



2018年09月25日

增持(维持)

医药行业研究组

分析师：李志新

执业编号：S0300518010002

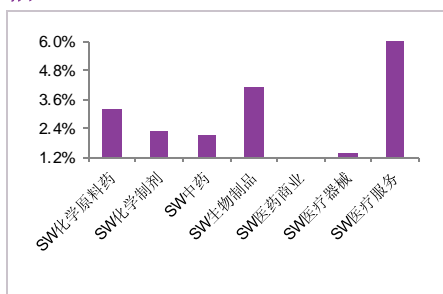
电话：010-66235703

邮箱：lizhixin@lxsec.com

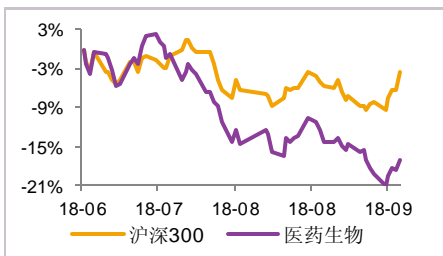
申万一级子行业单周涨跌幅



申万医药生物三级子行业单周涨跌幅



最近一季度行业相对走势



资料来源：聚源

相关研究

《医药生物行业报告\_【联讯证券医药行业 2018 年中期策略】：政策导向，聚焦服务、优质医药、商业三条主线》2018-06-13  
 《【联讯医药行业点评】国常会调整基药目录，利好品种优秀，竞争格局较好的企业》

## 医药生物

### 【联讯医药周报】带量采购政策带来持续压力，更多关注政策免疫的服务、类消费和创新药

#### 投资要点

◇ 本周观点：降价是主基调，更多关注政策免疫的服务、类消费和创新药

降价是医药行业未来几年的政策主基调，从省市招投标竞价，到三明模式采购联盟、京津冀联合采购，再到国家药价谈判和最近的 11 市带量采购政策，目的都在药械降价；最近的医药板块弱市，反映出医药行业受前期医保局带量采购政策影响，制药行业（化药和中药）板块受压制比较大，虽然本次带量采购仅限于通过仿制药一致性评价的品种，但市场担忧可能政策会全面铺开，药品中标价格的当期大幅下跌与采购上量的滞后，药企可能利益受损。从医药子行业市场表现来看，政策免疫的医疗服务行业涨幅最大，消费性更强或者具有资源稀缺性的生物制品（主要是疫苗和血液制品）紧随其后，而政策紧密相关的化药、中药以及医疗器械（器械两票制）等涨幅落后医药生物指数。

我们建议更多关注政策免疫的医疗服务子板块，代表公司有爱尔眼科（300015）和美年健康（002044）；另外类消费的疫苗、名贵中药和具有资源稀缺性的血液制品，在药械降价中抵抗性较好，如华兰生物（002007）、智飞生物（300122）和东阿阿胶（000423）、云南白药（000538）；创新药降价压力较小，还可以通过国家药价谈判等方式迅速纳入医保目录，实现销售放量，相关标的有恒瑞医药（600276）、复星医药（600196）等。

◇ 一周市场回顾

上周医药生物板块周涨幅 2.83%，与申万其他一级行业指数相比表现相对落后（排涨跌幅榜第 16 位）。7 个子行业全线上涨，医疗服务板块周涨幅最大，为 5.99%；医药商业板块涨幅最小，为 1.24%。

个股涨跌幅榜中（剔除新股），表现前五的为：广济药业(14.65%)、海正药业(13.79%)、星普医科(13.14%)、理邦仪器(9.79%)和老百姓(8.78%)；跌幅前五为：必康股份(-27.09%)、福安药业(-8.83%)、华大基因(-6.66%)、润都股份(-6.36%)和花园生物(-6.15%)。

估值：截止上周五（9 月 21 日），医药生物（SW）全行业 PE（TTM）为 29 倍，PB（LF）3.4，从十年长周期历史估值来看，无论是 PE 还是 PB，医药行业估值都处于历史低位。医药生物对沪深 300 估值溢价率为 152.9%，溢价率处于 4 年历史低位。

◇ 重要行业政策和公司公告

行业：国务院办公厅印发《关于完善国家基本药物制度的意见》。《意见》几个关键点在：1) 目录动态调整，基本药物目录定期评估、动态调整，调整周期原则上不超过 3 年，对通过一致性评价的药品品种，按程序优先纳入基本药物目录；2)、取消省增补；3)、推进市(县)域内公立医疗机构集中带量



2018-09-03

《【联讯医药周报】板块估值降至底部，行业恢复有望引领一拨儿行情》2018-09-11

采购，推动降药价。

#### ◇ 医药（中药饮片、维生素原料药）价格跟踪

**成都中药材价格指数：**商务部发布的中国成都中药材价格指数本周 167.55 点，环比上周上涨 0.72，中药材价格指数创出新高（170.34）后，维持在历史高位附近。部分中药材价格涨幅明显。

**维生素（饲用）价格指数：**9 月 21 日，维生素价格指数为 165.0，较去年 12 月历史高点 398.9 点回落近 58.6%，基本回落到 2015 年初指数位置，具体细分品种方面，大部分品种市场报价回落到历史价格低位，仅维生素 D3 价格仍处历史高位，代表企业有花园生物（300401）。

#### ◇ 风险提示

政策风险，药械招标降价超预期风险，宏观经济风险

医药生物行业单周涨幅前十名			医药生物行业单周跌幅前十名		
代码	名称	单周涨跌幅	代码	名称	单周涨跌幅
000952	广济药业	14.65%	300194	福安药业	-8.83%
600267	海正药业	13.79%	300676	华大基因	-6.66%
300206	理邦仪器	9.79%	002923	润都股份	-6.36%
603883	老百姓	8.78%	300401	花园生物	-6.15%
600867	通化东宝	8.72%	000566	海南海药	-5.71%
603259	药明康德	8.67%	002932	明德生物	-5.59%
600763	通策医疗	8.39%	603222	济民制药	-4.94%
600196	复星医药	8.18%	002262	恩华药业	-4.85%
002349	精华制药	8.17%	002589	瑞康医药	-4.77%
300122	智飞生物	8.09%	002788	鹭燕医药	-4.44%



## 目 录

一、一周市场回顾：医保局带量采购政策下，医药反弹落后 .....	4
（一）行业整体：政策压制下，医药生物周涨幅 2.83% .....	4
（二）标题一：医药生物二级子行业上周表现：政策免疫的服务、生物制品涨幅居前 .....	4
（三）个股涨跌幅榜 .....	5
（四）医药生物估值比较：行业整体估值处于十年历史低位，溢价率维持低位 .....	6
二、重要行业政策和动态、公司公告 .....	7
（一）行业重要政策、新闻 .....	7
三、医药（中药饮片、维生素原料药）价格跟踪 .....	8
（一）中药材价格指数跟踪：持续缓步上升 .....	8
（二）主要原料药（维生素）价格跟踪 .....	9
四、联讯医药周观点 .....	11
本周观点：带量采购政策持续压力，更多关注政策免疫的服务、类消费和创新药 .....	11
五、风险提示 .....	12

## 图表目录

图表 1： SW 一级行业指数一周市场表现（9 月 17 日-9 月 23 日） .....	4
图表 2： 医药生物子行业上周市场表现 .....	5
图表 3： 今年以来医药生物子行业涨跌幅 .....	5
图表 4： 个股周涨幅榜前十 .....	5
图表 5： 个股周跌幅榜前五 .....	5
图表 6： 医药生物（SW）指数十年 PE、PB 波动区间（2008-2018 年） .....	6
图表 7： 医药生物（SW）与其他行业估值比较 .....	7
图表 8： 近四年医药生物（SW）相对沪深 300 PE（TTM）溢价率 .....	7
图表 9： 商务部中国成都中药材价格指数 .....	9
图表 10： 饲用维生素价格指数 .....	10
图表 11： 维生素 A 市场报价 .....	10
图表 12： 维生素 B2 市场报价 .....	10
图表 13： 维生素 B5（泛酸钙）市场报价 .....	10
图表 14： 维生素 B6 市场报价 .....	10
图表 15： 维生素 C 市场报价 .....	10
图表 16： 维生素 D3 市场报价 .....	11
图表 17： 维生素 E 市场报价 .....	11
图表 18： 生物素市场报价 .....	11
图表 19： 叶酸市场报价 .....	11



## 一、一周市场回顾：医保局带量采购政策下，医药反弹落后大市

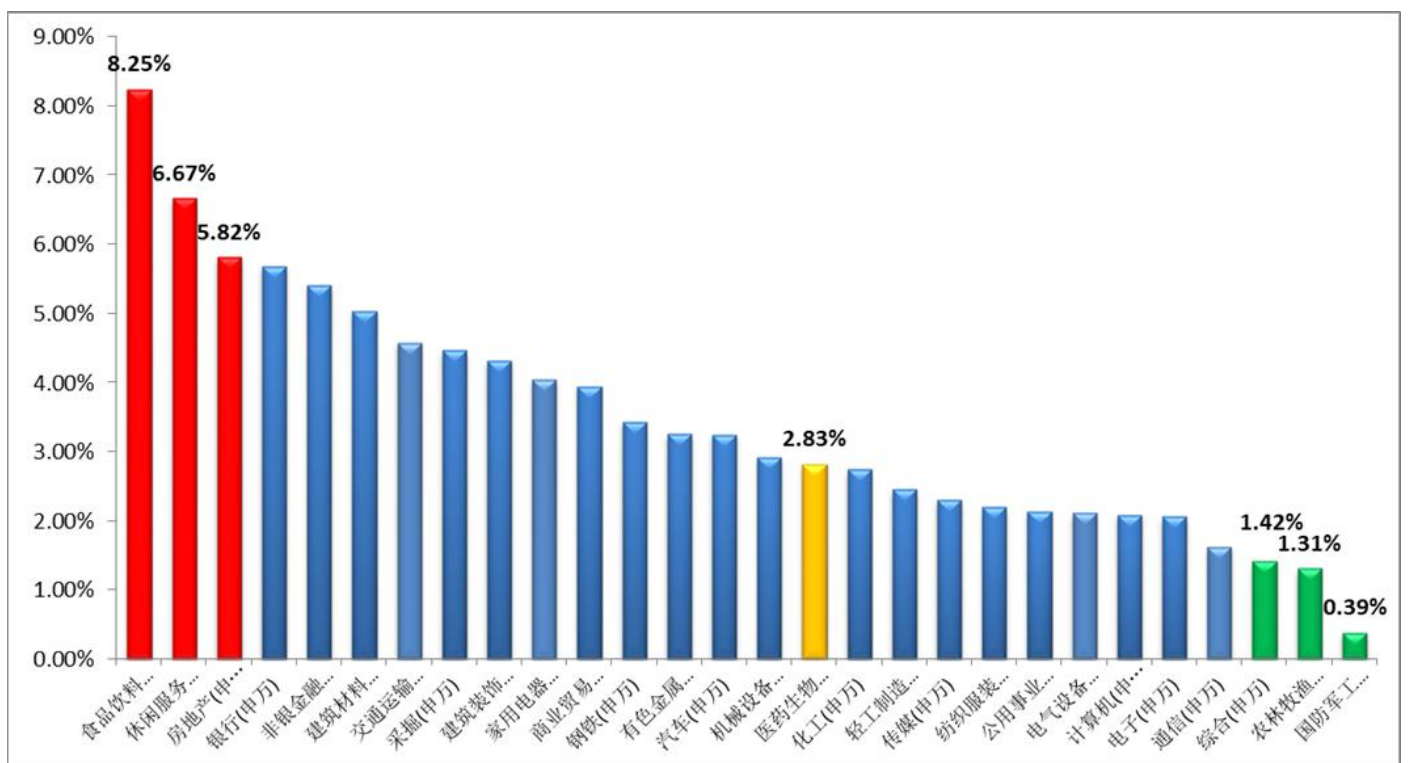
### （一）行业整体：政策压制下，医药生物周涨幅 2.83%

2018年9月第3周（9月17日-9月23日），两市迎来期盼已久的全面大反弹，大盘蓝筹引领上涨，沪深300指数大涨5.19%，创业板上涨3.26%，中小板指上涨3.90%。

28个SW一级行业全线上涨，受中秋国庆双节带动，食品饮料列涨幅榜第一位，周涨幅达8.25%，休闲服务和房地产分列涨幅榜第二、三位，分别为6.67%和5.82%；本周国防军工、农林牧渔和综合板块列涨幅榜后三位，分别为0.39%、1.31%和1.42%。

医药生物指数上周表现相对落后，周涨幅2.83%，排SW行业指数上周涨跌幅榜第16位，落后大盘指数上涨幅度。

图表1：SW一级行业指数一周市场表现（9月17日-9月23日）



资料来源：Wind, 联讯证券研究院

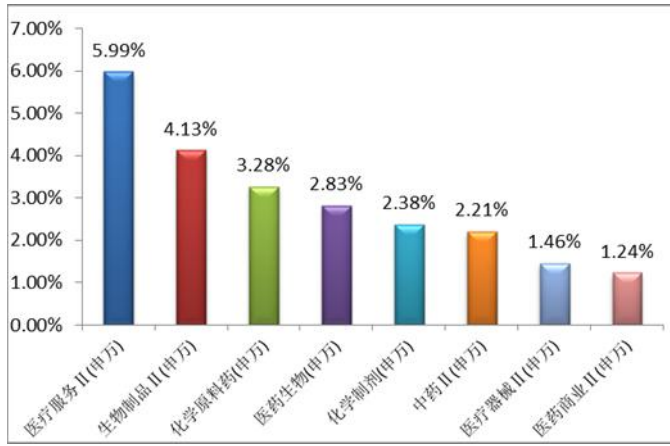
### （二）标题一：医药生物二级子行业上周表现：政策免疫的服务、生物制品涨幅居前

上周医药生物板块表现相对落后，但7个子行业全线上涨，医疗服务周涨幅最大，为5.99%；医药商业涨幅最小，为1.24%。我们分析医药行业受前期医保局带量采购政策影响，制药行业（化药和中药）板块受压制比较大，虽然本次带量采购仅限于通过仿制药一致性评价的品种，但市场预期后期可能政策会全面铺开，药品中标价格的当期大幅下跌与采购上量的滞后，药企可能利益受损。从事件发酵后的医药子行业本周涨幅情况来看，政策免疫的医疗服务行业涨幅最大，消费性更强或者具有资源稀缺性的生物制品（主要是疫苗和血液制品）紧随其后，而政策紧密相关的化药、中药以及医疗器械（器械两票制）等涨幅落后医药生物指数。



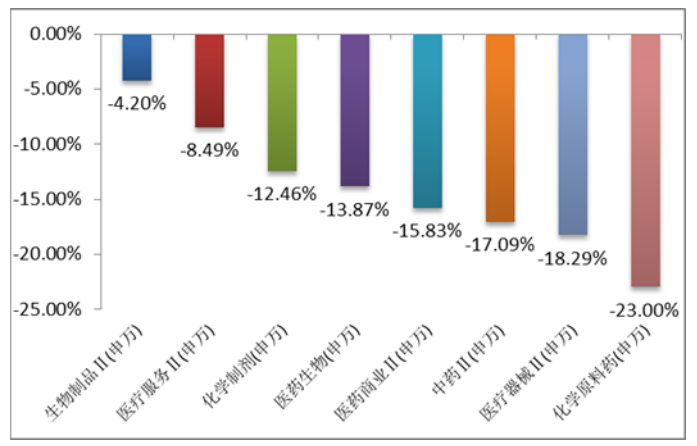
截止上周五收盘，今年以来，医药生物（SW）板块整体跌幅为-13.87%，其中生物制品跌幅最小，为-4.20%，医疗服务跌幅其次，为-8.49%；制药子行业跌幅居前，化学原料药跌幅最大，为-23.00%。

图表2：医药生物子行业上周市场表现



资料来源：Wind，联讯证券研究院

图表3：今年以来医药生物子行业涨跌幅



资料来源：Wind，联讯证券研究院

### （三）个股涨跌幅榜

上周医药生物行业个股涨跌幅榜中(剔除新股)，表现前五的为：广济药业(14.65%)、海正药业(13.79%)、星普医科(13.14%)、理邦仪器(9.79%)和老百姓(8.78%)。

跌幅前五为：必康股份(-27.09%)、福安药业(-8.83%)、华大基因(-6.66%)、润都股份(-6.36%)和花园生物(-6.15%)。

图表4：个股周涨幅榜前十

公司代码	公司名称	所属二级行业	周涨跌幅	年初至今	PE (TTM)	PB (LF)
000952	广济药业	化学制药	14.65%	-17.04%	17.4	3.5
600267	海正药业	化学制药	13.79%	-21.29%	769.5	1.7
300143	星普医科	医疗服务II	13.14%	-14.34%	72.7	2.6
300206	理邦仪器	医疗器械II	9.79%	-17.28%	68.6	3.3
603883	老百姓	医药商业II	8.78%	-3.62%	42.6	6.0
600867	通化东宝	生物制品II	8.72%	-3.93%	38.8	7.9
600763	通策医疗	医疗服务II	8.39%	61.62%	63.6	15.0
600196	复星医药	生物制品II	8.18%	-31.82%	25.7	3.0
002349	精华制药	中药II	8.17%	-21.39%	24.2	2.1
300122	智飞生物	生物制品II	8.09%	60.36%	76.2	21.1

资料来源：Wind，联讯证券研究院

图表5：个股周跌幅榜前五

公司代码	公司名称	所属二级行业	周涨跌幅	年初至今	PE (TTM)	PB (LF)
002411	必康股份	化学制药	-27.09%	-22.52%	36.4	3.4
300194	福安药业	化学制药	-8.83%	-32.35%	16.5	1.1
300676	华大基因	医疗器械II	-6.66%	-67.70%	64.7	6.3
002923	润都股份	化学制药	-6.36%	16.29%	28.9	3.4



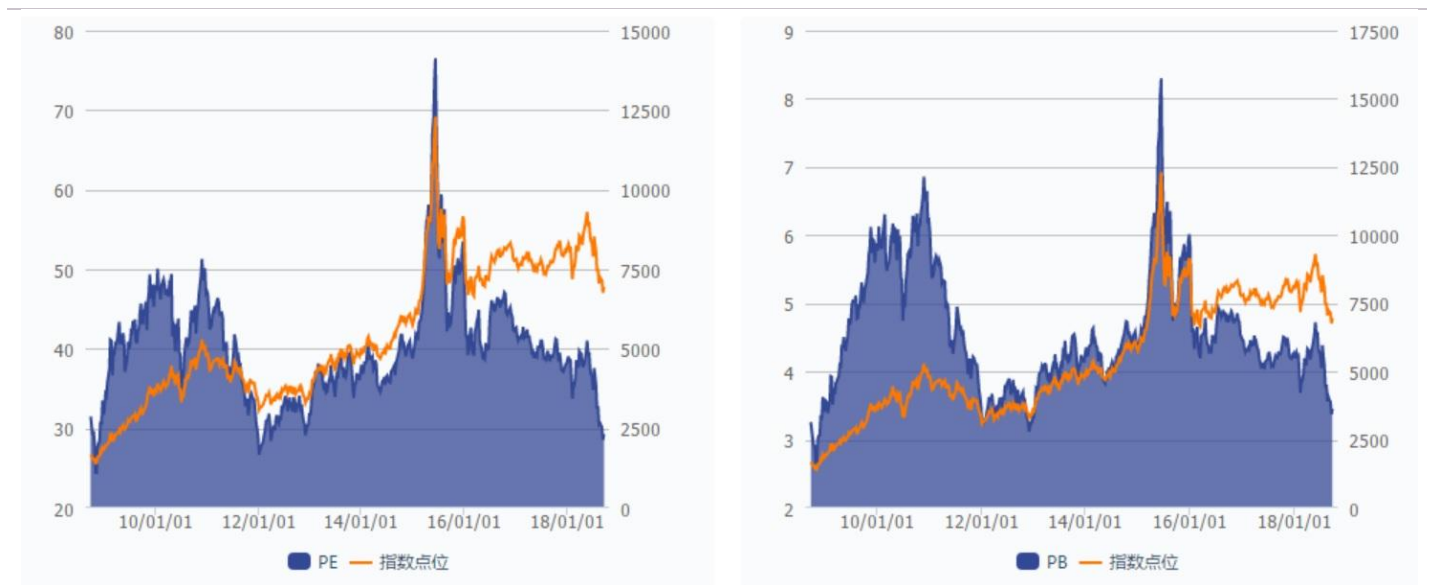
300401	花园生物	化学制药	-6.15%	-17.42%	33.3	4.9
--------	------	------	--------	---------	------	-----

资料来源: Wind, 联讯证券研究院

#### (四) 医药生物估值比较: 行业整体估值处于十年历史低位, 溢价率维持低位

截止上周五(9月21日), 医药生物(SW)全行业PE(TTM)约29倍, PB(LF)3.4, 从十年长周期历史估值来看, 无论是PE还是PB, 医药行业估值都处于历史低位。2008年-2018年十年长周期, 医药生物SW(801150)PE(TTM)之前有两个低点, 分别是2008年11月7日的24.44倍和2012年1月6日26.68倍, 目前指数PE估值处于第三个低点区间, 另外从十年长周期来看, 不论外围如何, 医药行业整体PE估值处于30倍以下区间时间极短, 我们认为大局观上看, 医药行业迎来十年历史最好配置区间。

图表6: 医药生物(SW)指数十年PE、PB波动区间(2008-2018年)

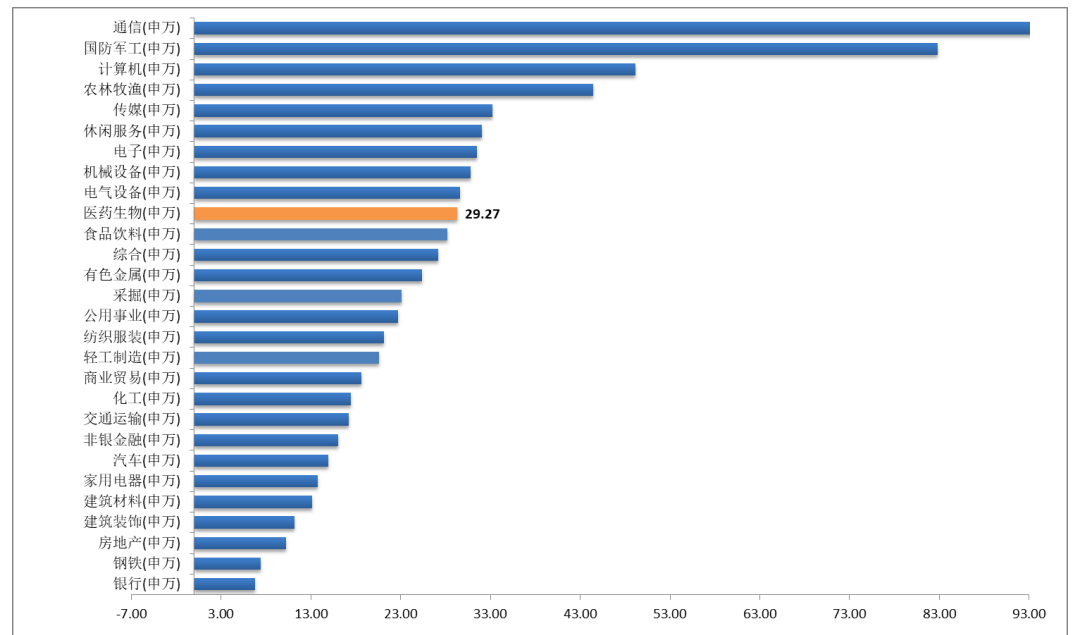


资料来源: Wind, 联讯证券研究院

与其他申万一级行业比较, 医药生物PE估值位于28个申万一级行业中间位置(第19位); 与沪深300PE(TTM)估值比较, 医药生物估值溢价率为152.9%, 溢价率处于4年历史低位附近。

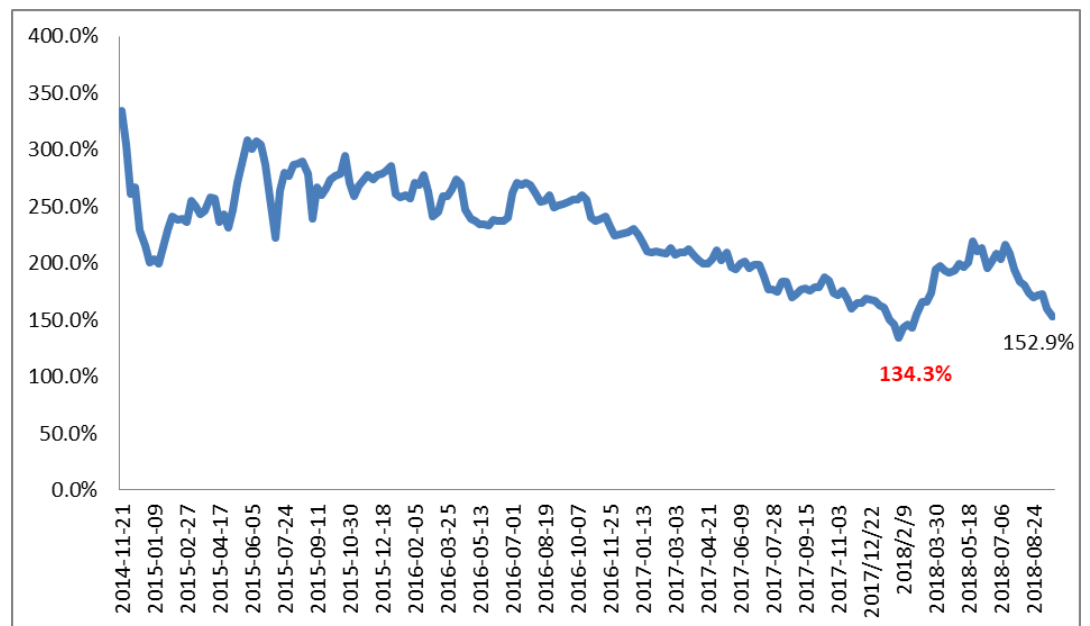


图表7： 医药生物（SW）与其他行业估值比较



资料来源：Wind，联讯证券研究院

图表8： 近四年医药生物（SW）相对沪深 300 PE（TTM）溢价率



资料来源：Wind，联讯证券研究院

## 二、重要行业政策和动态、公司公告

### （一）行业重要政策、新闻

1、9月19日，国务院办公厅印发《关于完善国家基本药物制度的意见》（国务院办公厅）。国务院办公厅印发《关于完善国家基本药物制度的意见》（以下简称《意见》）。《意见》几个关键点在：1）目录动态调整，基本药物目录定期评估、动态调整，调整周



期原则上不超过 3 年,对通过一致性评价的药品品种,按程序优先纳入基本药物目录;2)、取消省增补;3)、推进市(县)域内公立医疗机构集中带量采购,推动降药价。

**点评:** 此次调整在覆盖临床主要病种的基础上,重点聚焦癌症、儿科、慢性病等病种,调入有效性和安全性明确、成本效益比显著的 187 种中西药,其中肿瘤用药 12 种、临床急需儿童药品 22 种,均比原目录显著增加。调整后基本药物目录总品种扩充到 685 种。动态调整更有利于目录产品优胜劣汰,新产品更快纳入基药目录;取消省地方增补,增强国家目录的严肃性和公平性;另外推进国家带量采购下沉到市(县)域内公立医疗机构,也是降药价政策的延续,降药价仍然上未来一段时间医药政策主线。

**2、预期默沙东 Keytruda 将于 9 月 20 日在全国进行上市销售。**今年 7 月 26 日,默沙东宣布旗下 PD-1 抑制剂药物 Keytruda 帕博利珠单抗(Pembrolizumab)正式获得国家药品监督管理局审批,用于经一线治疗失败的不可切除或转移性黑色素瘤的治疗;此前的 6 月 15 日,CFDA 正式批准国内首个 PD-1 抑制剂——百时美施贵宝药品 Opdivo 纳武利尤单抗注射液(Nivolumab)上市,治疗部分非小细胞肺癌(NSCLC)成人患者。Opdivo 从递交上市到获批历时约 7 个月,而 Keytruda 历时 5 个多月,上市速度不断加快。

### 三、医药(中药饮片、维生素原料药)价格跟踪

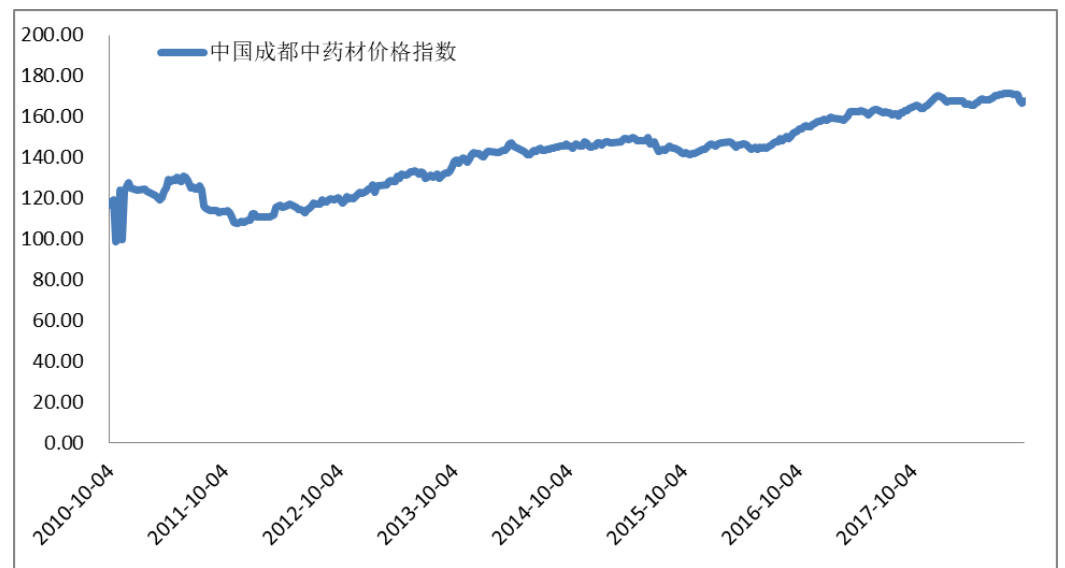
#### (一) 中药材价格指数跟踪:持续缓步上升

据商务部发布的中国成都中药材价格指数,本周中药材价格指数 167.55 点,环比上周上涨 0.72 点,中药材价格指数 8 月初创出新高(171.6)后,目前维持在历史高位附近。对比年初,截止目前中药材价格指数涨幅基本持平,但拉长周期看,从 2011 年 10 月见 107 点低位以来,近几年中药材价格指数持续慢步小幅上升,截止目前,涨幅约 56.6%。

但部分中药材价格涨幅明显。据中药材天地网的数据显示,近年来部分中药材价格暴涨,一些中药材品种的价格,仅 2017 年年底,就已经翻了好几倍,如作为消渴丸的主要原料玉米须涨幅超过 500%,山茱萸从 2 月的 27 元/千克,12 月已涨到 50 元;蝉蜕年初的 270 元/千克 8 月已涨到 420 元;成都中药材价格指数从 2011 年 10 月见 107 点低位以来,近几年中药材价格指数持续上涨,截止目前,涨幅约 57.39%。中药材周期有“五年一小涨,十年一大涨”,预计 2018 年中药材价格继续稳中上涨。



图表9： 商务部中国成都中药材价格指数



资料来源：商务部，联讯证券研究院

## （二）主要原料药（维生素）价格跟踪

近年来，环保政策持续收紧，中央和地方环保督查和安全检查等监管频频，目前，中央已经组织四批环保督察组，分赴各省市进行环保督查工作。医药原料药由于生产过程高污染、高排放，生产企业受到环保压力较大；**生产集中度双高：产地集中度高，生产企业集中度高**，多数品种由少数几个企业寡头垄断生产，如果部分企业因环保停产，相关品种供给端剧烈收缩；另外下游需求端对维生素需求相对刚性，而且涨价不敏感，涨价抵制较少。我们跟踪主要几种维生素市场报价走势。

目前（9月21日），维生素价格指数为165.0，较去年12月历史高点398.9点回落近58.6%，基本回落到2015年初指数位置，具体细分品种方面，大部分品种市场报价回落到历史价格低位，仅维生素D3价格仍处历史高位，A股代表企业有花园生物（300401.SZ）。

我们认为，近年来环保督查的常态化（已经第四批），过往牺牲环境求发展的历史已经一去不返，今年以来维生素原料药国内市场报价持续下滑，**一部分是对去年下半年涨价趋势中非理性价格的修正，另外也受养殖行业周期影响**；当前细分品种价格已经处于低位，我们预期未来将再次迎来维生素涨价周期，关注新和成（002001，VA、VE最大）、浙江医药（600216，VA、VE）、广济药业（000952，VB2最大）。

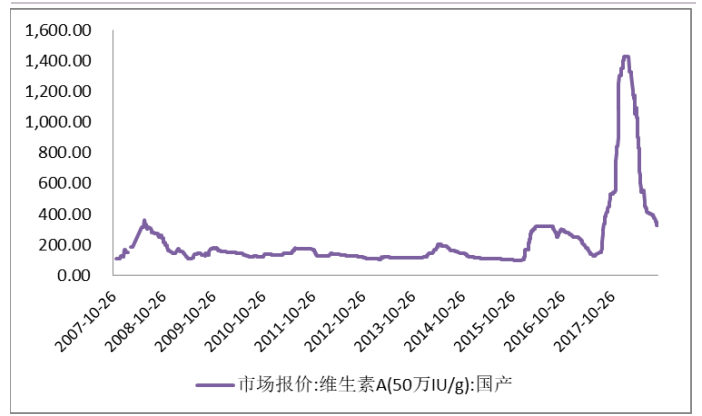


图表10: 饲用维生素价格指数



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表11: 维生素 A 市场报价



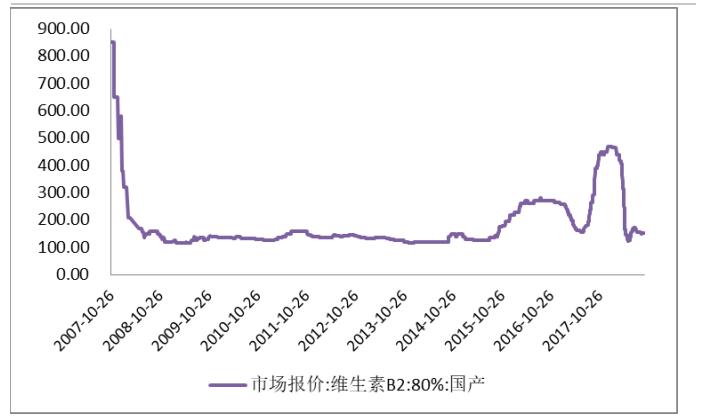
资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表12: 维生素 B2 市场报价



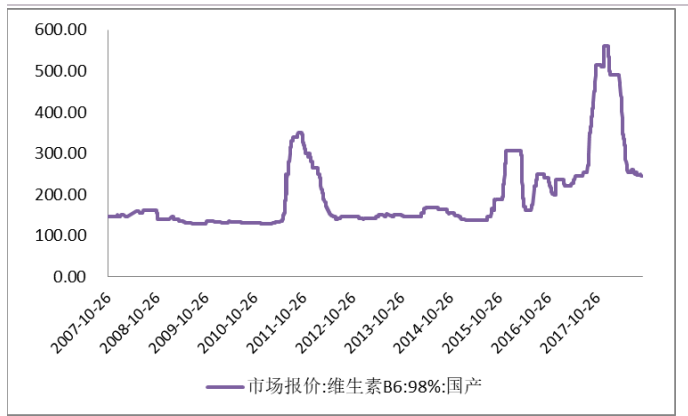
资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表13: 维生素 B5 (泛酸钙) 市场报价



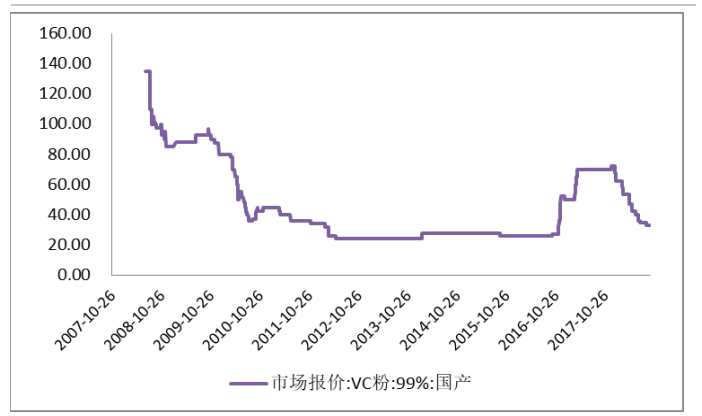
资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表14: 维生素 B6 市场报价



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

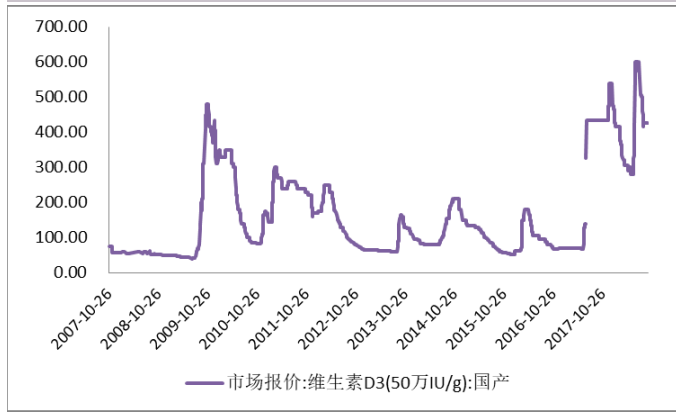
图表15: 维生素 C 市场报价



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

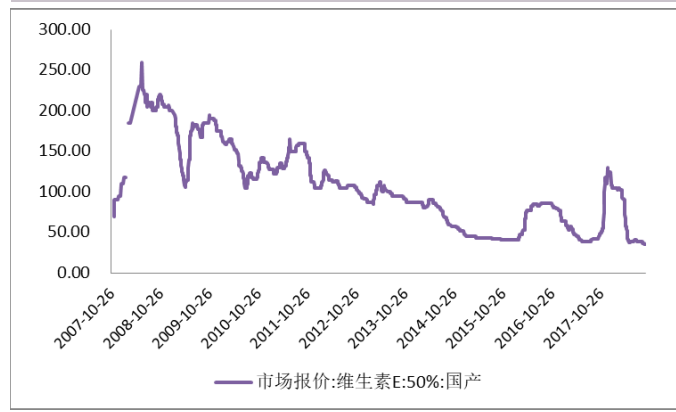


图表16: 维生素 D3 市场报价



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表17: 维生素 E 市场报价



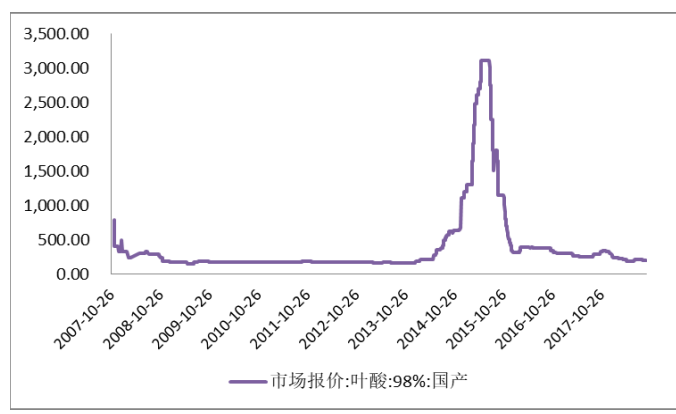
资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表18: 生物素市场报价



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表19: 叶酸市场报价



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

#### 四、联讯医药周观点

##### 本周观点: 带量采购政策持续压力, 更多关注政策免疫的服务、类消费和创新药

降价是医药行业未来几年的政策基调, 从省市招投标竞价, 到三明模式采购联盟、京津冀联合采购, 再到国家药价谈判和最近的 11 市带量采购政策, 目的都在药械降价; 最近的医药板块弱市, 反映出医药行业受前期医保局带量采购政策影响, 制药行业 (化药和中药) 板块受压制比较大, 虽然本次带量采购仅限于通过仿制药一致性评价的品种, 但市场担忧可能政策会全面铺开, 药品中标价格的当期大幅下跌与采购上量的滞后, 药企可能利益受损。从医药子行业市场表现来看, 政策免疫的医疗服务行业涨幅最大, 消费性更强或者具有资源稀缺性的生物制品 (主要是疫苗和血液制品) 紧随其后, 而政策紧密相关的化药、中药以及医疗器械 (器械两票制) 等涨幅落后医药生物指数。

我们建议更多关注政策免疫的医疗服务子板块, 代表公司有爱尔眼科 (300015) 和美年健康 (002044); 另外类消费的疫苗、名贵中药和具有资源稀缺性的血液制品, 在药械降价中抵抗力较好, 如华兰生物 (002007)、智飞生物 (300122) 和东阿阿胶 (000423)、云南白药 (000538); 创新药降价压力较小, 还可以通过国家药价谈判等方式迅速纳入医保目录, 实现销售放量, 相关标的有恒瑞医药 (600276)、复星医药 (600196) 等。



## 五、风险提示

政策风险，药械招标降价超预期风险，宏观经济风险



## 分析师简介

李志新，中国科学院生物化学与分子生物学博士。2015年11月加入联讯证券，现任研究院医药行业分析师，证书编号：S0300518010002。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，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，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)