14.24 亿	+4%	江苏豪森 40% 齐鲁 32% 礼来 15% 德州德药 3% 四川汇宇 0%	100mg	礼来 2751 四川汇宇 2417
						500mg	礼来 9836 四川汇宇 9728
27	紫杉醇(白蛋 白结合型)	注射剂	2.25 亿	+19%	阿博利斯 100% 石药集团 0% 恒瑞医药 0%	100mg	阿博利斯 5510 石药集团 2680 恒瑞医药--
28	氟比洛芬酯	注射剂	9.62 亿	+18%	北京泰德 100% 武汉大安 0%	50mg/5ml	北京泰德 62.34 武汉大安 62.10
29	孟鲁司特	口服常释剂型	5.08 亿	+7%	默沙东 70% 鲁南贝特 15% 大冢制药 14% 上海安必生 0%	10mg	默沙东 6.86 上海安必生--
30	右美托咪定	注射剂	7.34 亿	+17%	恒瑞医药 87% 恩华药业 7% 四川国瑞 6% 辰欣药业 0.45% 扬子江 0%	0.2mg/2ml	扬子江 187
31	蒙脱石	口服散剂	4131 万	+10%	益普生 85% 先声药业 4% 扬子江 2% 易明医药 0.08%	3g	益普生 1.86 扬子江 1.07 先声药业 0.93 易明医药 0.72
32	卡托普利	口服常释剂型	670 万	-13%	施贵宝 85% 上海医药 4% 重庆科瑞 3% 华森制药 2% 上海旭东海普 1% 石药集团 0%	25mg	石药集团 0.04 上海医药 0.06
33	阿奇霉素	注射剂	2.30 亿	-8%	东北制药 72% 辉瑞 20% 峨眉山通惠 4% 海南斯达 1% 普利制药 0%	0.5g	辉瑞 86.68 普利制药 1.78

资料来源: PDB、米内网、光大证券研究所

4、上海模式是本次带量采购的缩影

4.1、上海模式是缩影，以质量为核心

上海第三批 GPO 是本次 11 个城市带量采购的缩影。上海作为药品带量采购试点的排头兵，目前已经完成了三批集中带量招标采购。医保局局长胡静林在 8 月 1 日视察完上海的药品招标采购、医保信息化建设和基金监管等情况后，随即于 8 月 4 日召开药品集中采购试点座谈会。9 月 11 日的国家药品带量集采（以下简称“上海药事所”）。本次 11 个城市联合带量采购的经办机构联采办的日常经办在上海药事所。可以说，上海模式对接下来即将全国推广的带量采购具有重要示范意义，上海的实施结果可能是本次 11 个城市带量采购的缩影。

表 5: 上海第三批 GPO 是本次 11 个城市带量采购的缩影

	《纪要》相关表述	上海第三批 GPO 情况
组织机构	(1) 工作小组及办公室: 由国务院办公厅、国家医保局、国家卫健委、国家药监局成立国家药品集中采购试点工作	上海药事所

	小组（办公室设在国家医保局）（2）联采办：由试点城市各委派 1 名代表组成联采办（日常经办在上海药事所）	
品种	33 个品种	19 个品种
带量规模	北京、上海、天津、重庆和沈阳、大连、广州、深圳、厦门、成都、西安 11 个城市的所有公立医疗机构年度药品总用量的 60%-70% 估算	上海地区所有公立医疗机构年度药品总用量的 50%
评价项目优先级	质量 > 供应 > 价格	质量 > 供应 > 价格
质量要求	主要通过一致性评价（含视同）为依据	有效批件、GMP 证书、规范市场认证、一致性评价、每批次监测、企业抽检、飞检等
供应要求	主要考虑企业的生产能力、供应稳定性、对试点地区产能的保障供应	产能、有效批件、GMP 证书、原料来源、企业规模、历史供货情况等
周期	12 个月	以中标结果执行日起 12 个月内为一个采购周期，若在此采购执行周期内未完成约定采购量的，则采购周期相应顺延（原则上不超过 15 个月）
配送商	工业企业指定	工业企业指定一家配送商

资料来源：上海市医药集中招标采购事务管理所、光大证券研究所

上海带量采购优先级：质量 > 供应 > 价格，并非简单价格战。本次国家药品带量采购设立了两重入围标准：质量和供应。评价指标优先级排序为：质量 > 供应 > 价格。我们分析了上海 18 年 6 月份完成的第三批集中带量招标采购情况，认为其同样具有“质量为先、在保障供应的前提下参考价格”的特点：

1) 质量为先：全供应周期的严密检查确保质量。本次共有 16 个评审项目，其中 11 个都有质量有关，充分体现质量为先。并且，对于中标品种需要采用近红外光谱建模跟踪检测方式对每批次进行监测，相关企业必须接受一年至少两次的抽检和必要时进行的飞行检查。我们观察到，上海长城药业生产的盐酸特拉唑嗪片凭借 3.08 元/盒的超低报价中选为拟中标品种，后因不能提供近红外光谱建模所需批次药品，在公示后被取消资格，取而代之的是报价 8.3 元/盒的海南绿岛制药。另外，在当时通过一致性评价的品种较少的情况下，上海对质量的认定较为灵活且客观，此时国家版则具备以一致性评价为质量标准的条件。

表 6：上海第三批 GPO 的 16 个评审项目

序号	评审项目	类别
1	投标药品 2016 年产销量证明	供应稳定性
2	投标药品拥有本次招标品种指定规格的有效注册批件	基本要求
3	投标企业获得生产投标药品相应的现行版 GMP 证书	基本要求
4	原研药及国家食品药品监督管理局发布的仿制药质量和疗效一致性评价参比制剂	质量
5	通过国家食品药品监督管理局仿制药质量和疗效一致性评价并公布的药品	质量
6	投标药品符合进口药品证明	基本要求
7	获得美、英、法、德、日之一或以上国家质量认证机构认可的权威机构生物等效性评价认定的药品	质量
8	获得美、英、法、德、日之一或以上国家质量体系认证并依此生产的药品	质量
9	获得香港医院管理局采购资格（2015 年-2017 年）并依此生产的药品	质量
10	原料来源证明（自产）	供应稳定性
	原料来源证明（认证）	

11	企业主营业务收入在工信部 2016 年排名前 30 位	供应稳定性
12	本市集中带量招标采购中标且标期内正常供货的企业；或企业为国家基本药物定点生产试点中标企业	供应稳定性
13	通过 ISO14000 环境管理系列标准或国家环境保护部的行业清洁生产标准	基本要求
14	a、含量测定确定范围的下限优于国家标准 2%（含）以上	质量
	b、有关物质的测定明确优于国家标准	
	c、其他对质量控制（安全性和有效性相关指标）有帮助但国家标准未做相应规定的检测项目及其他	
15	投标药品贮存条件或有效期明显优于同品种药品的（有效期≥同品种药品 6 个月）	质量
16	价格	价格

资料来源：上海市医药集中招标采购事务管理所、光大证券研究所

2) 保证供应稳定性下考虑价格。16 个评审项目，其中 8 个都与供应稳定性有关。另外，出于供应稳定性的考虑，企业投标的门槛要求 16 年产销量要超过本次招标量的 2 倍。对于质量过关，且投标价格相同的几家企业，以 16 年在上海销量排序中标。

4.2、上海 GPO 加速优质药企脱颖而出

预计带量采购将加速优质企业脱颖而出。从上海第三批 GPO 中标的结果看，带量采购将引发行业格局巨变：

1) 加速进口替代。上海第三批 GPO 共公布了 19 个品种的中标情况，其中有 17 个由内资企业中标，12 个直接挤掉外资企业。原研药将主要着眼于剩下的 50% 市场。而在本次 11 个城市的带量采购中，原研药销量份额可能会迅速被压缩到 30% 以下。在内资企业质量达到外资同水平的前提下，GPO 将大大加速进口替代；

表 7：上海第三批 GPO 大大加速进口替代

品种名称	中标企业	落标外资企业	品种名称	中标企业	落标外资企业
阿法骨化醇软胶囊	上海医药	Teva	氯雷他定片	万全万特制药	拜耳医药
阿立哌唑片	恩华药业、上海医药	大冢制药	尼莫地平片	新华制药	拜耳医药
氟康唑片	科伦药业	辉瑞制药、塞浦路斯	瑞舒伐他汀钙片	京新药业	阿斯利康
富马酸比索洛尔片	山德士	默克	辛伐他汀片	山德士	默沙东
格列吡嗪控释片	北京红林制药	辉瑞制药	盐酸氨溴索片	罗欣药业	山德士
格列吡嗪片	瑞阳制药	--	盐酸特拉唑嗪片	上海长城药业	--
格列美脲片	贵州天安药业	赛诺菲	右佐匹克隆片	康弘药业	--
聚乙二醇 4000 散	华森制药	益普生	佐匹克隆片	齐鲁制药	--
克拉霉素片	丽珠集团	雅培	利培酮口崩片	常州四药	--
拉米夫定片	中孚药业	GSK			

资料来源：上海阳光医药采购网、光大证券研究所

2) 产品线齐全有优势。上海第三批 GPO 共有 7 个品种有多规格、剂型同时招标，只有阿立哌唑片的两个规格分别由上药和恩华中标，其余均由同一家企业中标，充分体现产品线齐全在带量采购中的优势。

3) 进院价显著降低。京新的 10mg 瑞舒伐他汀片在上海的中标价由 17 年的 3.91 元/片降到了本次的 3.06 元/片，降幅达 22%。但值得注意的是，由于有销量的保证，公司不必承担原先的营销费用，总体对利润端影响较小；

4) 优质药企脱颖而出：京新药业可能主要依靠供应稳定性和主规格价格优势中标。上海第三批 GPO 中，只有瑞舒伐他汀有品规通过一致性评价，对本次 11 个城市带量采购具有重要参考意义。18 年 3 月，上海市医药集中招标采购事务管理所公布过第三批 GPO 综合质量评审结果。对于瑞舒伐他汀，当时正大天晴和京新均已通过一致性评价，报价也十分接近，最终京新中标，我们认为京新大概率是依靠供应稳定性和主规格价格优势中标：质量方面，两者均通过一致性评价；供应稳定性方面，京新占优。京新原料药完全自给自足，更重要的是，正大天晴的原料药大部分来自京新；京新 16 年产销量略大于正大天晴；价格方面，京新主规格略占优。10mg 是主规格，京新价格略有优势。

表 8：上海第三批 GPO 瑞舒伐他汀综合质量评审结果

		海正	正大天晴	京新	阿斯利康	海正	京新	正大天晴	阿斯利康
规格		5mg				10mg			
指定配送企业		国药	上药	上药	国药	国药	上药	上药	国药
序号	评审项目	评审结果				评审结果			
1	投标药品 2016 年产销量证明	●	●	●	○	●	●	●	○
2	投标药品拥有本次招标品种指定规格的有效注册批件	●	●	●	●	●	●	●	●
3	投标企业获得生产投标药品相应的现行版 GMP 证书	●	●	●	●	●	●	●	●
4	原研药及国家食品药品监督管理局发布的仿制药质量和疗效一致性评价参比制剂	○			●	○			●
5	通过国家食品药品监督管理局仿制药质量和疗效一致性评价并公布的药品	○	●	●		○	●	●	
6	投标药品符合进口药品证明	○				○			
7	获得美、英、法、德、日之一或以上国家质量认证机构认可的权威机构生物等效性评价认定的药品	○				○			
8	获得美、英、法、德、日之一或以上国家质量体系认证并依此生产的药品	○				○			
9	获得香港医院管理局采购资格（2015 年-2017 年）并依此生产的药品	○				○			
10	原料来源证明（自产）	●				●			
	原料来源证明（认证）	○				○			
11	企业主营业务收入在工信部 2016 年排名前 30 位	○				○			
12	本市集中带量招标采购中标且标期内正常供货的企业；或企业为国家基本药物定点生产试点中标企业	○				○			
13	通过 ISO14000 环境管理系列标准或国家环境保护部的行业清洁生产标准	●				●			
14	a、含量测定确定范围的下限优于国家标准 2%	●				●			

	(含) 以上								
	b、有关物质的测定明确优于国家标准	●				●			
	c、其他对质量控制(安全性和有效性相关指标)有帮助但国家标准未做相应规定的检测项目及其他	○				○			
15	投标药品贮存条件或有效期明显优于同品种药品的(有效期≥同品种药品6个月)	○				○			
16	同规格投标价排序(由低到高)	1	2	3	4	1	2	3	4

资料来源：上海市医药集中招标采购事务管理所、光大证券研究所

注：●表示通过该项质量评审；○表示未通过该项质量评审。

5、投资建议

国家医保局作为非盈利性的国家机构，政策导向不会压制行业整体增速，更多的是提高医疗费用支出的效率，正本清源，加速行业结构优化。带量采购将重构行业竞争要素，真正具有研发实力的药企将持续推出优质新品，持续受益。CRO 作为药品创新过程中的“卖水人”，同样持续受益，推荐**恒瑞医药**、**乐普医疗**、**华东医药**、**京新药业**、**信立泰**、**泰格医药**，建议关注**复星医药**、**华海药业**、**普利制药**、**海正药业**。

6、风险分析

- 1) 政策推进低于预期；
- 2) 降价幅度大于预期；
- 3) 竞争加剧。

7、附录

国家药品带量集采（试点）生产企业座谈会会议纪要

一、时间：2018年9月11日

二、地点：上海市医药集中招标采购事务管理所

三、内容：国家药品带量集采（试点）方案解读及座谈

四、参会代表：1、国内企业：华海药业、扬子江药业、江苏豪森、正大天晴、豪森药业、齐鲁药业、嘉林药业、泰德药业、信立泰、石药欧意、辉瑞海正、京新药业、江苏黄河、常州制药、四川科伦、海南普利、江西青峰、深圳致君、四川维奥、四川汇宇、重庆药友、珠海联邦、成都倍特、湖南洞庭、浙江新东港等；2、外资/合资企业：辉瑞制药、阿斯利康、诺华制药、葛兰素史克、杨森制药、礼来制药、默沙东、施贵宝、赛诺菲、优时比、吉利德、博福-益普生；3、政府部门：国家医保局丁一磊、上海药事所张所、朱所、龚处及南京药科大学常峰（专家）、各试点城市联采办负责人

五、会议内容：

（一）、上海药事所龚处介绍本次国家带量集采试点方案

1、目标任务：北京、上海、天津、重庆和沈阳、大连、广州、深圳、厦门、成都、西安 11 个城市（4+7），从通过质量和疗效一致性评价（含视同）的仿制药对应的通用名药品中遴选试点品种入手，国家组织开展药品集中采购试点。

2、目的：（1）实现药价明显降低；（2）减少企业交易成本，净化流通环境，改善行业生态；（3）引导医疗机构规范用药，支持公立医院改革；（4）探索以市场为主导的药品价格形成机制。

3、总体思路：按照“国家组织、联盟采购、平台操作”，以联盟地区公立医疗机构为集中采购主体的带量采购。

4、基本原则：（1）逐步扩大采购范围；（2）坚守保证质量底线；（3）坚持依法合规、公开透明；（4）坚持平稳过渡、妥当衔接。

5、带量采购办法：

（1）药品范围：截至集中采购公告发布前一日，通过一致性评价的仿制药对应的通用名药品中遴选试点品种。

（2）入围标准：国家试点药品集中采购设置一定的入围标准：包括质量入围标准和供应入围标准。质量入围标准主要以通过一致性评价（含视同）为依据。供应入围标准主要考虑企业的生产能力、供应稳定性、对试点地区产能的保障供应。

（3）采购的形式：根据入围的生产企业数目，按照不同的竞争状况分类施策，设定不同的集中采购形式。入围的生产企业在 3 家及以上的采取招标采

购的方式；入围生产企业为 2 家的，不构成充分竞争，采取议价采购的方式；入围生产企业只有 1 家的，缺乏竞争，采取谈判采购的方式。

(4) 基本要求：A、带量采购，以价量换。在试点地区公立医疗机构报送采购量的基础上，按照试点地区所有公立医疗机构年度药品总用量的 60%-70% 估算（具体以带量集采方案公布的带量数量为准），试点城市医疗机构或其代表据此与生产企业签订带量购销合同。剩余用量的 30-40%，各医疗机构仍可采购省级药品集中采购的其他中标、挂网品种。B、招采合一，保证使用。优先采购国家带量集采中标品种，确保 1 年内完成合同用量。各地药品采购管理部门负责督导医疗机构按量签订购销合同；卫生健康部门监测并定期考核通报医疗机构的实际使用情况。C、确保质量，保障供应。企业自主选定配送商业，按照协议报库存备货，不能保证质量和供应协议量的要罚到生产企业不能承受的地步。D、保证回款，降低交易成本。确保医疗机构及时回款，减轻药企交易成本。医保基金在总额预算的基础上，按不低于采购金额的 30% 提前预付医疗机构用于给生产企业付款（细则通过招标采购文件体现）。

6、政策衔接，三医联动：

(1) 医保支付标准：有一个配套系统支持到试点城市的医疗机构。以带量集采中标的价格作为该产品通用名医保支付标准（统一支付标准）。患者使用高于支付标准的药品，超出支付标准的部分由患者自付，引导医疗机构及患者形成合理的用药习惯。原研药和仿制药价差大的产品，给予 2-3 年过渡期，逐步实现医保支付价趋同（具体有细化措施）。

(2) 节约医保资金：通过国家试点集采逐渐挤干药价水份，逐步改善用药结构，降低医疗机构的药费占比。集中采购节省的医保资金，由医保部门通过等适当办法给医院（具体由人社部制订细则），结余资金主要用于提高医务人员薪酬（由卫健委指导医院制定医务人员薪酬规范）。

(3) 确保带量采购用量：鼓励使用集中采购的药品，对于不按规定采购、使用的医疗机构，在医保总额指标、地方对公立医院改革的奖补资金、医疗机构等级评审、医保定点资格、国家及地方重点专科评定和复核、医疗机构负责人目标责任考核中予以惩戒。对不按规定使用药品的医务人员，按照相应条款严肃处理。

(4) 明确部门职责和跨部门衔接：为确保国家集采试点达到“降药价、促改革”目的，医保、医疗、医药主管部门各司其职，协调联动。国家医保局承担制定试点方案、相关政策和监督实施的职责等工作；国家卫生健康委负责对医疗机构集中采购药品使用情况指导和监督等；国家药监局负责对通过一致性评价品种和药品生产企业相关资质进行认定，强化对中标药品质量的监督检查，确保每一批质量的稳定性。

7、组织形式：(1) 工作小组及办公室：由国务院办公厅、国家医保局、国家卫健委、国家药监局成立国家药品集中采购试点工作小组（办公室设在国家医保局）(2) 联采办：由试点城市各委派 1 名代表组成联采办（日常经办在上海药事所）

注意点：联采办已采集试点城市 2017 年相关产品全部医疗机构实际成交价、议价降幅等事实数据，合适时间会给予核实、申诉和更正的时间。本次会议原研外企一致发声配合支持国家带量集采工作。

时间节点：（1）发布带量集采公告（本月中秋节后国庆前）

（2）投标资料准备（约 2 周左右）（3）申报价格和议价（10 月中旬约 1 天，上午报价下午议价开标，事先选好企业代表，企业内部汇报请示机制通畅）（4）结果公示（10 月底，公示后签订合同）（5）落地执行（阳历 12 月 30 日前，按试点城市实际情况，各省有不同）

（二）、上海药事所朱所对参会企业代表提问答疑环节（主要）

1、关于带量采购产品 60-70%的带量及下一标期的带量是否会逐年减少问题：带量以试点地区医疗机构上报和结合试点地区所有公立医疗机构年度药品总用量的 60%-70%估算采购总量，具体以公布的数量为准。关于下一年度带量是否会出现逐年减少问题未作回答。

2、关于带量集采单一中标是否按分规格、剂型问题：明确按通用名单一货源中标，不分规格和剂型，中标后不同规格间上报的带量数量按规格比例进行折算；

3、关于带量中标产品使用保证问题：对带量中标产品试点城市的使用有配套机制，确保在一年内采购使用完成。

4、关于带量集采中标价格和非试点省份联动又不带量的问题：带量采购中标产品要充分做好全国价格统一的心理，非试点带量省份应该会对带量集采中标产品优先采购（未做肯定回答）

5、关于带量试点城市的部队医院是否执行带量采购问题：上海部队医院同样执行带量采购，其他试点省份、城市未做回答。

6、关于后续是否继续扩大带量采购产品目录和试点区域问题：需在本次带量采购产品实施后综合评估后而定，未作正面回答。

7、关于带量集采货款保证问题：确保带量采购中标产品货款，有相应具体保障措施制约。

（三）、国家医保局丁一磊处长讲话

1、感谢各企业代表积极参加本次座谈会，支持国家带量集采试点工作；

2、本次带量集采试点是由国家层面组织、联盟采购、联采办操作，职责明确、政策衔接紧密；

3、国家带量采购不是 60-70%的问题，要看带量的数量；不管明年量是否下降，要适应带量采购模式和趋势、早转型、早做准备、充分应对；

4、保质、保量、降价格、保供应；

5、要积极参与、积极支持与主动配合试点工作。

2018 年 9 月 11 日

行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E	本次	变动
002294	信立泰	26.53	1.39	1.50	1.71	19	18	16	4.6	4.1	3.6	买入	维持
300003	乐普医疗	29.36	0.50	0.78	0.94	58	37	31	8.1	6.9	5.9	买入	维持
002020	京新药业	10.77	0.36	0.52	0.66	30	21	16	2.0	1.9	1.7	买入	维持
600276	恒瑞医药	58.13	0.87	1.07	1.39	67	54	42	13.9	11.0	8.8	增持	维持
300347	泰格医药	47.50	0.60	0.89	1.22	79	53	39	9.5	8.4	7.1	增持	维持
000963	华东医药	39.23	1.22	1.51	1.86	32	26	21	6.8	5.8	4.9	增持	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2018 年 09 月 14 日

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	余鹏	021-22167110	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suy1@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超	021-22167068	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
	金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001
徐又丰		021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
王通		021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
赵纪青		021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com
私募业务部	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	安羚娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-22167052	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-22169259	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169369	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com