

深度报告——《创新大牛市》公司篇之东诚药业

核药龙头，重装启航

证券分析师：杜佐远 证券投资咨询执业证书编码：S1190517110001

联系人：王斌 证券投资咨询执业证书编码：S1190118050039

2018年6月15日



概要

- 投资摘要：买入！
.....
- 基本情况：国内核医药行业龙头
.....
- 核医药行业：政策东风加速行业扩容
.....
- 云克药业：2018年业绩增速有望回升
.....
- GMS：现有品种丰富，成长空间大
.....
- 安迪科：PETCT配置权限下放，处于快速增长期
.....
- 全国性核药房布局即将完成，先发优势明显
.....
- 后续品种储备丰富，长期增长无忧
.....
- 那屈肝素钙快速增长，原料药业务走出底部
.....
- 盈利预测和投资评级
.....

 **投资建议：买入**

投资要点

收购整合核医药产业链，华丽转型核医药龙头

2015年进军核医药领域，先后收购云克药业、GMS、益泰医药和安迪科等企业，实现了对单光子药物和正电子药物、诊断药物和治疗药物的全覆盖，并搭建了研发、生产和销售配送在内的核医药全产业链平台。2017年核医药业务利润占比已超过50%，2018年有望提升至70%以上，实现从生化原料药/制剂到核医药的华丽转型。

核医药：2家寡头竞争，壁垒极高，竞争格局好，盈利能力极强，与市场预期不同行业空间大

核医药2家寡头竞争，壁垒极高，竞争格局好，市场空间大，盈利能力极强——净利率40%&50%也不为过。诊断性核药保证核药5年较快增长，治疗性核药保证核药中长期较快增长并打开成长天花板。2017年核心的8个核药产品出厂价收入30亿元，其中：东诚药业约7亿，中国同福约20亿，若不考虑中国同福11亿收入的尿素¹⁴C和尿素¹³C胶囊，双方规模相当。预计未来7年核心的8个核药将从30亿元成长到100亿元，年增长20%，东诚凭借民营体制，近年来市场份额逐步提升。

政策东风加速行业扩容，现有品种支撑核药板块5年较快增长

诊断性核药需求旺盛，瓶颈在于医院仪器保有量严重不足。大型医疗设备分类调整后，PETCT配置审批权限下放至省级、SPECT取消配置审批，审批流程的简化将加快设备配置速度；以上海联影为代表的国产PETCT上市，价格下降将增强医疗机构配置设备的意愿，两方面因素将共同促进装机量提升，进而带动¹⁸F-FDG、锝[^{99m}Tc]等诊断性核药成长。我们测算¹⁸F-FDG、锝[^{99m}Tc]标记药物均有5-10倍的成长空间。云克注射液为高临床价值的独家产品，终端增长快速，经过2017年渠道调整，2018年将重回两位数增长，具3倍以上成长空间。此外，尿素¹⁴C胶囊、碘[¹²⁵I]密封籽源等品种均有3倍以上成长空间。现有产品线足以支撑公司核药板块在5年内保持较快增长。

投资要点

加快具“资源”属性的核药房全国布局，先发优势明显

公司有多个核药房已投入运营（安迪科8个，GMS7个），在建/计划兴建超过15个核药房，完成全国布局。核药房具“资源”属性，是战略卡位。公司已着手进行核药房之间的整合，实现旗下不同企业之间资源、渠道、产品共享。核医药行业有诸多进入壁垒，公司先发优势明显，未来核医药行业竞争格局稳定，中国核医药市场将由东诚和中国同辐寡头垄断。

后续产品储备丰富，长期增长无忧

公司通过自主研发、并购、获得产品代理权等方式储备多个品种，特别是治疗性核药，中长期增长无忧。其中创新药铼^[188 Re]-HEDP已进入临床IIb期，18年独家代理—氯化锶^[89Sr]，未来合计将是10亿重磅品种。全球核药蓬勃发展，特别是短半衰期核素药物如果想打入中国市场，必须借助国内核药房网络（东诚或同福）进行生产和销售，例如重磅品种镭-223、镭-177。而东诚拥有“核药房最多+民营机制”，最具竞争力，最受益！

那屈肝素钙快速增长，原料药业务走出底部

随着中标范围不断扩大，那屈肝素钙进入快速放量期，后续还有依诺肝素和达肝素钠陆续上市，低分子肝素制剂品种将逐步丰富。肝素原料药和硫酸软骨素业务将走出底部，随着核医药板块利润占比逐步提升，生化原料药板块将成为公司“现金牛”业务，为公司转型升级提供资金支持。

五年三倍市值空间，具“资源”属性的稀缺标的，行业空间大，首次覆盖，“买入”评级

诊断性核药保证未来5年较快增长，治疗性核药保证长期较快增长并打开成长天花板，全球核药近几年蓬勃加速发展，尤其是治疗性核药作为肿瘤靶向药的一个分支，空间巨大，而极高的壁垒和极好竞争格局决定了国内市场仅东诚和同福分享巨大蛋糕。公司产品储备丰富，未来将持续通过自主创新、仿制、获得产品授权等方式持续丰富自身产品线。预计18-20年净利润3.00/3.70/4.50亿元，增长74%/23%/22%，其中核心业务核医药增速快于整体增速。股价经历了长期调整消化估值后，18PE27X（考虑定增），相比其他医药龙头，具性价比。首次覆盖，买入评级。分部估值，18年合理估值116亿元，19年合理估值138亿元，五年合理估值270亿元。

风险提示：原料药业务波动影响整体净利润，对市场信心有影响，但对实际估值影响小。

业绩及市值展望

诊断性核药保证未来5年较快增长，治疗性核药保证长期较快增长。公司后续产品储备丰富，未来将持续通过自主创新、仿制、获得产品授权的方式持续丰富自身产品线。预计18-20年净利润3.00/3.70/4.50亿元，增长74%/23%/22%，其中核心业务核医药增速快于公司整体增速。股价经历了长期调整消化估值后，18PE27X（考虑定增），相比其他医药龙头，极具性价比。首次覆盖，买入评级。

18年市值展望：116亿元。**1) 核医学：**18年净利润2.13亿元，增长94%，考虑核医药板块2家寡头竞争，壁垒极高，竞争格局好，市场空间大，盈利能力极强，应给予一定估值溢价，给予45倍PE，对应2018年市值96亿元。**2) 普通制剂：**以那屈肝素钙为代表的低分子肝素制剂保持快速增长，有望陆续获批依诺肝素、达肝素，18年净利润0.45亿元，给与30倍PE，对应2018年市值13.5亿元。**3) 原料药扣除集团费用等：**18年净利润0.42亿元，给予15倍PE，对应2018年市值6.3亿元。

19年市值展望：138亿元。**1) 核医学：**19年净利润2.74亿元，增长29%，考虑核医药板块2家寡头竞争，壁垒极高，竞争格局好，市场空间大，盈利能力极强，应给予一定估值溢价，给予42倍PE，对应2019年市值115亿元。**2) 普通制剂：**以那屈肝素钙为代表的低分子肝素制剂保持快速增长，有望陆续获批依诺肝素、达肝素，18年净利润0.54亿元，给与30倍PE，对应2018年市值16.2亿元。**3) 原料药扣除集团费用等：**18年净利润0.42亿元，给予15倍PE，对应2018年市值6.3亿元。

五年三倍市值空间，稳定收益，首次覆盖，“买入”评级。**1) 核医学：**23年净利润6.54亿元，增长23%，考虑核医药板块2家寡头竞争，壁垒极高，竞争格局好，市场空间大，盈利能力极强，应给予一定估值溢价，给予35倍PE，对应2023年市值230亿元。**2) 普通制剂：**以那屈肝素钙为代表的低分子肝素制剂保持快速增长，有望陆续获批依诺肝素、达肝素，23年净利润1亿元，给与30倍PE，对应2023年市值30亿元。**3) 原料药扣除集团费用等：**23年净利润0.42亿元，给予15倍PE，对应2023年市值6.3亿元。**合计270亿市值。**

东城药业发展三阶段和业绩趋势示意图

1998-2011

传统产业：公司持续深耕国内外生化药品市场，主导产品包括肝素钠、硫酸软骨素等。产品远销美国、欧盟、俄罗斯、巴西、日本和韩国等地区，为公司上市和后续产业链整合奠定了坚实的基础。

平凡期：深耕生化药市场

前身为烟台东诚生化有限公司，成立于1998年12月，2007年12月整体变更为股份有限公司。2000年率先通过GMP认证，2003年硫酸软骨素产品获得美国DMF注册号。2005年成为国内首家获得欧盟EDQM签发的cos证书的制药企业，肝素钠产品获得美国FDA认证。公司多次顺利国际药政管理机构现场GMP检查。

2012-2017

进军核医药：2015年起开始进军核医药领域，先后收购成都云克、上海益泰、GMS、安迪科等公司股权。其中成都云克为放射性药物生产平台，上海益泰为放射性药物研发平台，上海欣科(GMS子公司)为放射性药物即时标记与配送平台(核药房)，安迪科为正电子药物生产平台。目前公司已经实现了对单光子药物和正电子药物、诊断药物和治疗药物的全覆盖，成为一家完善的核素药物和核医学解决方案的提供商。

产业链延伸：先后收购大洋制药和中泰生物，进一步提升了公司在肝素制剂和硫酸软骨素领域的市场竞争力。

开拓期：进军核医药+产业链延伸

2012年：成功上市；同年收购大洋制药80%股权。

2015年：收购云克药业52.11%股权。

2016年：通过增资取得成都欣科医药有限公司20%股权；收购Global Medical Solutions 100%股权；收购上海益泰医药公司83.5%的股权；中泰生物制品有限公司70%股权。

2017-2018年：收购安迪科100%股权。

2018-未来

核医药业务步入整合&收获期：历经三年努力，完成核医药产业链收购。随着大型医疗设备分类调整，PETCT配置审批权限下放，SPECT配置无需审批，政策利好加快相关设备装机量提速，钨^[99mTc]标记药物和^{18F}-FDG销售有望迎来快速增长期。除此之外，公司其余核医药产品如云克注射液、碘^[I-125]密封籽源度、尿素^[C-14]胶囊等均有数倍增长空间。

飞跃期：核医药产业链整合&收获

核医药行业壁垒高，竞争格局稳定，盈利能力强。东诚药业也即将完成全国性核药房网络布局，渠道先发优势明显，将尽享核医药行业发展红利。

中长期增长无忧：诊断性核药保证未来5年较快增长，治疗性核药保证长期较快增长。公司后续产品储备丰富，未来将持续通过自主创新、仿制、获得产品授权的方式持续丰富自身产品线。

1998

2012

2018

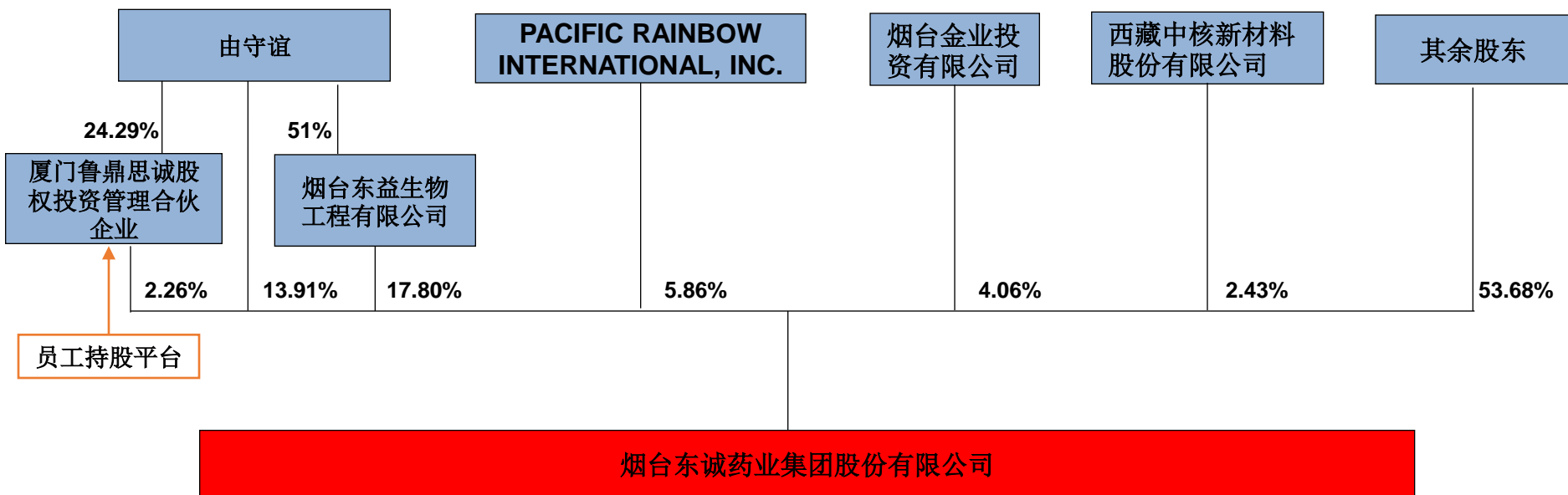
数据来源：公司公告、太平洋证券研究院；红色曲线代表股价，紫色曲线代表净利润

基本情况：国内核医药行业龙头

股权结构： 民营控股， 员工持股

- ◆ 东城药业创立于1988年，2007年整体变更为股份有限公司，2012年成功在深交所上市。目前公司主营业务横跨生化原料药、普通制剂、核医药三大领域。公司现任董事长、总理由守谊先生直接持有公司13.91%股权。此外由守谊先生还持有烟台东益生物工程有限公司51%股权，在鲁鼎思诚中占有其24.29%的出资比例，并担任执行事务合伙人。公司实际控制人为由守谊先生。
- ◆ 鲁鼎思诚为东诚药业和云克药业部分高管和员工持股平台。在对安迪科原股东的增发完成后，厦门鲁鼎志诚（东诚药业员工持股平台）、天津诚正（安迪科高管和员工持股平台）和罗志刚（安迪科董事长兼总经理）分别持有公司303.68万股、698.69万股和491.36万股。公司激励措施充分，多个持股平台的设立将激励员工方面将起到积极的作用

图：东城药业股权结构（截至2018年6月）

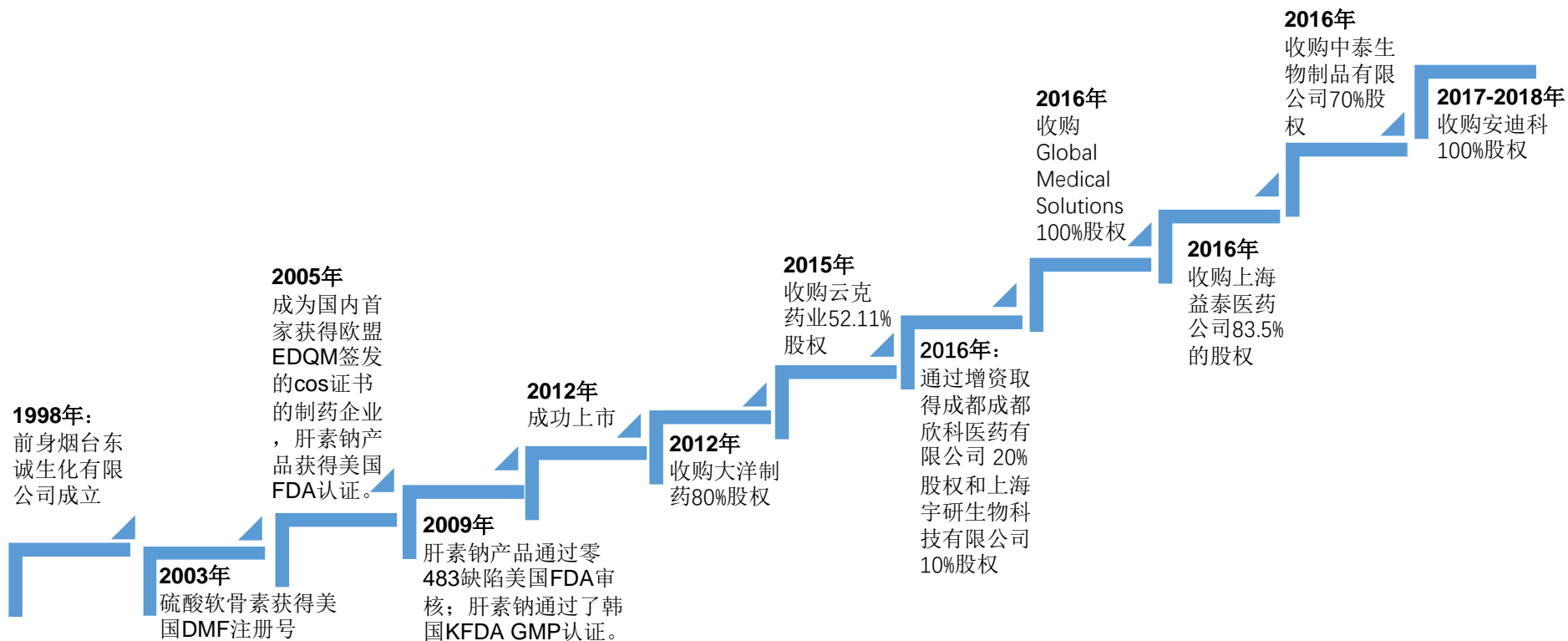


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

发展历程：大力布局核医药

- ◆ 公司在上市前以生化药品销售为主，主导产品包括肝素钠、硫酸软骨素等，公司相继通过了美国、欧盟等海外规范药政市场认证。
- ◆ 2012年公司成功上市，开启了进军核医药和产业链整合步伐。先后收购云克药业、GMS和安迪科3家核医药生产企业和和1家医药研发企业（上海益泰），同时参股成都欣科、中硼联康，实现了对核医药研发到生产、销售的全产业链布局。此外公司在 2012年和 2016年先后收购大洋药业和中泰生化，进一步增强了公司在制剂和硫酸软骨素领域的竞争力。

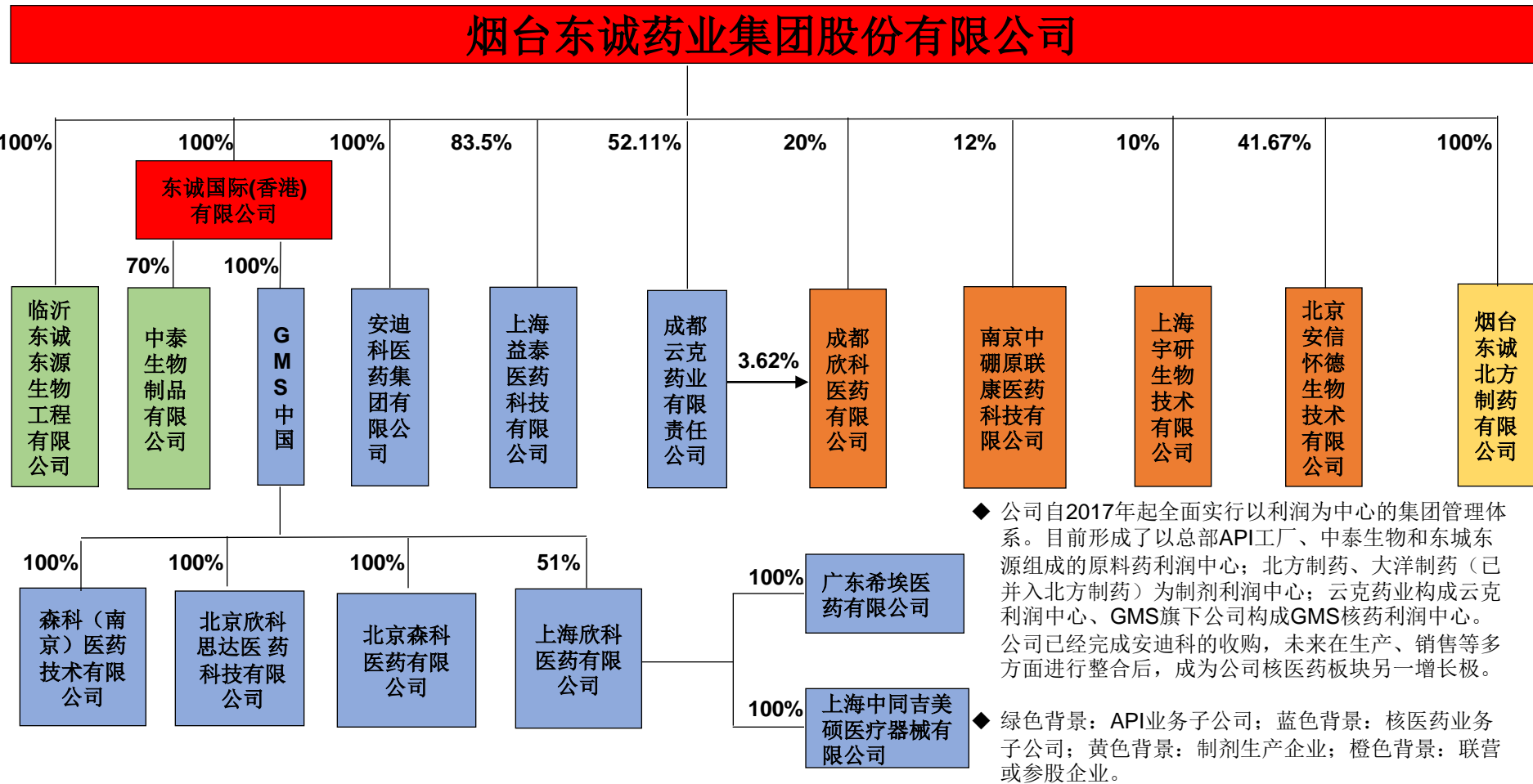
图：东城药业发展历程



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

业务板块、子公司

图：东城药业下属子公司（截至2018年1季度）



◆ 公司自2017年起全面实行以利润为中心的集团管理体系。目前形成了以总部API工厂、中泰生物和东城东源组成的原料药利润中心；北方制药、大洋制药（已并入北方制药）为制剂利润中心；云克药业构成云克利润中心、GMS旗下公司构成GMS核药利润中心。公司已经完成安迪科的收购，未来在生产、销售等多方面进行整合后，成为公司核医药板块另一增长极。

◆ 绿色背景：API业务子公司；蓝色背景：核医药业务子公司；黄色背景：制剂生产企业；橙色背景：联营或参股企业。

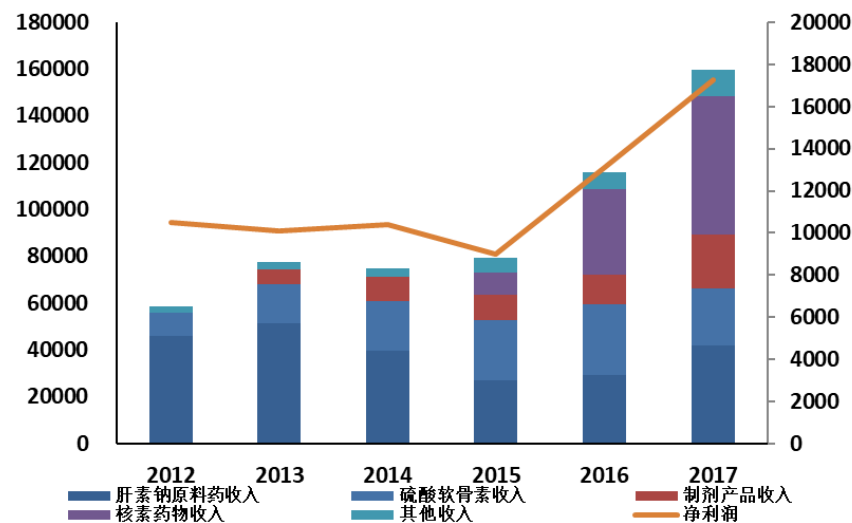
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

业绩概况：预计18年核医药净利润占比70%

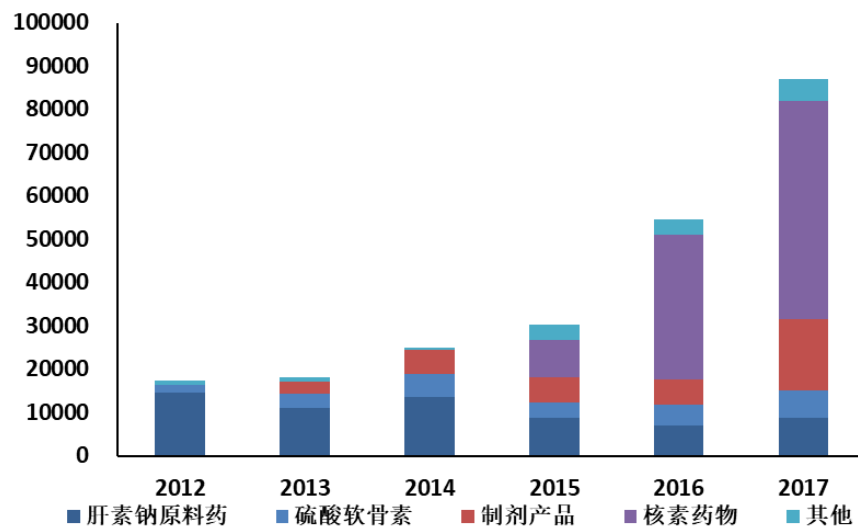
◆2012年前，公司以生化原料药业务为重点。上市后公司开启了外延式发展的步伐。先后收购了大洋制药和中泰生物，进一步提升了公司在制剂和硫酸软骨素领域的市场竞争力，随后于2015年获得了注射用那曲肝素钙批文，完善了肝素产业链。2015年前公司收入来源主要是肝素钠原料药、硫酸软骨素。受到肝素原料药、硫酸软骨素价格的下降等不利因素干扰，公司业绩增长缓慢，营业收入保持在8亿元左右，净利润保持在1亿元左右。

◆2015年通过收购云克药业首次涉足核医学产业，相继收购上海益泰、GMS、安迪科等公司股权，完成了单光子药物和正电子药物、诊断药物和治疗药物全覆盖。公司收入和利润结构也出现了较大变化，2017年核医药收入占比已经达到37%，毛利占比达到了58%。2017年公司实现归属上市公司股东净利润1.73亿元，其中云克药业贡献0.73亿元，上海欣科贡献0.22亿元，核医药板块的利润贡献率已经超过了50%，随着2018年2季度起安迪科完全并表，核医药板块对于公司的利润贡献度将进一步提升至70%。

图：东城药业营业收入、净利润



图：东诚药业各项业务毛利

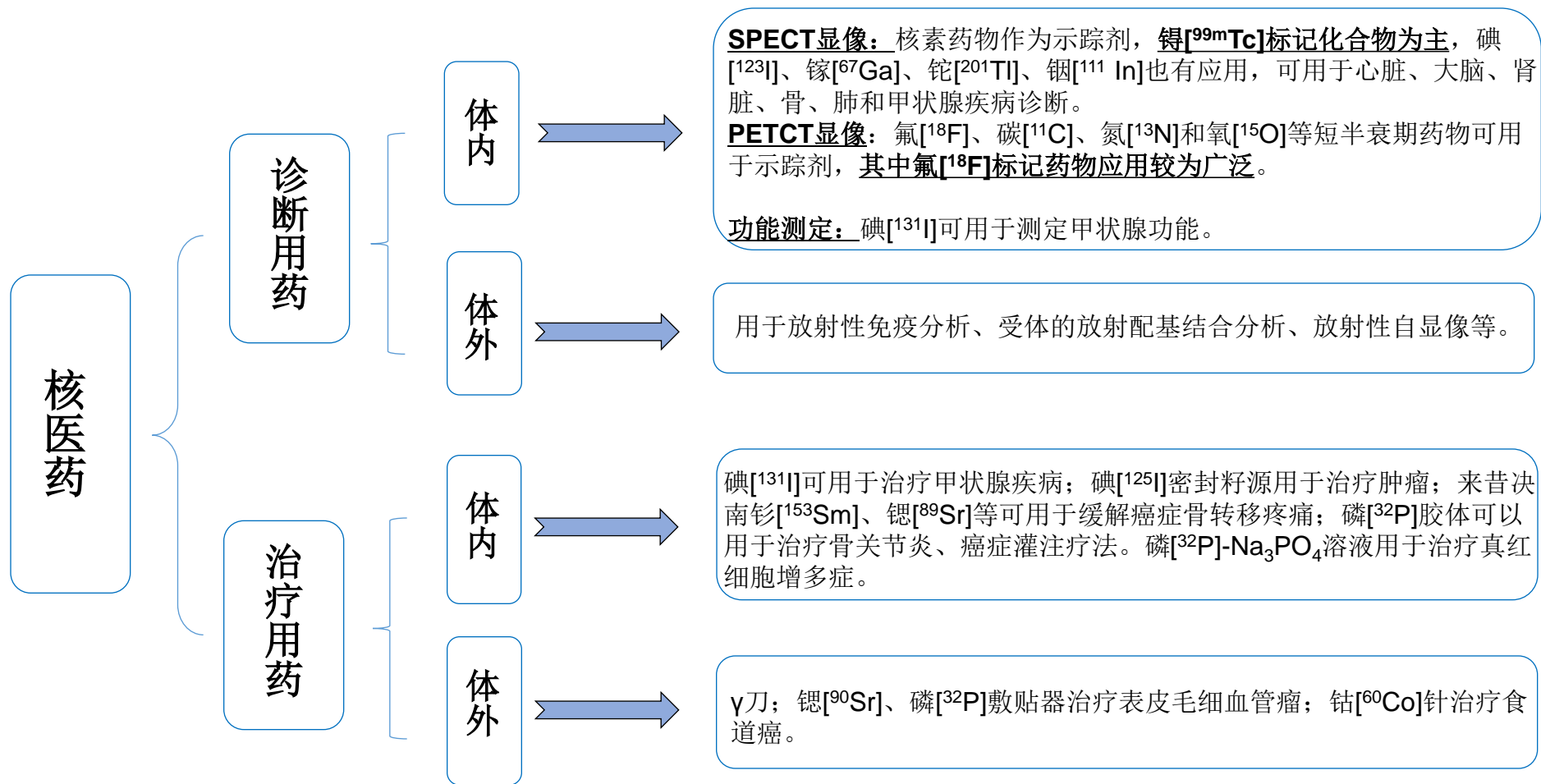


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

核医药行业：政策东风加速行业扩容

核医药简介

图：核医药分类



资料来源：太平洋证券研究院

中国已上市核心的8个核药分析——市场空间大

表：中国已上市核心的8个核药分析

分类	药品	适应症	纳入医保情况	出厂价收入	5-10年空间	竞争格局（出厂价收入）	未来增速预期
治疗性用药	锝 ^[99Tc] 亚甲基二膦酸盐注射液（云克注射液）	类风湿性关节炎、强直性脊柱炎、甲亢突眼、肿瘤骨转移等免疫性疾病和骨性疾病。	核医学科以医疗技术报销	约3亿元	10亿以上	东诚（云克药业）独家产品	10-20%
	碘 ^[125I] 密封籽源	对射线低至中性敏感的肿瘤永久性植入治疗；也适用于经放射线外照射治疗残留的肿瘤以及复发的肿瘤。	新进全国医保乙类	约6亿元	20亿	东诚（上海欣科、云克药业）合计1.2亿元、中国同福（原子高科）1.1亿元（扣除代理上海欣科产品收入）、北京智博高科1.59亿元、宁波君安、天津赛德、深圳拉尔文合计约2.11亿元。	20-25%
	碘 ^[131I] 口服液	甲亢、甲状腺癌及转移癌以及其他甲状腺相关疾病锝诊断和治疗。	全国医保乙类	约3亿元	5亿以上	中国同福（原子高科、成都中核高通）2.75亿元、中国工程物理研究院核物理与化学研究所销售约0.11亿元。东诚（上海欣科）代理同福碘 ^[131I] 口服液，约3000万元。	5-10%
	氯化锶 ^[89Sr]	治疗癌症骨转移疼痛	全国医保乙类	8676万元	3亿以上	中国同福（成都中核高通、上海原子科兴）8520万元；宁波君安、GE合计约156万元，18年1月GE由东诚（安迪科）独家代理。	20-30%
诊断性用药	氟 ^[18F] 脱氧葡萄糖注射液	用于PET-CT检查中肿瘤显像，可为肿瘤早期诊断、肿瘤分期、肿瘤治疗评价等提供精准诊断依据。	未进入医保	约4.5亿元	20亿以上	中国同福（原子高科、原子科兴）1.7亿元，东诚（安迪科）1.3亿元，医院自制1.5亿元	20-30%
	锝 ^[Tc-99m] 标记影像剂	用于SPE-CT检查中用于骨显像、甲状腺显像、脑显像、唾液腺显像、异位胃粘膜显像。	医保乙类	约1.36亿元	10亿以上	中国同福（原子科兴、成都中核高通）1.06亿元，东诚药业（上海欣科、广州希埃）3000万元。	20-30%
	尿素 ^[C-14] 胶囊	幽门螺旋杆菌感染检测。	未进入医保	8.9亿元	25-30亿	中国同福（中核海德威）8.2亿元，东诚（上海欣科）7000万元；	20-30%
	尿素 ^[C-13] 胶囊	幽门螺旋杆菌感染检测。	未进入医保	3.7亿元	5亿以上	中国同福（中核海德威）2.74亿元；其余厂家：北京勃然制药；北京海德润医药集团；协和药业等，北京华亘安邦科技负责销售，预计收入为0.96亿元。	5-10%
合计				30亿	100亿		~20%

资料来源：相关公司公告，公司网站，PDB，CFDA，太平洋证券研究院

核医药行业发展优势和特点

高壁垒：

从事核医药生产、销售和使用需要通过GMP认证之外，还需要获得国家或省级环保部门颁发的**辐射安全许可证**。2017年生态环保部仅颁发了**15张**辐射安全许可证，东诚药业（包括云克药业、安迪科、上海欣科）获得了**其中5张**。获得辐射安全许可证需要经过**技术审评、现场核查、专家审查**等环节，对企业的生产运营和内部管理要求较高。此外还需要取得药监部门颁发的**放射性药品生产许可证和经营许可证**。

市场空间大：

云克注射液、锝^[99mTc]标记药物、氟^[18F]脱氧葡萄糖注射液与现有市场规模相比均具有数倍成长空间，公司核医药业务持续高速增长具备良好的市场基础。

高成长：

核医学发展方兴未艾，我国目前核医学科仅有**891个**（2015年数据），仅为三级医院数量的**40%**，普及率仍有提升空间。根据MED raysintell的数据，2015年美国有**12500台SPECT**和**2300台PET**，PETCT和SPECT每百万人保有量分别为**7.12台**和**38.69台**，同年我国为**0.17台**和**0.48台**，远低于美国的水平；我国PETCT和SPECT每百万人保有量仅为世界平均水平的**25%**和**13%**。**未来我国PET和SPECT的保有量还有巨大提升空间。**

核医药行业发展优势和特点

盈利能力极强：

毛利率高，销售费用率不太高，净利率极高：云克药业毛利率超过**90%**，净利率保持在**40%**以上且呈上升态势；安迪科净利率保持在**35%**左右（**若仅考虑核药F-18，净利率预计50%**），远超医药行业平均水平。由于核医药竞争格局良好，不会出现价格竞争。

政策利好：

PETCT配置审批权限下放、SPECT配置取消审批将加快医疗设备配置速度，进而带动相关配套示踪试剂销量提升。

龙头企业先发优势明显：

短半衰期核素药物需要就近生产供医疗机构使用，因此需要建设核药房。拥有全国性核药房覆盖网络的企业将具有渠道先发优势。

大型医疗设备分类调整，核医药行业迎来政策性利好

- ◆ 国内PET-CT市场主要被GE、西门子和飞利浦3家占据，竞争不充分，设备价格高昂（2000万元以上）。PET-CT自2004年起被纳入甲类大型医疗器械进行管理，进行配置购买需逐级上报，由国务院卫生行政部门审批，流程繁琐冗长，限制了PET-CT保有量的增长。2018年4月卫健委发布了《大型医用设备配置与使用管理办法(2018)》，PET-CT被纳入乙类，**配置审批权限下放至省级卫生计生委**。审批流程的简化将极大调动医疗机构配置PETCT的积极性。对于民营医疗机构如第三方影像中心，国务院已经于2017年已经取消了其购置乙类大型医用设备的审批，其购置PETCT将不需要审批。SPECT在本次调整中被移出乙类目录，进行配置将不需要审批，预计SPECT装机量将大大提升。
- ◆ 大基康明、锐视康、上海联影和东软医疗等国内企业已经实现了PET-CT的国产化，深圳贝斯特、北京滨松光子也推出了国产SPECT；联影生产的PET-CT价格约在1200-2000万之间，为进口产品价格70-90%，降低了医院购置设备的经济负担，提升了医疗机构配置设备的意愿。**两方面积极因素将使PET-CT装机有望提速**。
- ◆ 设备装机量的增加将会带动检查量的提升，相关诊断核药物市场空间将会打开。核医药行业迎来政策性利好。

图：PETCT和SPECT配置审批变化

2004年

发改委、财政部发布《大型医用设备配置与使用管理办法》，PET-CT被纳入甲类，由国务院卫生行政部门管理。SPECT被纳入乙类，由省级卫生行政部门管理。

2011年

原卫生部、发改委发布《2011-2015年全国正电子发射型断层扫描仪配置规划》，到2015年底，全国总体规划配置PETCT270台，2011-2015年全国规划新增配置160台。

2018年

卫健委发布《大型医用设备配置与使用管理办法(2018)》，将PETCT纳入乙类，**由省级卫生计生委负责配置管理**。SPECT移出乙类目录，**配置不需要审评**。

2008年

原卫生部、发改委发布《2008-2010年全国正电子发射型断层扫描仪配置规划》，本周期规划配置PETCT 38台，至2010年底全国总体控制在96台以内。

2017年

国务院**取消**社会办医疗机构乙类大型医用设备配置许可证核发等审批。

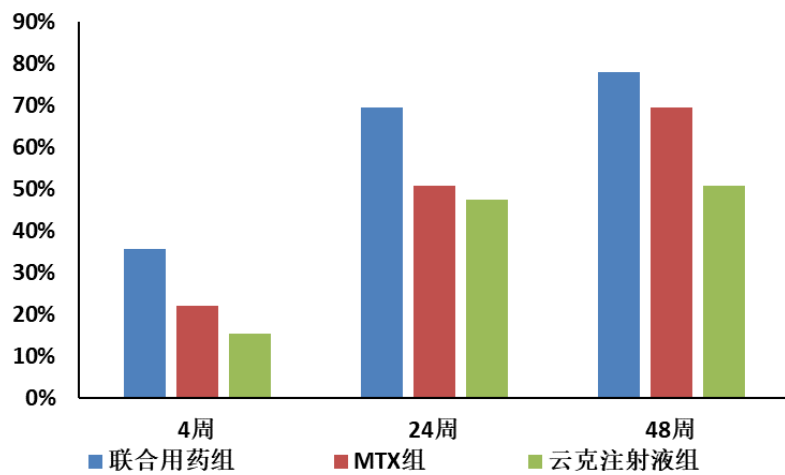
资料来源：相关政府部门网站，太平洋证券研究院

云克药业：2018年业绩增速有望回升

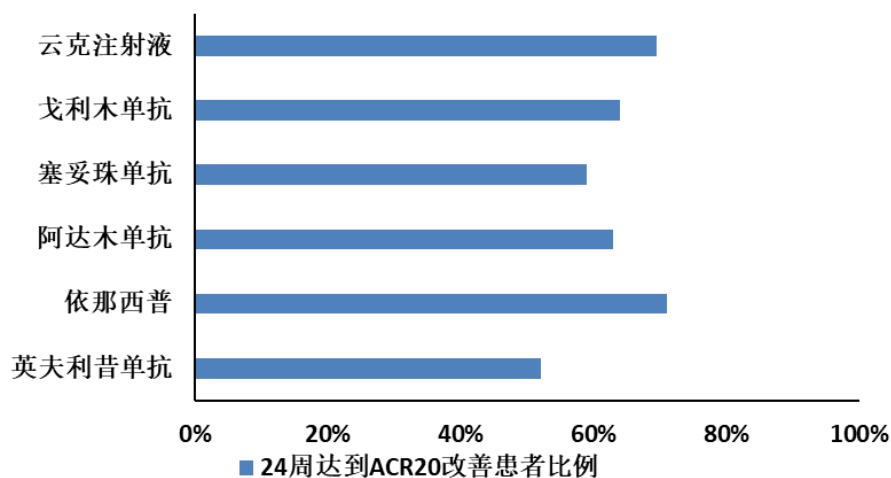
云克注射液：独家高临床价值产品

- ◆ 云克注射液是成都云克药业的核心产品，也是少数几个国产核素药物之一，是云克药业的**独家创新品种**。云克注射液首先被用于**类风湿性关节炎**临床治疗，经过多年的临床证据积累，云克注射液疗的适应症也推广到了**骨质疏松、股骨头坏死、骨关节炎、强直性脊柱炎、甲亢突眼、肿瘤骨转移等**。
- ◆ 在活动性类风湿性关节炎患者中，采用云克注射液单独用药，24周达到ACR20患者比例与MTX（甲氨蝶呤）类似；云克注射液+MTX联合用药效果更佳；而云克注射液单独用药组、联合用药组的不良反应发生率要低于MTX组。云克注射液单独用药或与MTX联用能够起到延缓骨破坏，修复骨侵蚀，起到骨保护作用，效果也优于MTX单独用药。云克注射液24周达到ACR20患者比例与生物制剂接近，**表明云克注射液能够与生物药达到同等治疗效果。**
- ◆ 在其他适应症方面，对于骨关节炎，云克注射液可以与非甾体抗炎药等联用；对于骨质疏松，云克注射液可以与非甾体抗炎药等联用；对于肿瘤骨转移，云克注射液可以与⁸⁹Sr等放射性药物联用。**云克注射液具有多个适应症，未来可以在多个科室进行推广。云克注射液的临床效果明确，循证医学证据充足，长期来看仍具有较大的增长空间。**

图：不同用药组达到ACR20患者比例



图：不同药品24周时达到ACR20患者比例（用药方案为与MTX联用，非头对头试验，英夫利昔为第30周数据）



资料来源：公开资料整理，太平洋证券研究院

资料来源：FDA，药品说明书，太平洋证券研究院

云克注射液：具性价比，3倍以上空间

- ◆ 目前云克注射液主要在核医学科销售，可以医疗技术的形式进行医保报销。报销后云克注射液的费用远低于恩利和阿达木单抗，也低于进入新版全国医保目录益赛普等融合蛋白。**相比融合蛋白、单抗等生物药，云克注射液在价格方面具优势，而疗效相当。**另一方面，云克注射液适应更为广泛，与生物制剂重合的适应症只有类风湿性关节炎和强制性脊柱炎。此外，云克注射液既可作为一线用药，也可以用于对DMARDs、生物制剂疗效不佳患者的治疗。而生物制剂主要用于对DMARDs疗效不佳患者的治疗，属于二线用药。目前临床上也在探索云克注射液和生物制剂联用。**总体来看，我们认为云克注射液与生物制剂在适应症、适用患者方面存在差异，二者更多体现出互补和协同，益赛普等融合蛋白纳入新版医保目录对云克注射液影响有限。**
- ◆ 对于类风湿性关节炎和强直性脊柱炎，云克注射液临床推荐方案为：每个月作为一个周期，至少足量连续使用3个疗程，病情达标后，可以拉长用药时间间隔，从1个月1疗程改为2个月1疗程，逐步过度到每半年及1年巩固一次。按此推算，患者每年需用药至少5个疗程（初始3个疗程+后续2疗程），每疗程平均费用为2700元，合计1.35万元。我国类风湿性关节炎患者和强制性脊柱炎患者合计约880万人，保守假设云克注射液渗透率达到1-2%，则每年终端销售额就可达到10-20亿元，2017年云克注射液终端销售额为4亿元左右，至少还有3倍以上增空间。**若未来进入国家医保目录，则可以在更广阔的核医学科室以外的科室报销，市场空间则进一步扩大。**

表：云克注射液与生物制剂价格对比

药品	中标价	用法/疗程	月费用	医保
云克注射液	60元/套	每个月作为一个周期，每天使用3-4套，连续使用10-15天	1800-3600元(按30%自付比例计算，实际费用540-1080元)	主要在核医学科销售，以医疗技术报销；少数地方进入医保增补品种
益赛普	643元/25mg	50mg/周	5144元(按30%自付比例计算，实际费用1543元)	新进入全国医保乙类
恩利	2030元/25mg		16240元（买12赠12，实际费用8120元）	西藏和宁夏地方医保增补品种
阿达木单抗	7820元/40mg	40mg/2周	15640元（普通捐助买5赠5，实际费用7820元）	进入浙江省、青岛、深圳等地大病医保

资料来源：米内网，药智网，太平洋证券研究院

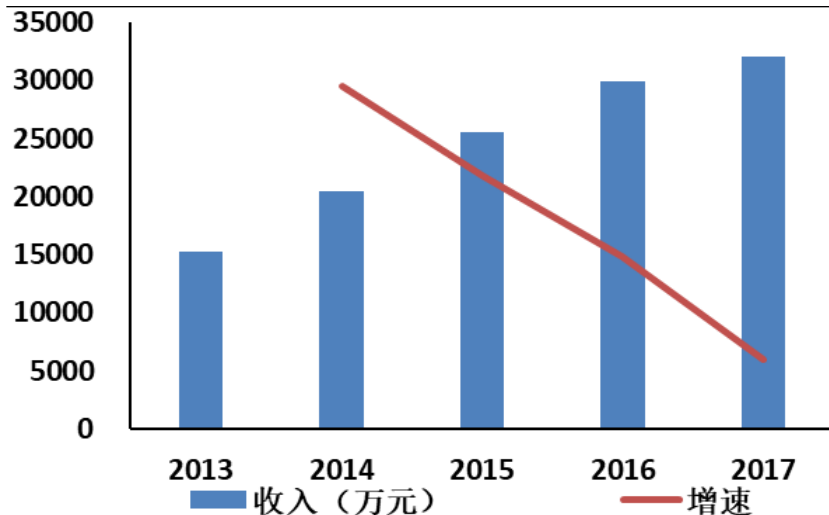
云克药业有望重回较快增长

◆云克注射液中的锝^[99Tc]是锝元素最稳定的同位素之一，半衰期长达二十万年，药品的放射性剂量水平低于天然本底辐射。环保部门和药监部门都对云克注射液进行了豁免管理，使用及销售云克注射液可以免于办理辐射安全许可证。区别于其他核素药物，云克注射液是作为普通处方药进行管理，便于临床使用，也不需要单独建设核药房进行生产和就近销售。

◆云克注射液2017年终端增长快速，出厂收入端受渠道库存短期影响。PDB样本医院2017年销售额5600余万元，增长30.39%。但从公司口径来看，2017年云克药业收入增速仅为6.91%，主要是自2017年下半年起，公司对产品销售进行主动控制，意在降低渠道库存，同时在将销售力量更多的向新客户开发方面倾斜，因此2017年云克药业收入增速有所降低。2018年1季度，云克注射液样本医院销售额增速同比为35.77%，重回高增长轨道。

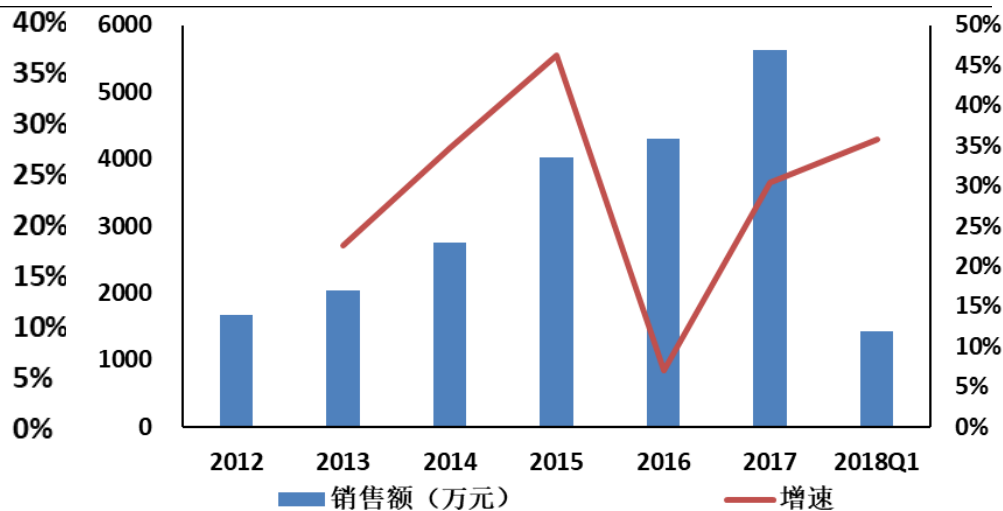
◆我们认为云克药业在度过2017年的调整期后，2018年开始业绩增速有望重回两位数。未来超预期在于两点：1) 云克药业剩余48%股权收购；2) 云克注射液进入国家医保。

图：云克药业收入情况



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：云克注射液样本医院销售情况



资料来源：PDB，太平洋证券研究院

 **GMS：现有品种丰富，成长空间大**

GMS基本情况

- ◆ 东诚药业于2016年从HSB Holdings手中以6975万美元收购GMS（BVI）100%股权。GMS（BVI）经营实体均在中国国内，下辖上海欣科、北京森科、森科（南京）、广州希埃等多家子公司。GMS的主要经营主体为上海欣科——2017年收入2.28亿元，归母净利润4136.4万元。
- ◆ GMS现有产品包括**钨^[99mTc]标记显像药物、尿素^[14C]胶囊、碘^[125I]密封籽源**三大类产品，此外子公司上海欣科还代理销售中国同辐生产的**碘^[131I]化钠**口服液。
- ◆ GMS盈利能力较强，整体毛利率在70%。由于高毛利产品尿素^[14C]胶囊和碘^[125I]密封籽源收入占比提高，GMS整体毛利率继续提升，2017年1-9月达到了75.32%。

图：GMS主要产品基本情况

分类	药品	适应症	纳入医保情况	出厂价收入	5-10年空间	竞争格局（出厂价收入）	未来增速预期
治疗性核药	碘 ^[125I] 密封籽源	对射线低至中性敏感的肿瘤永久性植入治疗；也适用于经放射线外照射治疗残留的肿瘤以及复发的肿瘤。	新进全国医保乙类	约6亿元	20亿	东诚（上海欣科、云克药业）合计1.2亿元、中国同福（原子高科）1.1亿元（扣除代理上海欣科产品收入）、北京智博高科1.59亿元、宁波君安、天津赛德、深圳拉尔文合计约2.11亿元。	20-25%
	碘 ^[131I] 口服液	甲亢、甲状腺癌及转移癌以及其他甲状腺相关疾病钨诊断和治疗。	全国医保乙类	约3亿元	5亿以上	中国同辐（原子高科、成都中核高通）2.75亿元、中国工程物理研究院核物理与化学研究所销售约0.11亿元。东诚（上海欣科）代理同福碘 ^[131I] 口服液，约3000万元。	5-10%
诊断性核药	钨 ^[Tc-99m] 标记影像剂	用于SPE-CT检查中用于骨显像、甲状腺显像、脑显像、唾液腺显像、异位胃粘膜显像。	医保乙类	约1.36亿元	10亿以上	中国同辐（原子科兴、成都中核高通）1.06亿元，东诚药业（上海欣科、广州希埃）3000万元。	20-30%
	尿素 ^[C-14] 胶囊	幽门螺旋菌感染检测。	未进入医保	8.9亿元	25-30亿	中国同福（中核海德威）8.2亿元，东诚（上海欣科）7000万元；	20-30%

资料来源：PDB，药智网，太平洋证券研究院

锝^[99mTc]标记药物基本情况

◆ 锝^[99mTc]标记药物是一类药物的总称，包括了12个品种，属于单光子核素药物，锝^[99mTc]标记药物占据了单光子药物80%以上市场。其中锝^[99mTc]亚甲基二膦酸盐注射液等5个品种进入了2017版全国医保目录。

◆ **国内锝^[99mTc]标记药物主导厂家为东诚药业和中国同辐**，二者均拥有绝大多数国内已上市锝^[99mTc]标记药物批准文号，形成了**双寡头垄断**的竞争格局。

表：国内上市锝^[99mTc]标记药物基本情况

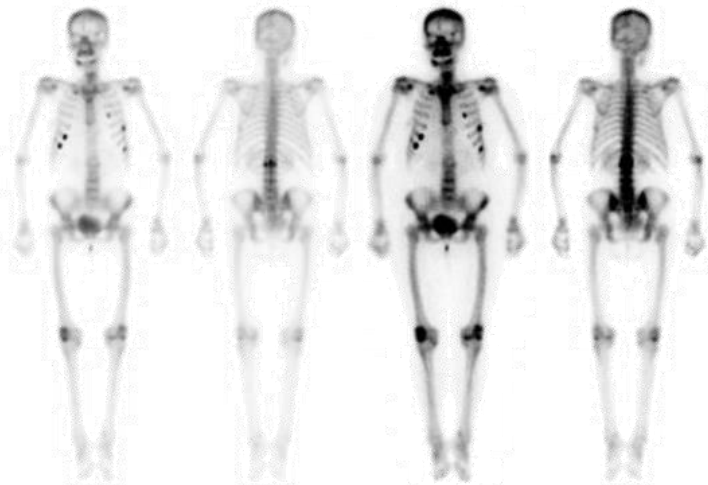
品种	医保情况	适应症	东诚药业	中国同辐
高锝 ^[99mTc] 酸钠注射液	——	甲状腺显像、脑显像、唾液腺显像	✓	✓
锝 ^[99mTc] 聚合白蛋白注射液	全国医保乙类	肺灌注显像，肺梗阻及肺疾患的诊断和鉴别。	✓	✓
锝 ^[99mTc] 甲氧异胍注射液	——	冠状动脉疾病诊断和鉴定	✓	✓
锝 ^[99mTc] 比西酯注射液	——	脑部血流灌注显像	——	✓
锝 ^[99mTc] 植酸盐注射液	——	肝、脾及骨髓显像	✓	——
锝 ^[99mTc] 喷替酸盐注射液	全国医保乙类	肾动态显像、肾功能测定、肾小球滤过率测量和监测移植肾等	✓	✓
锝 ^[99mTc] 司它比注射液	——	冠状动脉疾病诊断和鉴定	✓	✓
锝 ^[99mTc] 双半胱氨酸注射液	全国医保乙类	肾脏显像	✓	✓
锝 ^[99mTc] 双半胱乙酯注射液	——	脑部血流灌注显像	✓	✓
锝 ^[99mTc] 依替菲宁注射液	全国医保乙类	肝胆系统显像	✓	——
锝 ^[99mTc] 亚甲基二膦酸盐注射液	全国医保乙类	全身或局部骨显像	✓	✓
锝 ^[99mTc] 二巯丁二酸盐注射液	全国医保乙类	肾脏显像	✓	✓

资料来源：CFDA，太平洋证券研究院

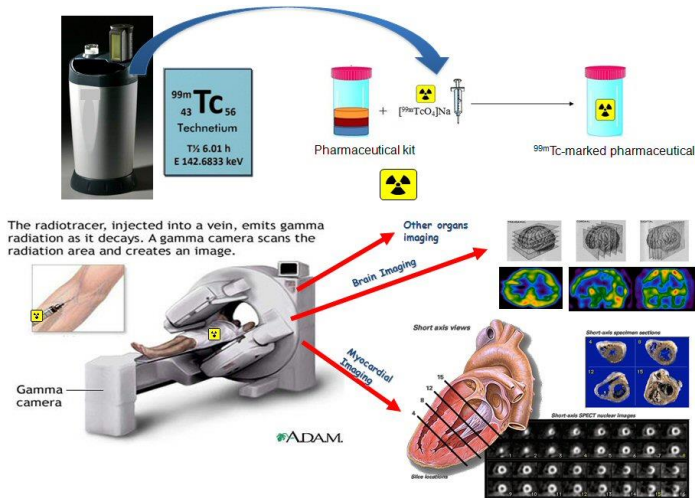
SPECT检查原理和临床应用

- ◆ 锝^[99mTc]标记药物主要用作SPECT检查中的示踪剂，^{99mTc}可以发射γ光子，能够被SPECT携带的γ光子照相机捕获，经过处理就可以得到示踪剂在体内组织分布情况，生成反映人体功能代谢的SPECT图像。SPECT/CT将SPECT的显像功能和CT的解剖显像功能相结合，实现图像的融合。与传统的SPECT相比，SPECT/CT灵敏度和准确性更高、定位更精准，大大提高了疾病的诊断效率和准确性。
- ◆ 锝^[99mTc]标记药物在肿瘤诊断方面可用于骨显像（癌症骨转移）、甲状腺和甲状旁腺显像、神经内分泌肿瘤、肾上腺肿瘤的诊断等。此外也可用于泌尿系统、内分泌系统、循环系统、呼吸系统、神经系统和消化系统等非肿瘤疾病的诊断。在单光子显像检查中，位于前5位的检查项目分别是：骨显像、甲状腺显像、肾图及肾动态显像、心肌显像、碘^[131I]显像等。
- ◆ 锝^[99mTc]是通过钼^[99Mo]衰变后得到，与配套的试剂盒形成诊断用药。由于全球生产钼^[99Mo]的核反应堆所用靶材从高浓度铀-235转换为低浓度铀-235，导致生产成本增加，同时加拿大生产钼^[99Mo]的核反应堆停产，钼^[99Mo]的价格于2015年起出现上涨。受此影响，2017年公司的锝标记药物价格也出现了一定幅度上涨。

图：SPECT/CT的骨显像



图：锝标记药物生产、应用流程

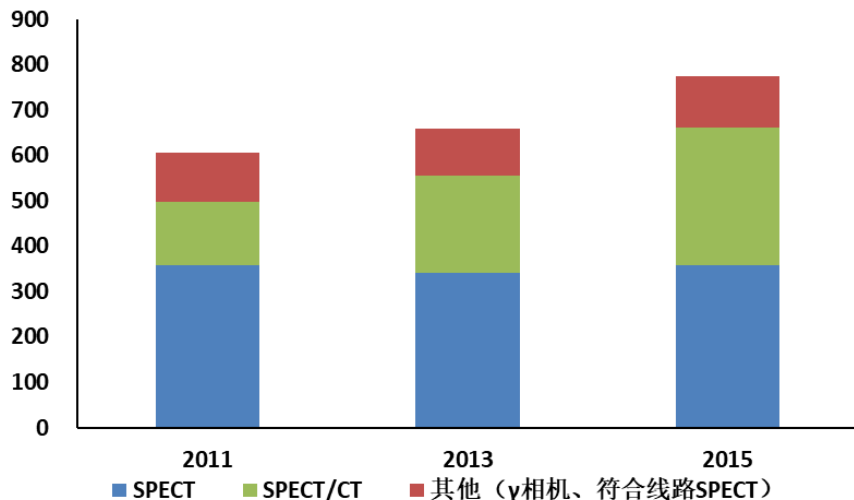


资料来源：公开资料整理，太平洋证券研究院

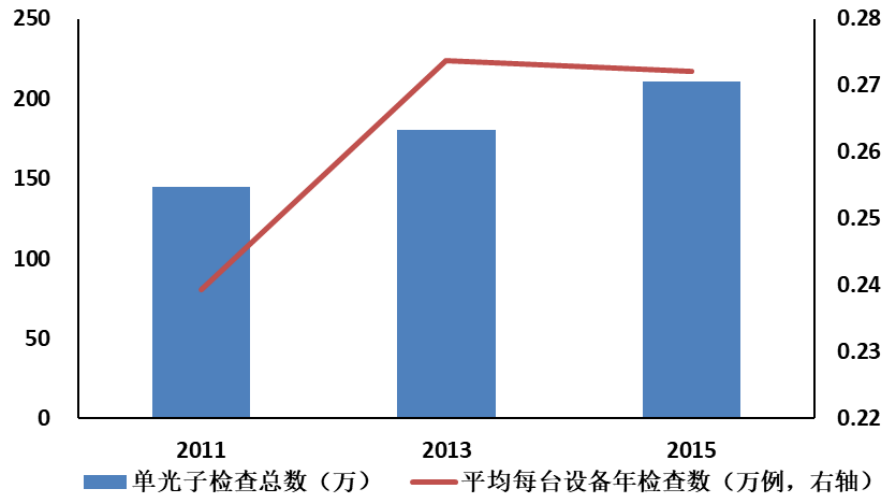
SPECT装机量有6-8倍提升空间

- ◆截至2015年底，我国共有单光子显像设备774台，其中SPECT357台，SPECT/CT304台。与2011年相比，单光子显像设备增加了169台，复合增速仅为6%。目前我国每台年均开展检查量均在3000例左右，检查数量的增长与单光子检查设备装机量呈现出明显的正相关性。SPECT在2005年发布的《大型医用设备配置与使用管理办法》中被列入乙类管理，配置由省级卫生计生委负责管理。在卫健委发布《大型医用设备配置与使用管理办法(2018)》中，SPECT被调整出乙类，即医疗机构可自主决定配置SPECT，不需要主管部门审批，预计SPECT装机速度将大大提升。
- ◆2015年我国SPECT每百万人保有量为0.48台，同年美国SPECT数量为12500台，每百万人保有量为38.90台，我国每百万人保有量仅为美国的1.2%。2015年全球SPECT数量为26160台，每百万人保有量为3.56台。假设我国未来能达到美国水平的8-10%，即3.10-3.87台，接近全球平均水平，平均每台SPECT年检查量不变，未来我国SPECT检查数量有望达到目前6.5-8倍。

图：单光子显像设备装机情况



图：单光子检查数量

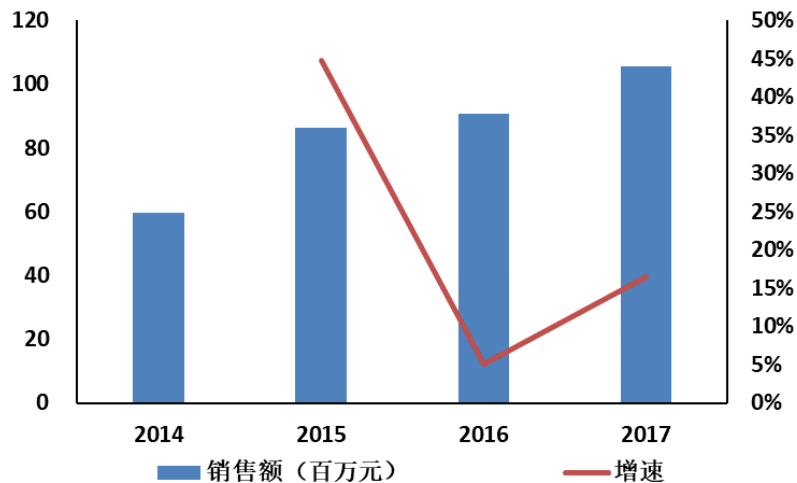


资料来源：历年全国核医学现状普查结果，太平洋证券研究院

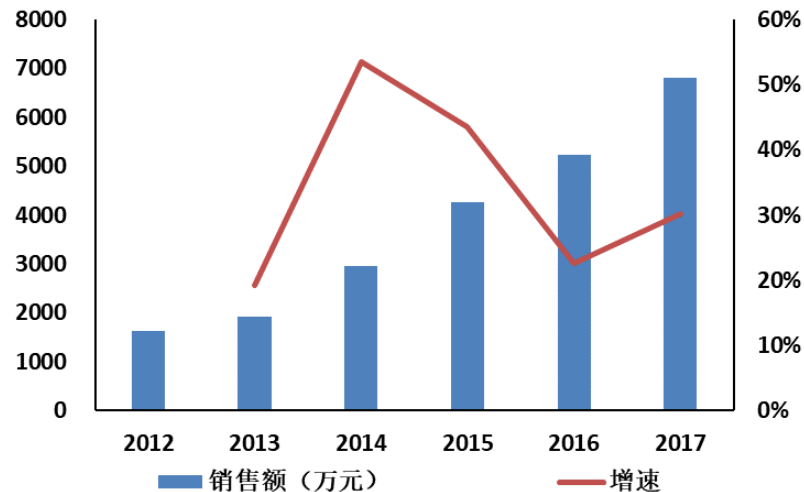
钨标记药物市场空间：5-10倍市场空间

- ◆2017年钨标记药物出厂价收入1.36亿元，中国同辐（原子科兴、成都中核高通）1.06亿元，东诚药业（上海欣科、广州希埃）3000万元。
- ◆根据历年核医学现状普查结果简报，自制单光子药物医疗机构的比例已经由2013年的43%提高到2015年的60%。医院选择自制品需要组建专业生产技术团队，承担设备维护费用，运营成本较高。我们认为随着国内核药房布局逐步完善，医疗机构会逐步倾向于外购钨标记药物，钨^[99mTc]标记药物销售额增幅将超过SPECT检查数量增幅，保守预计钨^[99mTc]标记药物有望达到目前规模8倍，即10亿元以上。
- ◆随着SPECT装机量的增加和检查量的提升，我们认为钨标记药物会继续保持快速增长势头，有望保持20-30%的增速。

图：中国同辐钨标记药物销售额



图：钨标记药物样本医院销售情况



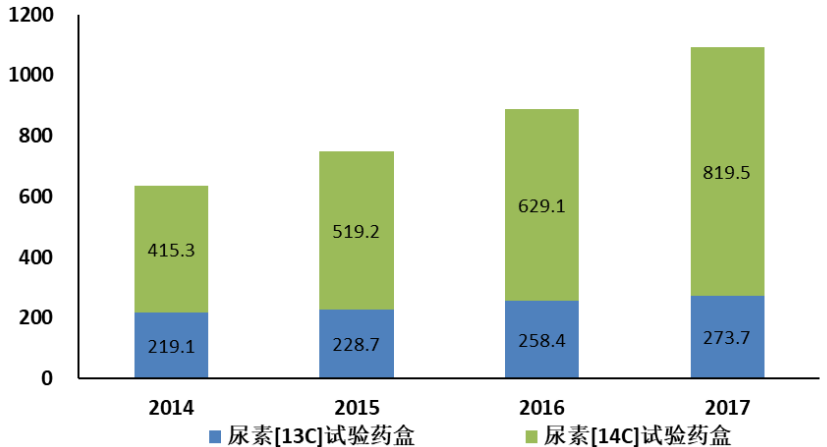
资料来源：中国同辐招股书，太平洋证券研究院

资料来源：PDB，太平洋证券研究院

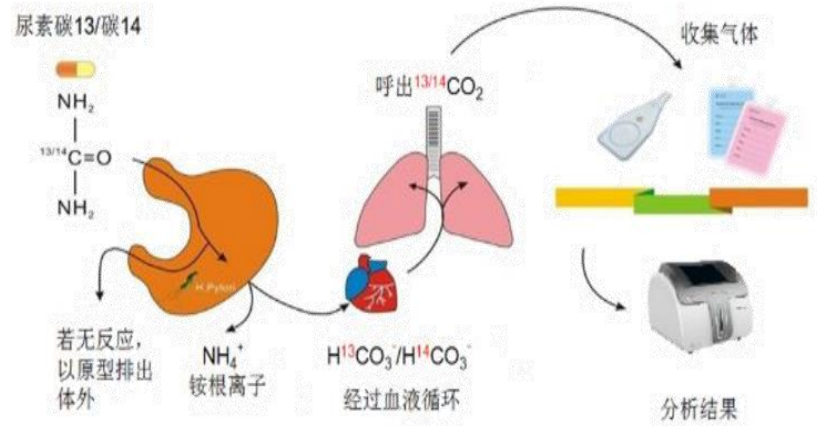
尿素¹⁴C胶囊市场空间：3倍市场空间

- ◆ 尿素¹⁴C胶囊在临床上主要用于检测是否感染幽门螺杆菌。幽门螺杆菌可以产生尿素酶，如果受试者感染了幽门螺杆菌，幽门螺杆菌分泌的尿素酶会将尿素分解，产生¹⁴CO₂，收集受试者呼出的¹⁴CO₂并在仪器上进行检测，通过检测是否有¹⁴C发射的β射线来判断是否有¹⁴CO₂存在，推断胃内有无感染幽门螺杆菌。尿素¹³C胶囊也能用于幽门螺杆菌的检测，但最终还是检测是通过红外测试仪器来进行。国内尿素¹⁴C胶囊生产厂家为上海欣科和深圳海德威（均为中国同福旗下子公司）。**尿素¹⁴C胶囊需与集气卡或集气剂配套组成试验药盒供受试者使用，试验药盒为深圳海德威独家产品**，海德威还拥有卡式和液闪式幽门螺杆菌测试仪的批准文号。**2017年上海欣科（东诚控股）改变了尿素¹⁴C胶囊销售模式，从单纯代工转换为向合作商销售，产品盈利能力得到提升。**
- ◆ 尿素¹⁴C胶囊在检测过程中只需进行一次呼吸采样，而尿素¹³C胶囊需要两次；从价格上来看，尿素¹⁴C呼气试验诊断试剂盒平均每份中标价为52元，仅为尿素¹³C价格的50%。尿素¹⁴C胶囊在价格和便利度上都具有一定优势。2014-2016年，中国同福尿素¹⁴C试验药盒销售额的复合增速为23%，尿素¹³C试验药盒销售额的复合增速仅为8%，**预计未来国内幽门螺杆菌检测市场将逐步被尿素¹⁴C试验药盒占据。**
- ◆ 我国属于幽门螺杆菌高感染国家，总体成人中感染率可达到40-60%。幽门螺杆菌感染诊断和根治治疗后效果的判断均需要¹⁴C呼气试验。假设感染率为50%；患者中有5%进行检测，每年进行2次检查；70%患者选择尿素¹⁴C胶囊，则终端市场规模为25.16亿元（138271万人*50%*5%*70%*2次*52元）。此外¹⁴C呼气试验也进入了体检项目，考虑到这部分市场，**预计我国尿素¹⁴C试验药盒终端销售额有望达到30亿元，目前该产品出厂价收入8.9亿元，其中中国同福（中核海德威）8.2亿元，东诚（上海欣科）7000万元，具有3倍市场空间。**

图：中国同福历年两种尿素试验药盒销售额（万元）



图：尿素¹³C和¹⁴C检测机理和流程



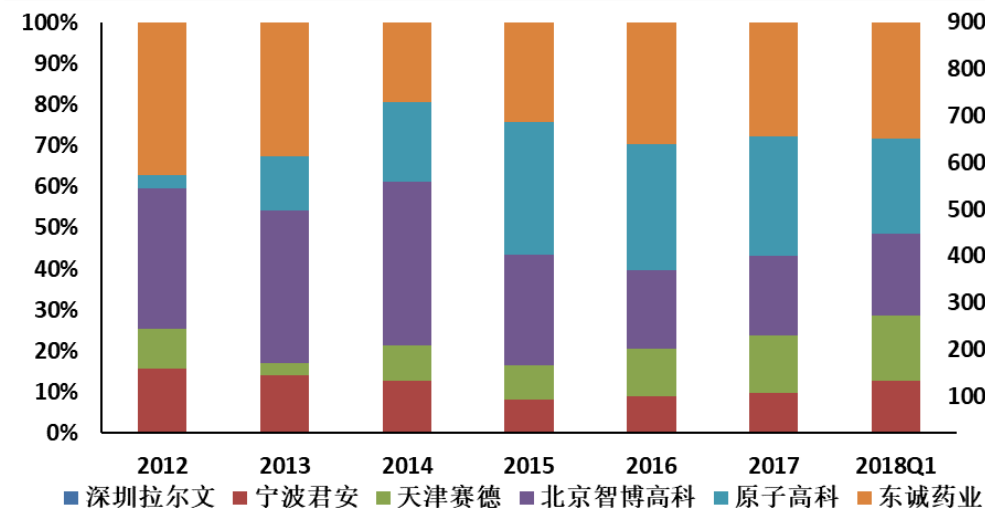
资料来源：中国同福招股书，太平洋证券研究院

资料来源：海德威网站，太平洋证券研究院

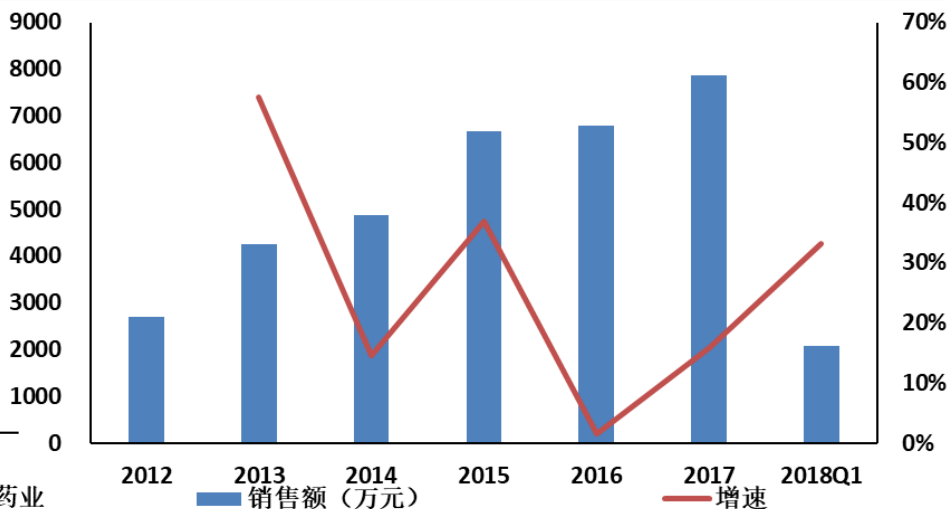
碘[1-125]密封籽源市场空间：3倍以上市场空间

- ◆ 碘[125I]密封籽源是一种放射治疗药物，由标记碘[125I]核素的银丝源芯和医用钛合金管外壳组成。碘[125I]密封籽源经皮肤穿刺植入实体瘤内，与肿瘤组织近距离接触。在植入体内后，位于源芯的碘[125I]会放出的 γ 射线，可持续长时间低剂量照射肿瘤组织。碘[125I]发射的 γ 射线辐射半径为1.7cm，可以实现对病变组织的精准治疗，降低正常组织所受辐射量。碘[125I]密封籽源具有手术创伤小、精准治疗等多重优势，临床应用前景广阔。
- ◆ 碘[125I]密封籽源可用于多种实体瘤的治疗。既适用于不可手术的肿瘤的治疗，也可以用于原发肿瘤切除后残余病灶的植入治疗，例如表皮、腹腔和胸腔肿瘤治疗，可以用于头部、颈部、肺、胰腺和前列腺（中期）的肿瘤治疗。
- ◆ 《2016年全国核医学现状普查结果简报》中数据显示，2015年我国粒子植入治疗量仅1.2万例，当年有429.2万例新发肿瘤病例，渗透率仅为0.28%。2017年碘[125I]密封籽源出厂价收入约6亿元，假设未来渗透率提升至1%，该品种收入峰值有望达到20亿元，由于新纳入了2017版国家医保目录，预计增速有望提升至20%以上。2017年东诚（上海欣科、云克药业）合计1.2亿元、中国同福（原子高科）1.1亿元（扣除代理上海欣科产品收入）、北京智博高科1.59亿元、宁波君安、天津赛德、深圳拉尔文合计约2.11亿元。

图：碘[1-125]密封籽源竞争格局



图：碘[1-125]密封籽源样本医院销售额



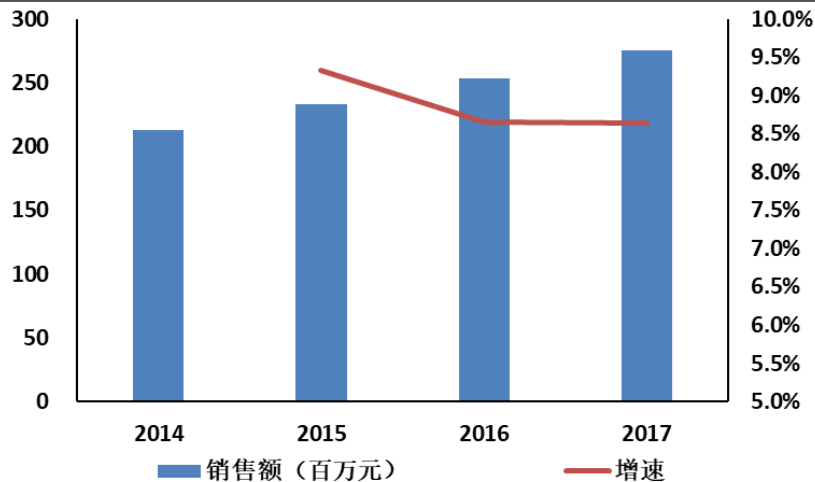
资料来源：PDB，太平洋证券研究院

资料来源：PDB，太平洋证券研究院

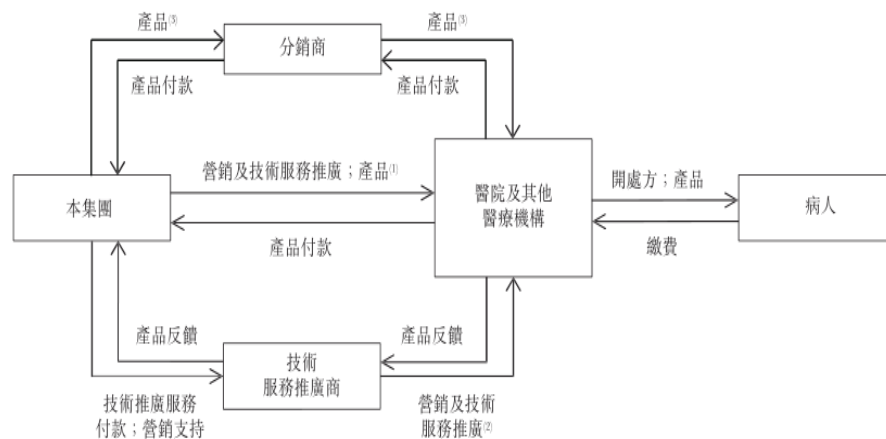
碘^[131I]化钠口服液保持稳定增长

- ◆ 碘^[131I]化钠口服液主要用于治疗甲状腺功能亢进症和分化型甲状腺癌。碘是合成甲状腺激素的重要起始物质之一，患者服用碘^[131I]化钠口服液后，由于甲亢患者甲状腺摄取碘^[131I]的功能增强，碘^[131I]发射的β射线可以破坏部分功能亢进的甲状腺组织，恢复甲状腺的正常功能。对于甲状腺癌，碘^[131I]治疗可以清楚术后残留的甲状腺组织和手术无法切除的转移病灶。
- ◆ 根据中华医学会内分泌学会进行的《社区居民甲状腺疾病流行病学调查》结果显示，甲亢的患病率为1.3%，我国甲亢患者超1亿人，随着生活节奏加快，精神压力加大等因素营销，未来我国甲亢发病率还将提升。甲亢治疗手段包括手术、药物和核素治疗三大类。相比于手术和药物治疗，碘^[131I]治疗甲亢具有疗程短、治愈率高、复发率低、创伤小等优点。综合以上因素，我们认为碘^[131I]化钠口服液销售额将稳步提升，保持5-10%增速。
- ◆ 2017年碘^[131I]化钠口服液出厂价收入近3亿元，其中：中国同辐（原子高科、成都中核高通）2.75亿元、中国工程物理研究院核物理与化学研究所销售约0.11亿元。东诚（上海欣科）代理中国同福碘^[I-131I]口服液，约3000万元。

图：中国同辐碘^[I-131I]化钠口服液销售额



图：中国同辐代理产品销售流程



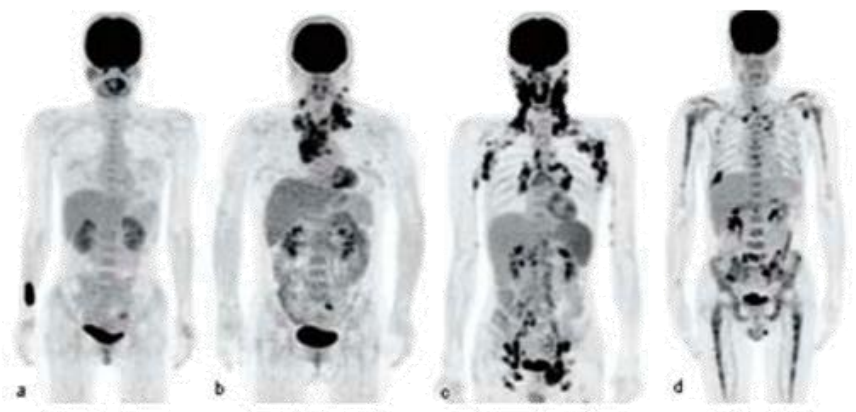
资料来源：中国同辐招股书，太平洋证券研究院

● **安迪科：PETCT配置证下放，处于快速增长期**

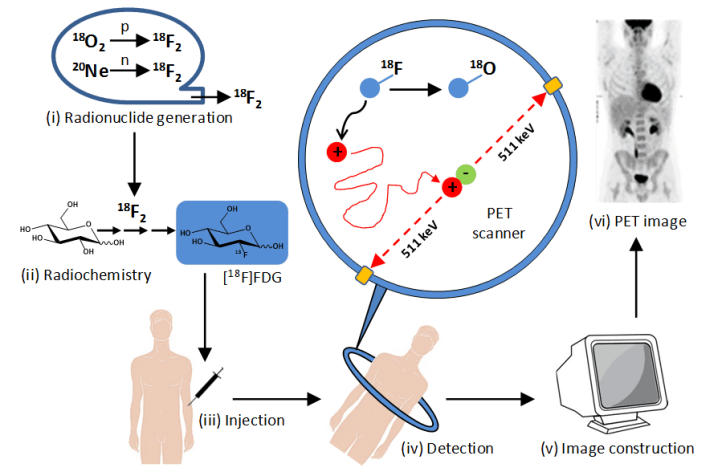
PETCT检查原理和临床应用

- ◆ 公司通过现金+股票的方式，作价16亿元，收购安迪科医药集团有限公司100%股权，完成了覆盖正电子药物和单光子药物，从诊断到治疗的核医药全产业链布局。
- ◆ 安迪科的主导产品为氟^[18F]脱氧葡萄糖注射液，是PETCT正电子发射断层扫描诊断系统所用的配套示踪剂，临床上可用于PETCT显像，可用于肿瘤的早期诊断、确诊疑似病例、确定肿瘤进展程度和分期、评估肿瘤治疗效果。除了肿瘤诊断外，PETCT也可以用于冠心病、神经精神病的诊断、鉴别和指导治疗。
- ◆ 氟^[18F]由氧^[18O]利用回旋加速器制备，然后通过多步流程制得氟^[18F]脱氧葡萄糖注射液。经静脉注射入人体后，由于肿瘤细胞代谢能力较强，因此氟^[18F]脱氧葡萄糖会在肿瘤细胞部位聚集，肿瘤的类型、发展阶段和分期不同会对氟^[F-18]脱氧葡萄糖的聚集程度产生影响。氟^[18F]会产生正电子，与周围的电子湮灭后产生光子，被PET/CT采集捕捉采集后后形成图像，用于肿瘤的诊断。

图：不同分期淋巴瘤患者的PETCT影像



图：^{18F}-FDG生产、应用流程



资料来源：核医学专业网，太平洋证券研究院

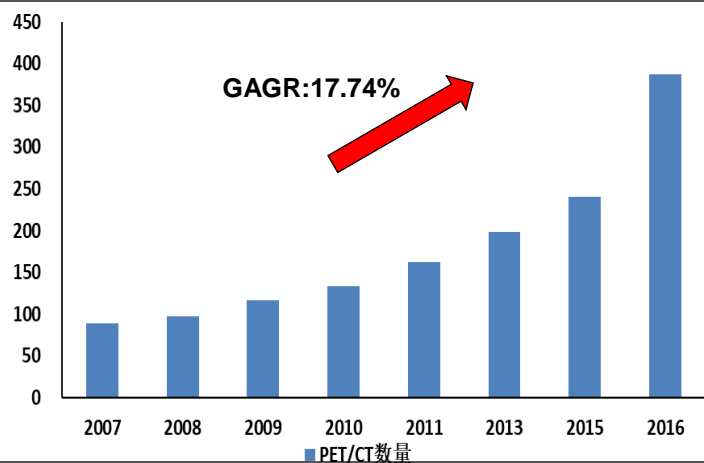
资料来源：太平洋证券研究院

PETCT装机量有5倍提升空间

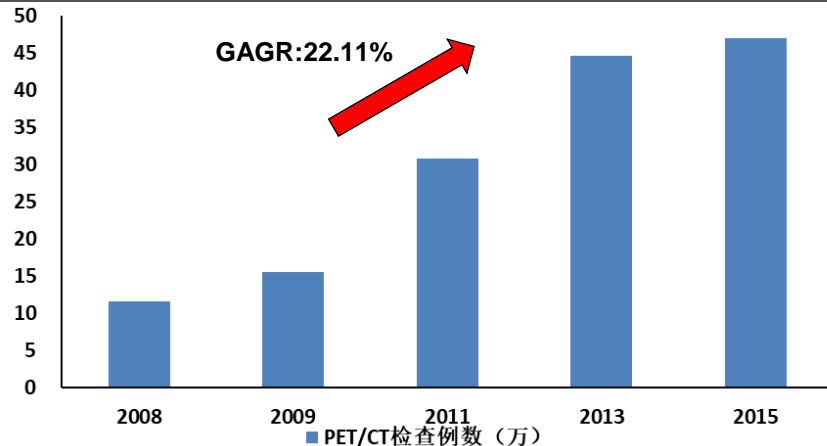
◆截至2016年底，我国共有PET/CT387台，与2007年相比，增加了298台，复合增速为17.74%。2008-2015年PET-CT检查例数从11.59万增加到46.94万，复合增速为22.12%，**PET/CT装机量的提升与检查例数呈正相关。**目前我国三甲医院有1300余所，PET-CT在三甲医院覆盖率仅为30%左右，未来PET-CT仅在三甲医院的增量就十分可观。PETCT在2005年发布的《大型医用设备配置与使用管理办法》中被列入甲类管理，**配置由国务院卫生行政部门负责管理。**在卫健委发布《大型医用设备配置与使用管理办法(2018)》中，PET/CT被调整入乙类，**配置由省级卫生行政部门负责管理，审批程序简化将提升PETCT装机速度。**

◆2015年我国PET-CT每百万人保有量为0.17台，同年美国PET-CT数量为2300台，每百万人保有量为7.16台，我国每百万人保有量仅为美国的2.4%。**假设我国未来能达到美国水平的10%-12%，即0.72-0.86台，未来我国PET/CT装机量有望达到目前4.2-5倍。**从检查量来看，2017年美国的PET-CT检查量为194.5万例，每百万人检查数为6053例，2015年我国每百万人检查数仅为341例，为美国的5.6%，还具有较大的提升空间。2015年我国平均每台PET-CT年检查数为1956人，平均每个工作日检查数为7.76人（1956/2252），接近每个工作日10例的标准工作量，**PET-CT装机量的提升将有效带动检查数量增长。**

图：历年我国PETCT数量



图：历年我国PETCT检查例数（万）



资料来源：2009年PET/CT普查，历年核医学现状普查简报，太平洋证券研究院

资料来源：2009年PET/CT普查，历年核医学现状普查简报，公司公告，太平洋证券研究院

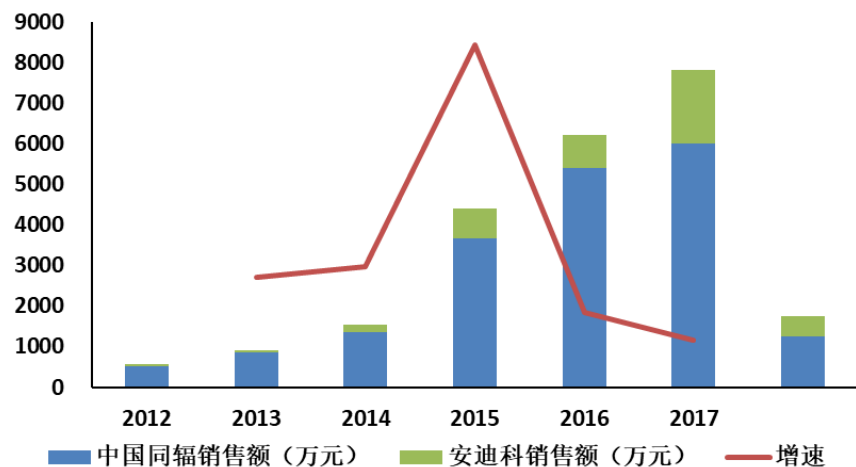
^{18}F -FDG市场空间预测：5-10倍空间

◆根据《2016中国核医学现状普查结果简报》中的数据，PETCT年检查总数469364例，其中肿瘤占了86.9%，约为40.79万人，此外肿瘤筛查占了6.5%，其余的主要为神经系统、心血管和骨显像等。2015年，我国仅新发肿瘤病人就高达429.2万例，假设每个肿瘤病人进行1次PET-CT检查，我国PETCT检查在肿瘤患者中的渗透率不到10%。

◆2017年氟 ^{18}F 脱氧葡萄糖注射液出厂价收入4.5亿元，其中公司1.3亿，同福1.7亿，医院自制1.5亿元，公司市场份额逐年提升增速最快，同时医院自制比例越来越少。仅考虑PET-CT在新发肿瘤患者中的应用且不考虑肿瘤发病人数增加，如果渗透率能够提高到50%，对应收入15亿元，再考虑到肿瘤筛查、神经系统、心血管等领域的应用，估计氟 ^{18}F 脱氧葡萄糖注射液收入将超过20亿元，有7倍增长空间。

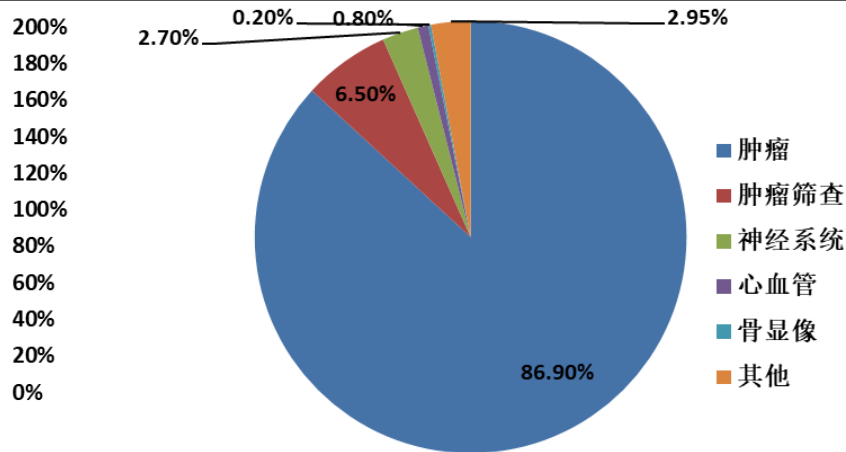
◆PET-CT检查目前尚未纳入全国医保， ^{18}F -FDG也仅进入了广西、北京、河北等地方医保，但我们认为对于氟 ^{18}F 脱氧葡萄糖注射液放量速度影响不大。一方面我们预计未来PETCT国产化率提升后诊断费用会有所下降；另一方面由于多个治疗肿瘤的小分子靶向药、生物药被纳入新版医保目录，肿瘤患者的经济负担大大减轻，患者实际购买力有所提升，将促使更多患者接受PET-CT检查。

图： ^{18}F -FDG样本医院销售额



资料来源：PDB，太平洋证券研究院

图：PET-CT应用范围

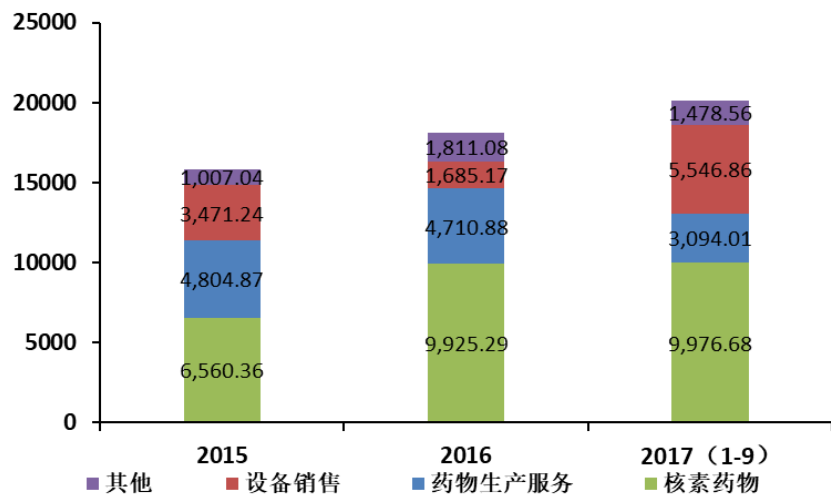


资料来源：《2016中国核医学现状普查结果简报》，太平洋证券研究院

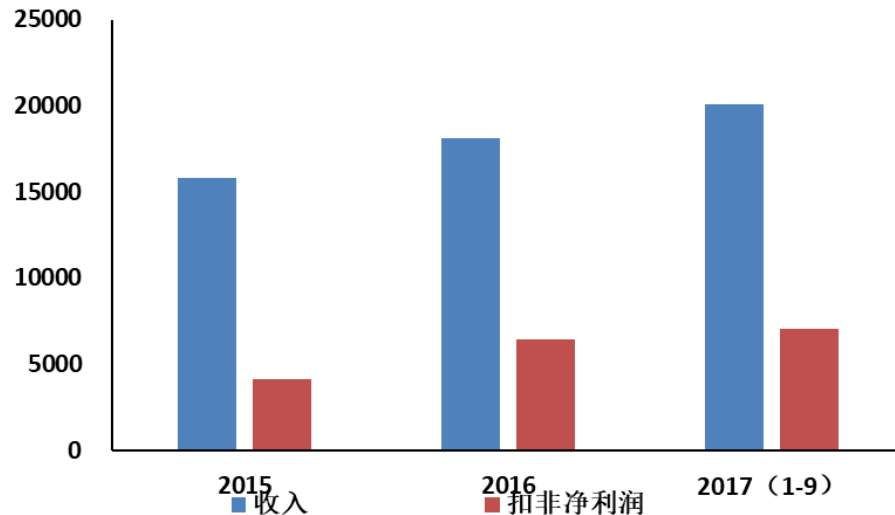
安迪科处于快速成长期

- ◆安迪科的销售收入主要由三部分组成。核素药物在销售收入中占比超过50%；药物生产服务业务是为医院提供技术管理咨询、研发服务、设备维护等工作。设备销售主要是代理销售日本住友重工医用回旋加速器的收入。
- ◆近3年来安迪科收入稳步提升，2017年收入2.33亿元，净利润0.83亿元，同比增长25%，超额完成业绩承诺。2018年1季度预计安迪科净利润在2200万元左右（公司2018年1季度投资收益1257.62万元，持有安迪科48.55%股权），同比增长超过30%。
- ◆受益于PET/CT装机量和诊疗人次提升，氟^[18F]脱氧葡萄糖注射液将开始放量；设备销售、药物生产服务业务收入也将随着PET/CT装机量提升稳步增长。我们认为安迪科将处于快速成长期，未来5年净利润增速25%。

图：安迪科收入构成（万元）



图：安迪科业绩情况（万元）

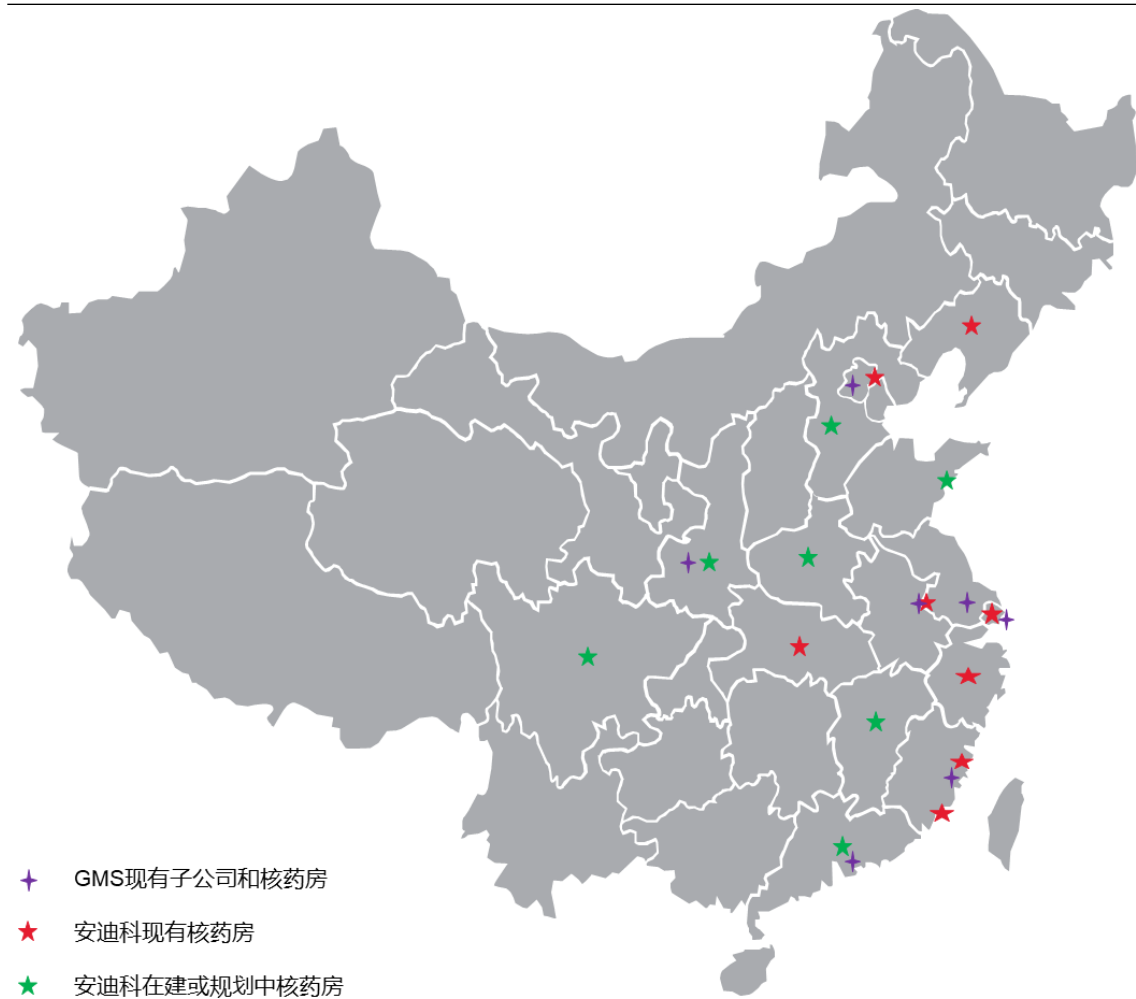


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

 全国性核药房布局即将完成，先发优势明显

东诚药业核药房布局

图：东诚药业核药房布局



资料来源：公司公告，公司网站，太平洋证券研究院

◆ **目前安迪科共有8个核药房投入了运营**（南京2个），本次公司增发募集资金将用于建设青岛、厦门、湖北、福建4个核药房，此外安迪科还计划在河北、山东、河南、四川、陕西、江西、广东等地区继续建设核药房，**完成对国内经济发达地区和人口大省的全覆盖。**

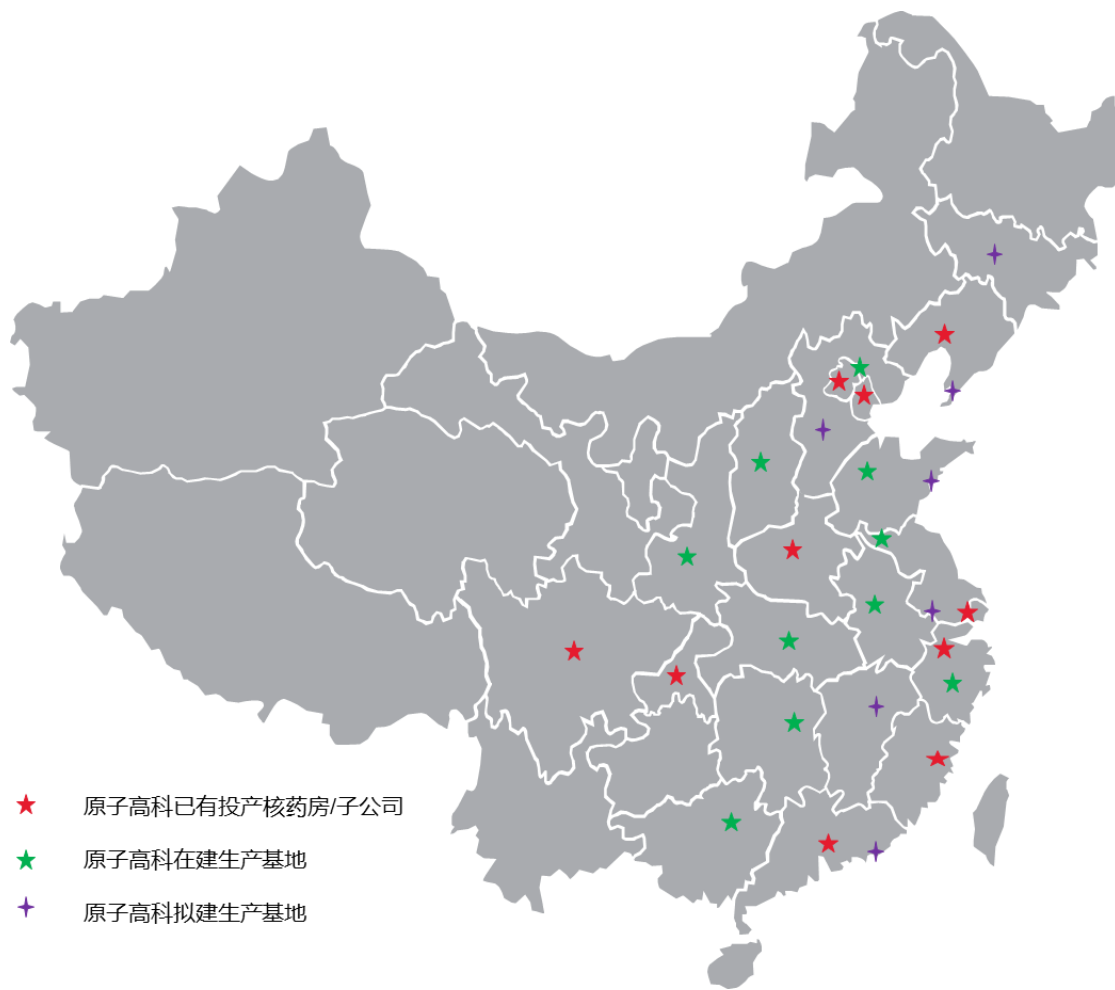
◆ **GMS旗下还有7个核药房。**公司已经着手进行安迪科和GMS核药房整合，实现旗下不同企业之间资源和渠道共享，产品互补，有望加快现有产品放量速度。

◆ 核药房建设期在3年左右，投入4000-5000万元，一般在建成后当年就能够实现盈利，资金周转速度快，投资回报期短。建设完善的核药房供应网络不仅需要较大的资金投入，同时还需要符合环保等部门的监管要求，企业必须拥有相应的运营资质和专业人才队伍。**这也构成了进入核医药行业的壁垒，龙头企业行业先发优势明显**，我们预计未来中国核医药市场将由公司和中国同辐共享。

◆ 核药房供应网络建成后，除了原有氟 $[^{18}\text{F}]$ 、锝 $[^{99\text{m}}\text{Tc}]$ 等药物外，也可用于生产、配送其他短半衰期核素药物。**这也为后续公司在研或引进品种的上市销售搭建了平台。**

原子高科核药房布局

图：原子高科核药房布局



◆ 作为核医药行业内另一巨头，中国同辐旗下核心子公司原子高科也正在积极进行全国化网络布局。2017年成都、横店医药中心取得 GMP 证书；武汉、长沙医药中心取得辐射安全许可证；南宁、合肥等5个医药中心开工建设；未来拟建设汕头、南京等多个医药中心。

◆ 目前东诚药业和中国同辐现有主要核药房/生产基地都位于东部沿海省市，双方下一步重点布局区域都是中西部人口密集省市。**东诚由于民营机制，市场份额逐年提升：**首先公司已经在东部医药消费大省完成了布局，能够充分受益于核医药市场规模快速提升；其次由于核医药市场规模仍存在较大的增长空间，未来双方的战略重点仍然在于增量市场的开拓而非存量市场的争夺；最后从销售数据来看，2016年安迪科¹⁸F-FDG销售额同比增长超过50%，同期中国同辐¹⁸F-FDG却出现了小幅负增长。2017年安迪科¹⁸F-FDG仍保持了25-30%的增速，超过了PDB数据中该品种整体增速，显示出公司的市场开拓和营销能力更为突出，未来有能力获得更多的市场份额。

资料来源：公司公告，公司网站，太平洋证券研究院

● 后续产品储备丰富，长期增长无忧

东诚药业在研产品线

图：东诚药业核医药后续产品线

子公司	产品	适应症	进展	竞争格局
益泰医药	铼 ^[188Re] 依替膦酸盐注射液	前列腺癌骨转移	临床IIb期	独家
成都欣科	碘 ^[131I] 化钠口服液	甲亢；甲状腺癌	报生产	中国工程物理研究院核物理与化学研究所、成都中核高通、原子高科。
	氯化锶 ^[89Sr] 注射液	转移癌性骨痛的治疗	报生产	成都中核高通、上海原子科兴、宁波君安、GE。
云克药业	放射性微球	恶性肿瘤	完成药学研究，开展临床前生物学评价	独家
云克药业	^{90Y} 发生器及 ^{90Y} Cl ₃ 溶液研发项目	恶性肿瘤	^{90Y} 发生器投入生产，溶液供应微球研究	
安迪科	Na ^{18F} 注射液	骨诊断显像	临床前研究	
安迪科	^{18F} -FP-CIT注射液	帕金森早期诊断	临床前研究	
安迪科	^{89Zr} -PD-L1注射液	肿瘤免疫伴随诊断显像	临床前研究	
安迪科	代理GE氯化锶 ^[89Sr] 注射液	转移癌性骨痛的治疗	18年1月获得	成都中核高通、上海原子科兴、宁波君安、GE。
中硼联康	硼中子俘获治疗	癌症	临床前研究	独家

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

自主研发创新药——铼^[188Re]-HEDP+独家代理 ——氯化锶^[89Sr]：10亿重磅品种

- ◆ 约有65-80%的恶性肿瘤进展到晚期会发生骨转移。临床上80%的骨转移癌来源于乳腺癌、前列腺癌、肺癌、甲状腺癌和肾癌。临床上对于癌症骨转移多采用综合治疗，包括化疗、放疗、手术治疗、药物治疗等。其中药物治疗包括了放射性核素药物、双膦酸盐、镇痛药等。**放射性核素药物适用于广泛性骨转移癌患者**，主要品种包括氯化锶^[89Sr]注射液、来昔决南钐^[153Sm]注射液等。氯化锶^[89Sr]注射液具有给药剂量低、不良反应和副作用小、疗效维持时间长（约6个月）等特点，在国内市场占据了主导地位。国外还有拜耳的氯化镭^[223Ra]注射液（Xofigo），于2013年上市，适应症为晚期前列腺癌骨转移，定价为12657万美元/月，2017年销售额达到了4.08亿欧元。目前该品种正在国内进行三期临床试验，适应症为骨转移乳腺癌和前列腺癌。
- ◆ 东诚药业在2016年收购益泰医药，获得了铼^[188Re]-HEDP注射液。该品种目前进展到临床IIb期，预计明年将进入临床III期。首个获批的适应症有望是前列腺癌骨转移，与Xofigo类似，后续还将进行适应症拓展。
- ◆ 安迪科于2018年1月与GE签订了协定，获得氯化锶^[89Sr]国内独家经销权。该品种2017年出厂价收入约8-9千万，中国同辐占98.5%市场份额。安迪科接手该品种推广后，凭借现有完善的销售和配送网络，有望逐步打开市场，同时为后续铼^[188Re]-HEDP注射液上市销售奠定基础。**预计铼^[188Re]-HEDP+氯化锶^[89Sr]有望贡献公司10亿收入。**

图：癌症骨转移用药市场空间预测

病种	新发病人数	骨转移发生率	每年新患病人数	市场空间计算
乳腺癌	27.24万	65-75%	17.71万	癌症骨转移每年合计新患病人数为50.37万人，假设有25%患者选择放射性核素治疗，对应患者12.6万人。氯化锶 ^[Sr-89] 注射液价格为1.6万元/支，疼痛缓解时间可达3-6个月，我们预计每个患者一般使用1只，费用为1.6万元。我们预计后续上市产品定价有望与此接近，按每个患者费用1.6万元计算，癌症骨转移市场规模有望达到20.15亿元。
前列腺癌	6.03万人	65-75%	3.92万	
肺癌	73.33万人	30-40%	22万	
甲状腺癌	9万	60%	5.4万	
肾癌	6.68万人	20-25%	1.34万	

资料来源：《Cancer Statistics in China, 2015》，骨转移瘤外科治疗专家共识，太平洋证券研究院

全球核药蓬勃发展，引入中国须本地化生产和销售，东诚最具竞争力——核药房数量最多+民营体制

- ◆ 目前有多个新的治疗性和诊断性核素药物陆续获批上市或在研。治疗性核药属于肿瘤靶向药的一个分支，全球已经上市的重磅品种包括Xofigo（镭-223、拜耳26亿美元收购，13年上市，17年收入超4亿欧元，峰值10亿美元级别）、Lutathera（镥-177，诺华39亿美元收购，18年上市，峰值10亿美元级别）。其中Xofigo年销售额已经突破4亿欧元，预计销售峰值有望突破10亿美元，打开了全球核素药物市场空间的天花板。诊断性药物中除了传统的^{99m}Tc、¹⁸F标价药物外，也出现了⁶⁸Ga、⁸⁹Zr标价药物等新品种。形成对现有检查手段的良好补充。
- ◆ 公司目前正在着手进行子公司核医药研发资源整合，整合完毕后公司将拥有国内首屈一指核医药研发平台和团队。海外核素药物，特别是短半衰期核素药物如果想打入中国市场，必须借助国内核药房网络（东诚或同福）进行生产和销售，例如重磅品种镭-223、镥-177。因此公司未来可以通过自主创新、仿制、licence-in等方式来持续获得新品种，为业绩持续增长提供保障。

表：近年来部分全球上市或在研核素药物

药品	适应症	进展	申请机构
(Y-90)-Zevalin	非霍奇金淋巴瘤	2002年FDA批准上市	Spectrum Pharms
(F-18)-Florbetapir	β-淀粉样蛋白显像PET成像	2012年FDA批准上市	Avid（礼来）
Radium-(Ra-223)-Dichloride（Xofigo）	前列腺癌骨转移	2013年FDA批准上市	Bayer
(Tc-99m)-Tilmanocept	淋巴结SPECT成像	2013年FDA批准上市	CARDINAL HEALTH 414
(F-18)-Fluciclovine	前列腺癌PET成像	2016年FDA批准上市	Blue Earth
Gallium(Ga-68)-Dotatate	罕见神经内分泌肿瘤PET成像	2016年FDA批准上市	AAA（诺华）
(Lu-177)-Dotatate（Lutathera）	胃肠胰腺神经内分泌肿瘤	2018年FDA批准上市	AAA（诺华）
(Zr-89)-Df-IAB2M	前列腺癌PET成像	临床II期	ImaginAb
(Tc-99m)-Etarfolatide	卵巢肿瘤SPECT成像	临床II期	Endocyte
(F-18)-BFPET	心肌灌注PET成像	临床II期	Fluoropharma
(F-18)-Flurpiridaz	心肌灌注PET成像	临床III期	Lantheus
(Y-90)-Clivatuzumab	胰腺癌	临床III期	Immunomedics, Inc.

资料来源：FDA，clinicaltrials，太平洋证券研究院

 那屈肝素钙快速增长，原料药业务走出底部

那屈肝素钙中标范围不断扩大，制剂产品逐步丰富

- ◆ 目前国内上市的低分子肝素制剂主要包括依诺肝素、达肝素钠、那曲肝素钙、低分子肝素钠和低分子肝素钙。其中后两种产品属于未分类的低分子肝素制剂，也是国内特有品种。随着注射剂再评价工作的开展，**未分类低分子肝素制剂将逐渐被依诺肝素、达肝素钠和那屈肝素等符合原研质量标准的品种替代**。从样本医院销售情况来看，依诺肝素、达肝素钠、那屈肝素钙等品种在2017年、2018年Q1均保持了良好的增长势头，而低分子肝素钠和低分子肝素钙增长出现了停滞。
- ◆ 公司和健友股份于2015年获得那屈肝素钙制剂批文，天津生化和常山药业于2016年获得制剂批文。随着2015年新一轮药品招标开启，上述产品陆续中标也带动了那屈肝素钙整体市场快速增长。公司的那屈肝素钙在2016年和2017年分别在6个省和8个省新中标，**2017年实现了1.5亿元左右收入，我们预计未来仍将保持20-25%的增速**。由于该产品在部分省区仍处在推广期，产生了较高的销售费用，随着渠道的完善和销售基数的扩大，预计该品种的净利润率也将有所提升。此外依诺肝素正在等待省局现场检查，预计年内有望获批；达肝素的补充研究及生产地址变更工作阶段性完成。公司低分子肝素制剂品种将逐步丰富。

表：低分子肝素代表产品基本情况

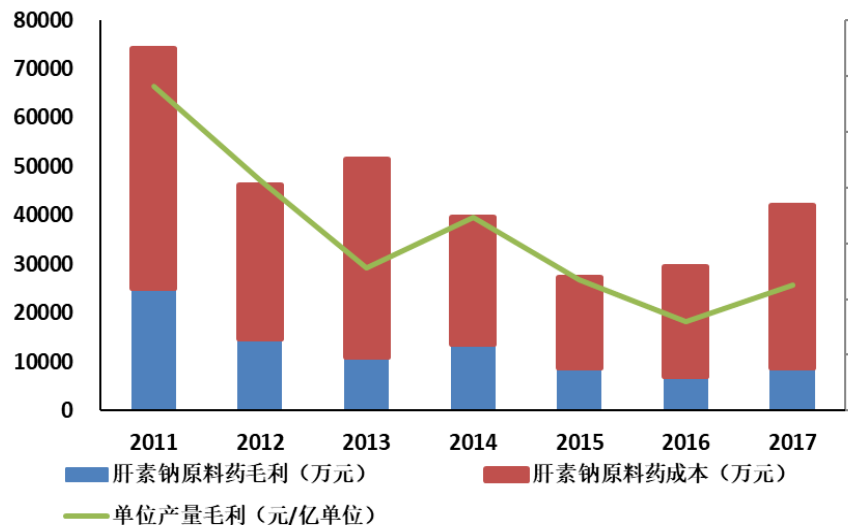
产品	重均分子量	适应症	生产厂家和竞争格局	销售情况
依诺肝素	3800-5000	预防静脉栓塞性疾病（骨科、普外手术）；治疗深静脉栓塞、不稳定性心绞痛；血透中防止形成血栓。	赛诺菲77.98%；健友股份3.02%；千红制药0.19%；深圳天道4.66%；双鹭药业0.35%；九源基因10.77%；成都百裕2.39%；苏州二叶0.64%。	2017年3.82亿元，增速19.35%；2018年Q1 1.12亿元，增速30.72%。
达肝素钠	5600-6400	预防与手术有关的血栓形成；治疗急性深静脉血栓、不稳定性冠心病；血透中防止形成血栓。	辉瑞68.91%；健友股份21.28%；千红制药0.09%；常山药业9.72%	2017年9818元，增速48.07%；2018年Q1 2980万元，增速45.33%。
那屈肝素钙	3600-5000	预防血管栓塞性疾病（骨科、普外）；治疗血管栓塞性疾病。	GSK69.09%；东诚药业15.33%；健友股份11.41%；常山药业1.55%；天津生化2.61%	2017年2.47亿元，增速38.85%；2018年Q1 7713万元，增速40.12%。
低分子肝素钠	3500-5500	预防血栓栓塞性疾病，（骨科、普外）；治疗血栓栓塞性疾病；血透中预防血凝块形成。	Alfa Wassermann46.37%；江苏万邦12.46%、昆明积大2.93%、齐鲁制药32.24%、九源基因5.97%。	2016年1.58亿元；增速1.77%；2018年Q1 4021万元，增速9.42%。
低分子肝素钙	3000-5000	预防和治疗深部静脉血栓；血透中预防血凝块形成。	河北常山55.04%、合肥兆科28.92%、天津红日6.38%、江苏大同盟6.06%、深圳赛保尔3.59%、广东天普生化0.01%	2017年4.14亿元；增速4.13%；2017年Q1 1.05亿元，增速3.25%。

资料来源：CDE, CFDA, , 相关产品说明书, 太平洋证券研究院

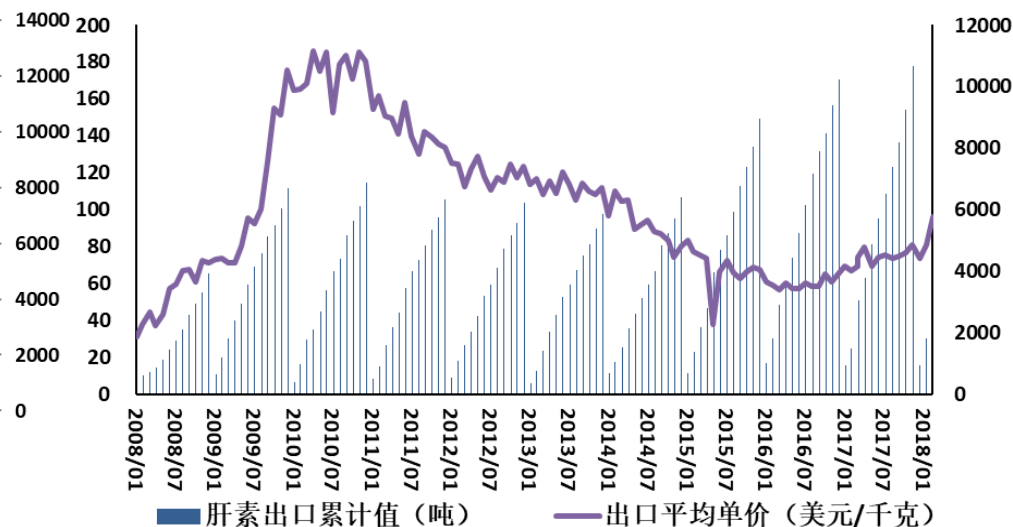
肝素原料药价格回升，盈利状况持续改善

- ◆ 肝素钠原料药目前仍然是公司利润的主要来源之一。肝素原料药在2008年“百特事件”之后由于短期内供求关系出现失衡，价格出现了暴涨，但随着供应紧张的局面得到了缓解和下游制剂厂家补库存完成，肝素原料药价格自2010年起进入了下行通道。2011-2015年，公司肝素钠原料药销售在1.88-2.16万亿单位间波动，收入在整体处于下降状态，单位产量毛利也从1.16万元/亿单位下降到0.47万元/亿单位。2016年后半年起肝素原料药价格开始回暖，主要受到肝素粗品价格涨幅推动，公司肝素业务总毛利额和单位产量毛利仍出现了下滑。2017年由于行业竞争加剧，公司肝素原料药出口价格在3季度有所下滑，拉低了2017年肝素业务整体毛利率，由于肝素粗品价格价格上涨势头有所减缓，公司肝素原料药毛利额和单位产量毛利均有所提升。预计2018年公司肝素原料药业务将继续回暖。
- ◆ 随着核医学板块利润占比不断提升，肝素原料药对于公司利润贡献度将不断下降，将成为公司“现金牛”业务，为公司转型升级提供资金支持。

图：东诚药业肝素钠原料药收入和盈利情况



图：我国肝素原料药出口情况



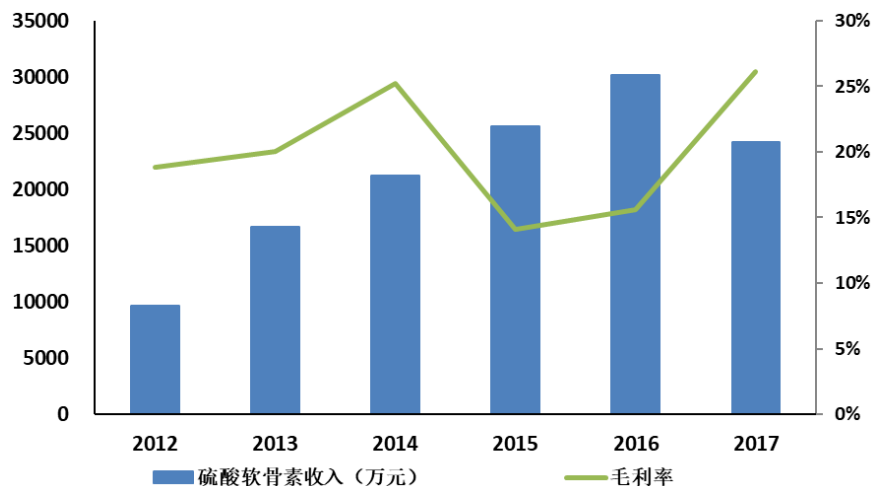
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

资料来源：wind，太平洋证券研究院

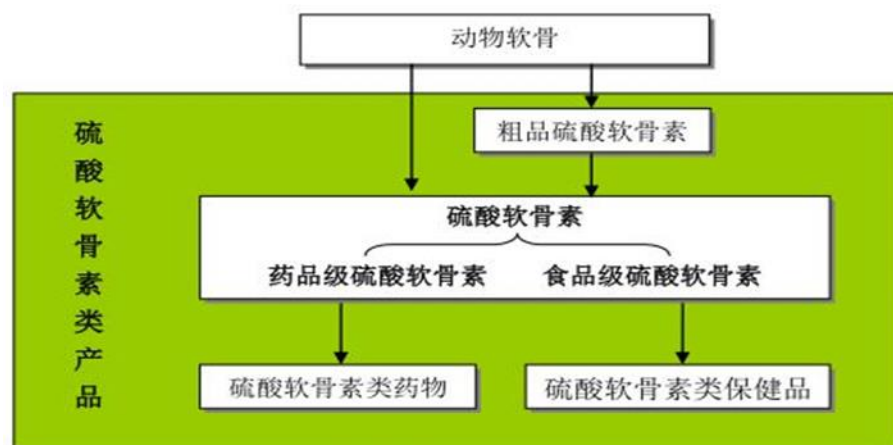
协同效应初步体现，硫酸软骨素业务走出低谷

- ◆公司自成立以来就深耕硫酸软骨素市场，主要从事毛利较高的药品级和高规格级的软骨素的生产和销售。2012-2014年公司除原有美国市场外，积极开拓新兴国家市场，硫酸软骨素业务收入和毛利率均呈现出上升态势。近年来由于硫酸软骨素的价格出现了一定下滑，导致硫酸软骨素毛利率下降。
- ◆公司于2016年收购了同样从事硫酸软骨素业务的中泰生物。中泰生物位于泰国，原料和人工成本较低，在产品价格低迷期仍能保持较高的盈利能力，公司在2017年进行了销售渠道整合，利用中泰生物低成本产品去替代原有高成本产品。2017年初见成效，在价格下降的情况下硫酸软骨素的毛利率得到了提升。目前硫酸软骨素价格处于历史低位，随着硫酸软骨素价格回暖，公司硫酸软骨素业务将走出低谷。
- ◆由于中泰生物产品的重新注册、认证和客户评估完成需要一定时间，导致中泰生物2017年业绩出现了下滑，随着中泰生物销售渠道整合完成，预计2018年中泰生物业绩将出现回升。

图：公司硫酸软骨素收入和毛利率情况



图：硫酸软骨素产业链



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院



盈利预测和投资评级

盈利预测假设

一、核医药

1、云克药业：随着云克注射液渠道库存消化结束和新医院开发效果体现，2018年云克药业有望重回两位数15%增长，长期增速稳定在10-15%区间，现有产品具3倍以上空间。未来超预期在于两点：1) 云克药业剩余48%股权收购；2) 云克注射液进入国家医保。

2、安迪科：受益于PETCT配置证从国家下放到省级，PETCT装机量和诊疗人次有望提速，氟^[18F]脱氧葡萄糖注射液将逐步放量；设备销售、药物生产服务业务收入也将随着PETCT装机量提升稳步增长；18年1月开始独家代理GE氯化锶^[89Sr]贡献增量。安迪科将处于快速成长期，未来5年净利润增速25%，现有产品具5-10倍空间。

3、GMS：现有产品丰富，单个品种基数小，增速快，空间大，跟安迪科具备整合效应。受益于SPECT取消配置证，SPETCT装机量有望提速，锝^[99mTc]标记药物逐步放量，具8倍空间；尿素碳^[14C]胶囊具3倍空间；碘^[125I]密封籽源具3倍以上空间。预计2018年业绩增速30%，中期增速稳定在20%左右。

4、其他：后续产品储备丰富，长期增长无忧——通过自主创新、仿制、licence-in等方式持续获得新品种。全球核药蓬勃发展，引入中国须本地化生产和销售，东诚承接最具竞争力——核药房数量最多+民营体制。

二、普通制剂：以那屈肝素钙为代表的低分子肝素制剂有望保持快速增长，有望陆续获批依诺肝素、达肝素，公司制剂业务收入和利润将持续提升。

三、生化原料药：肝素原料药价格逐步回升，盈利能力也逐步增强，预计肝素原料药利润将趋于稳定，保守预测2018年利润与2017年持平。随着中泰生物销售渠道整合完成和硫酸软骨素价格回升，预计2018年中泰生物业绩将出现回升。

盈利预测

盈利拆分及预测 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
一.核医药								
收入	367	590	987	1167	1431	1745	2146	2528
yoy		61%	67%	18%	23%	22%	23%	18%
净利润	147	196	337	403	493	600	726	875
yoy		33%	72%	20%	22%	22%	21%	21%
贡献母公司利润	77	110	213	274	344	429	531	654
yoy		42%	94%	29%	25%	25%	24%	23%
1.云克药业(持股52.11%)								
收入	300	320	358	398	438	481	530	582
yoy		7%	12%	11%	10%	10%	10%	10%
净利润	134	141	162	185	209	234	260	286
yoy		5%	15%	14%	13%	12%	11%	10%
贡献母公司利润	70	73	84	96	108	121	134	148
yoy		5%	15%	14%	13%	12%	11%	10%
2.安迪科 (18年并表)								
收入	185	233	291	364	448	551	666	806
yoy		26%	25%	25%	23%	23%	21%	21%
净利润	66	83	103	129	161	197	236	284
yoy		25%	25%	25%	25%	22%	20%	20%
贡献母公司利润		6	90	129	161	197	236	284
yoy				44%	25%	22%	20%	20%
3.GMS (16年并表, 主要经营主体上海欣科, 持股51%)								
收入	67	270	337	405	486	583	700	839
yoy		306%	25%	20%	20%	20%	20%	20%
净利润	13	55	72	89	108	130	155	186
yoy			30%	25%	20%	20%	20%	20%
贡献母公司利润	7	30	39	49	59	71	85	102
yoy			30%	25%	20%	20%	20%	20%
4.其他								
收入					60	130	250	300
贡献母公司利润					15	40	75	120

盈利预测

盈利拆分及预测 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
二.普通制剂								
贡献母公司利润		37	45	54	64	75	86	99
三.原料药								
贡献母公司利润		117	135	135	135	135	135	135
1.集团API(肝素钠+硫酸软骨素)		105	105	105	105	105	105	105
2.中泰生物		12	30	30	30	30	30	30
四.汇兑损益								
贡献母公司利润		-25	0	0	0	0	0	0
五.集团费用及其他								
贡献母公司利润		-66	-93	-93	-93	-93	-93	-93
合计:								
贡献母公司利润	131	173	300	370	450	546	659	795
yoy		31%	74%	23%	22%	21%	21%	21%
EPS	0.17	0.22	0.39	0.48	0.58	0.70	0.85	1.02
合理估值			116	138	163	192	223	265

业绩及市值展望

诊断性核药保证未来5年较快增长，治疗性核药保证长期较快增长。公司后续产品储备丰富，未来将持续通过自主创新、仿制、获得产品授权的方式持续丰富自身产品线。预计18-20年净利润3.00/3.70/4.50亿元，增长74%/23%/22%，其中核心业务核医药增速快于公司整体增速。股价经历了长期调整消化估值后，18PE27X（考虑定增），相比其他医药龙头，极具性价比。首次覆盖，买入评级。

18年市值展望：116亿元。**1) 核医学：**18年净利润2.13亿元，增长94%，考虑核医药板块2家寡头竞争，壁垒极高，竞争格局好，市场空间大，盈利能力极强，应给予一定估值溢价，给予45倍PE，对应2018年市值96亿元。**2) 普通制剂：**以那屈肝素钙为代表的低分子肝素制剂保持快速增长，有望陆续获批依诺肝素、达肝素，18年净利润0.45亿元，给与30倍PE，对应2018年市值13.5亿元。**3) 原料药扣除集团费用等：**18年净利润0.42亿元，给予15倍PE，对应2018年市值6.3亿元。

19年市值展望：138亿元。**1) 核医学：**19年净利润2.74亿元，增长29%，考虑核医药板块2家寡头竞争，壁垒极高，竞争格局好，市场空间大，盈利能力极强，应给予一定估值溢价，给予42倍PE，对应2019年市值115亿元。**2) 普通制剂：**以那屈肝素钙为代表的低分子肝素制剂保持快速增长，有望陆续获批依诺肝素、达肝素，18年净利润0.54亿元，给与30倍PE，对应2018年市值16.2亿元。**3) 原料药扣除集团费用等：**18年净利润0.42亿元，给予15倍PE，对应2018年市值6.3亿元。

五年三倍市值空间，稳定收益，首次覆盖，“买入”评级。**1) 核医学：**23年净利润6.54亿元，增长23%，考虑核医药板块2家寡头竞争，壁垒极高，竞争格局好，市场空间大，盈利能力极强，应给予一定估值溢价，给予35倍PE，对应2023年市值230亿元。**2) 普通制剂：**以那屈肝素钙为代表的低分子肝素制剂保持快速增长，有望陆续获批依诺肝素、达肝素，23年净利润1亿元，给与30倍PE，对应2023年市值30亿元。**3) 原料药扣除集团费用等：**23年净利润0.42亿元，给予15倍PE，对应2023年市值6.3亿元。**合计270亿市值。**

太平洋医药团队介绍

杜佐远：太平洋医药行业首席分析师，8年医药卖方、买方研究和投资经验。浙江大学制药工程学士，上海财经大学金融学硕士。曾任职国信证券医药分析师4-5年、诺安基金医药研究&投资3年，2017年10月加入太平洋证券。前瞻、深入、靠谱，善于底部挖掘成长大牛股和拐点型公司，伴随公司中长期成长。

蔡明子：太平洋医药行业分析师，2-3年医药行业研究经验。澳门科技大学金融硕士，曾任职民生证券医药分析师，2018年4月加入太平洋证券，重点覆盖医疗服务、零售药店、商业批发等板块，深入产业链调研，研究深入扎实。

苑建：太平洋医药行业分析师，2年医药行业研究经验。香港理工大学药学博士，曾任职渤海证券医药分析师，2017年11月加入太平洋证券，重点覆盖创新药、新型疫苗等板块，研究深入扎实。

彭波：太平洋医药行业分析师，2年医药行业研究经验。华南理工大学生物医学工程硕士。曾任职前海联合基金医药&化工分析师，2017年12月加入太平洋证券，重点覆盖医疗器械、创新药、原料药等板块，研究兼具深度和广度。

王斌：太平洋医药行业分析师，2年医药行业研究经验。北京大学药物化学专业博士。曾任职渤海证券医药行业分析师，2018年4月加入太平洋证券，重点覆盖创新药、仿制药等板块，研究深入扎实。

投资评级说明

投资评级说明

■ 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

■ 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

重要声明



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761/88321717

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。