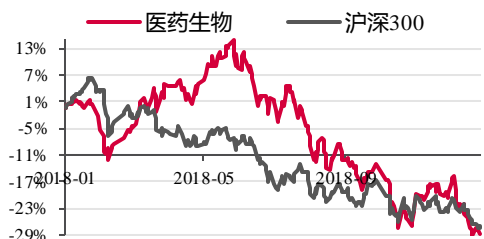


行业月度报告
医药生物
坚守低估值与确定性

2019年01月03日

评级 **同步大市**

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
医药生物	-13.65	-17.99	-28.30
沪深300	-7.68	-12.45	-26.77

陈博

 执业证书编号: S0530517080001
 chenbo@cfzq.com

分析师

0731-84403422

相关报告

- 1 《医药生物行业 2019 年度投资策略-行业变局, 坚守低估值与确定性》 2018-12-27
- 2 《医药生物: 医药生物行业 11 月份月报: 关注受政策影响较小的细分领域》 2018-12-04
- 3 《医药生物: 医药生物行业 11 月份半月报: 板块回调节奏暂缓, 把握优质个股估值修复行情》 2018-11-20

重点股票	2017A		2018E		2019E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
柳药股份	1.55	16.90	1.99	13.17	2.49	10.52	推荐
九州通	0.77	18.96	0.71	20.56	0.87	16.78	推荐
一心堂	0.74	24.03	0.93	19.12	1.16	15.33	推荐
济川药业	1.51	22.21	2.01	16.68	2.63	12.75	推荐
山东药玻	0.87	21.84	1.09	17.43	1.33	14.29	推荐
开立医疗	0.48	54.38	0.67	38.96	0.95	27.47	谨慎推荐
科伦药业	0.52	37.37	0.85	22.86	1.11	17.50	推荐

资料来源: 财富证券

投资要点:

➤ **行情回顾。**2018年12月, 万得全A下跌4.84%, 申万医药生物板块下跌10.91%, 大幅跑输大盘6.07个百分点, 排在申万28个一级行业最后1位。从估值水平来看, 医药生物板块市盈率(TTM, 整体法)为23.40X, 全部A股为12.04X, 估值溢价下降至94.35%, 2019年预期市盈率(整体法)为16.42X。

➤ **投资策略。**展望2019年, 客观上的医保支付压力依然不小, 竞争激烈的仿制药和高价的专利过期药的现有价格体系面临调整已是定局, 临床用药(耗材)规范化、合理化亦是监管层和消费者的诉求, 未来企业间的差异化竞争、行业集中度明显提升将是大势所趋。我们对医药生物板块维持“同步大市”评级, 建议关注受政策影响小、估值具有足够安全垫、业绩稳定增长标的。

(1) 在带量采购等政策下, 仿制药板块整体承压, 倒逼企业转型升级, 创新是未来发展方向, 也是超额利润的来源。目前我国仿制药市场仍然庞大, 需求长期存在, 成本优势突出、研发管线丰富的标的更具优势, 建议关注科伦药业、恒瑞医药等。

(2) 持续关注医药商业领域机会。医药商业整体受当前政策影响较小, 长期看医药流通行业集中度提升趋势不变, 目前估值处于历史低位, 建议关注柳药股份、九州通等。处方外流趋势不变, 医药零售行业未来仍有较大的增长空间, 在药店分类分级管理之下, 龙头优势显著, 建议关注一心堂、益丰药房、老百姓等。

(3) 在当前医保控费大背景下, 品牌中成药降价压力小于仿制药, 我们建议关注济川药业; 与此同时, 医疗器械政策压力日渐增加, 尤其是耗材类产品, 我们建议关注受政策影响小的医疗设备企业开立医疗及处于制药产业链上游的药玻龙头山东药玻。

➤ **风险提示:** 上市公司业绩不及预期; 药品招标降价风险; 商誉减值风险。

内容目录

1 行情回顾.....	3
2 医药制造业经营数据分析.....	4
3 行业重大政策、事件跟踪.....	5
3.1 12月7日，上海阳光采购平台发布了“4+7”城市药品集中采购拟中选结果.....	5
3.2 12月20日，国家医保局发布《关于申报按病种诊断相关分组付费国家试点的通知》..	6
3.3 12月28日，国家药品监督管理局发布《关于仿制药质量和疗效一致性评价有关事项的公告》.....	6
4 投资策略.....	7
5 风险提示.....	8

图表目录

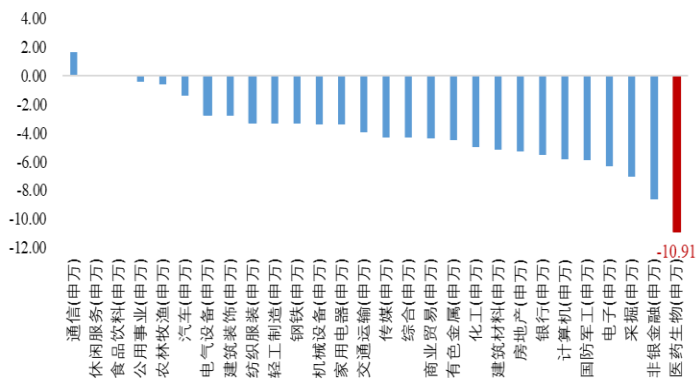
图 1：12 月医药生物板块跑输大盘.....	3
图 2：2018 年医药生物板块跑赢大盘.....	3
图 3：12 月医药生物子板块涨幅比较.....	3
图 4：2018 年全年医药生物子板块涨幅比较.....	3
图 5：12 月医药生物板块个股涨跌幅（前十）.....	4
图 6：2018 年全年医药生物板块个股涨跌幅（前十）.....	4
图 7：医药生物板块与全部 A 股历年估值水平.....	4
图 8：医药生物子板块估值水平（整体法）.....	4
图 9：医药制造业主营业务收入与同比增长.....	5
图 10：医药制造业利润总额与同比增长.....	5
图 11：医药制造业主营业务成本与同比增长.....	5
图 12：医药制造业利润率走势.....	5

1 行情回顾

2018年12月，万得全A下跌4.84%，申万医药生物板块下跌10.91%，大幅跑输大盘6.07个百分点，排在申万28个一级行业最后1位。从子板块来看，7个子板块全部下跌，中药、化学原料药、医疗服务、医疗器械、医药商业、生物制品和化学制剂分别下跌6.36%、8.00%、8.18%、10.45%、12.84%、14.44%和14.72%。（申万行业指数）

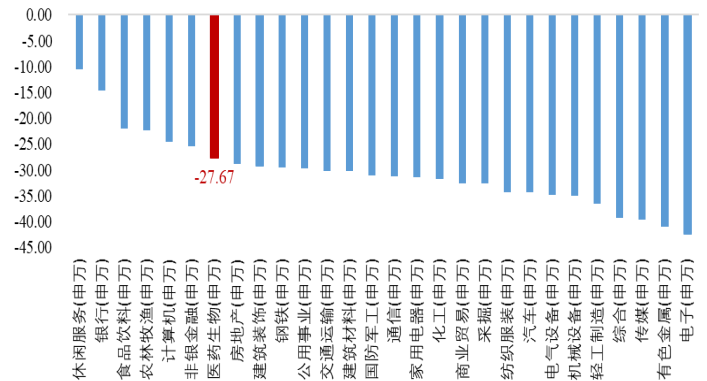
2018年全年，万得全A下跌28.25%，申万医药生物板块下跌27.67%，跑赢大盘0.58个百分点，排在申万28个一级行业第7位。从子板块来看，7个子板块全部下跌，医疗服务、生物制品、化学制剂、医疗器械、中药、化学原料药和医药商业分别下跌20.50%、23.08%、25.71%、28.60%、31.17%、31.57%和31.83%。（申万行业指数）

图 1：12 月医药生物板块跑输大盘



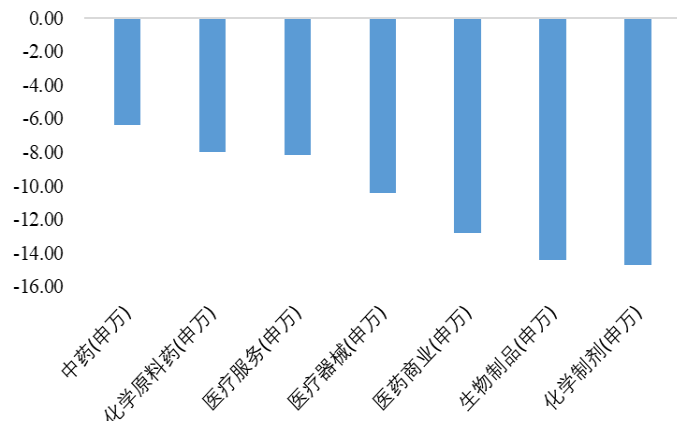
资料来源：wind，财富证券

图 2：2018 年医药生物板块跑赢大盘



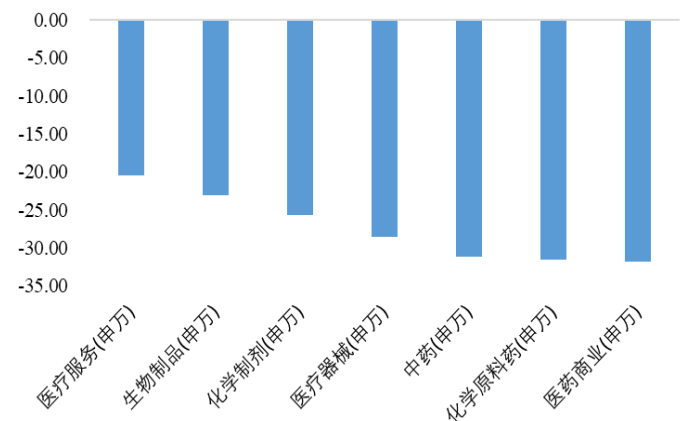
资料来源：wind，财富证券

图 3：12 月医药生物子板块涨幅比较



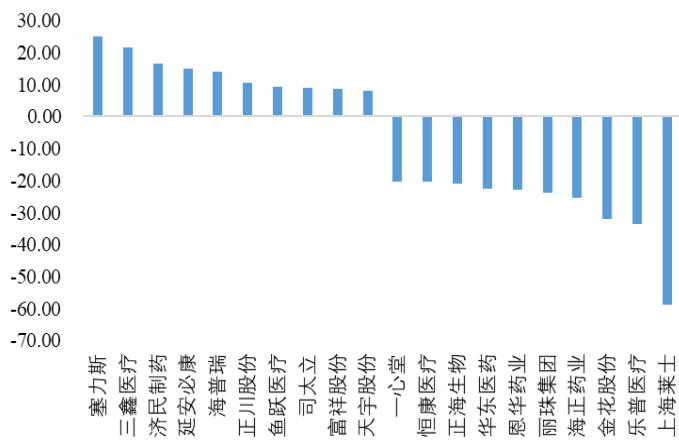
资料来源：wind，财富证券

图 4：2018 年全年医药生物子板块涨幅比较



资料来源：wind，财富证券

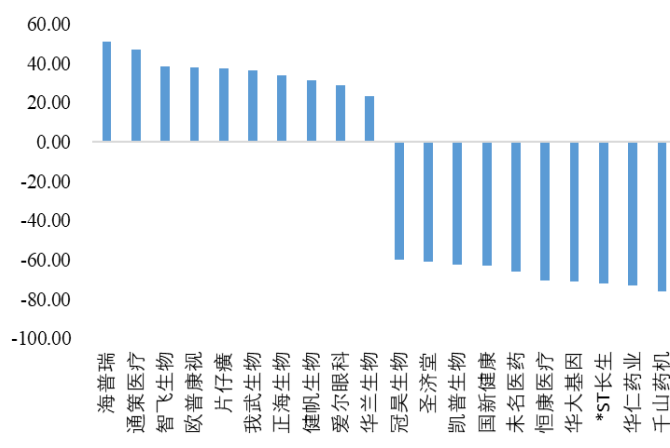
图 5：12 月医药生物板块个股涨跌幅（前十）



资料来源：wind，财富证券

注：剔除了 12 月上市新股爱朋医疗。

图 6：2018 年全年医药生物板块个股涨跌幅（前十）

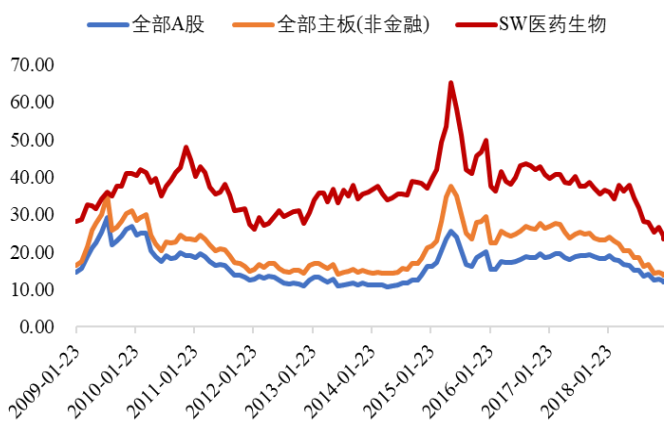


资料来源：wind，财富证券

注：剔除了 2018 年上市新股。

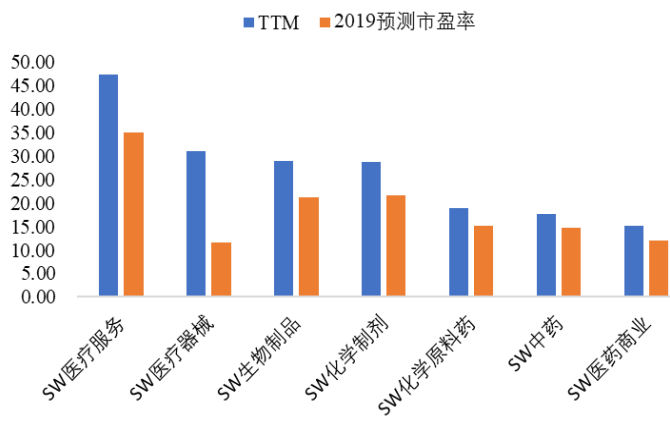
从估值水平来看，医药生物板块市盈率（TTM，整体法）为 23.40X，全部 A 股为 12.04X，估值溢价下降至 94.35%，2019 年预期市盈率（整体法）为 16.42X，目前医药生物板块估值已经处于历史低位。从子板块看，估值最高的为医疗服务（47.44X），其次是医疗器械（31.00X）、生物制品（29.03）、化学制剂（28.81X）、化学原料药（18.85X）、中药（17.69X）、和医药商业（15.19X）。

图 7：医药生物板块与全部 A 股历年估值水平



资料来源：wind，财富证券

图 8：医药生物子板块估值水平（整体法）

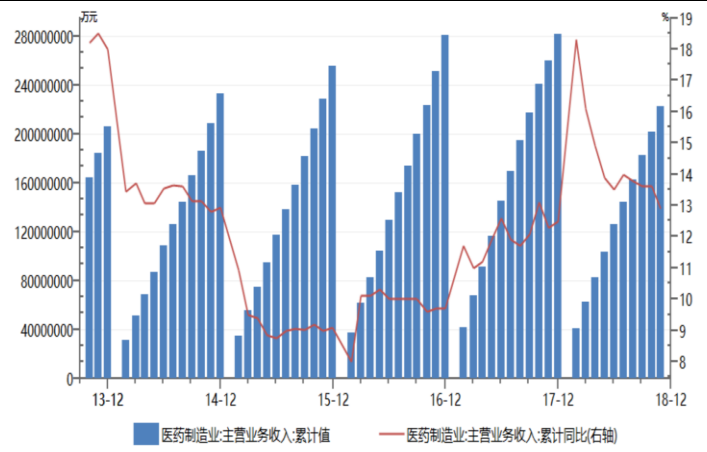


资料来源：wind，财富证券

2 医药制造业经营数据分析

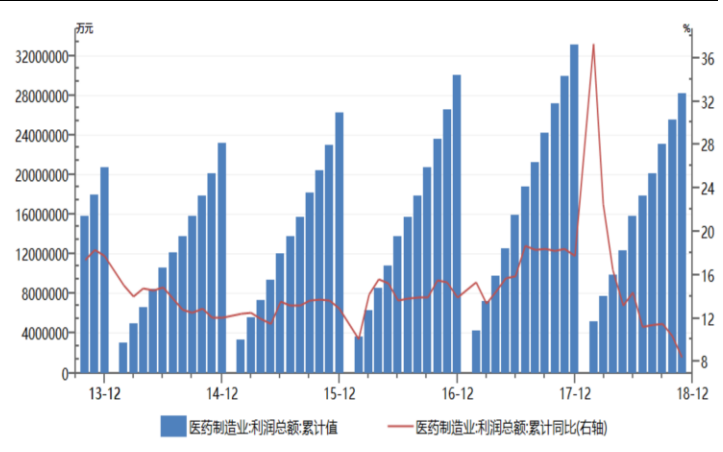
2018 年 11 月，医药制造业累计主营业务收入、利润总额分别为 22213.8 亿元、2822.0 亿元，同比增长分别为 12.90%、8.40%。收入增速与 2017 年同期相比上升 0.60 个百分点，利润总额增速下降 10 个百分点，累计收入增速有所上升，但是累计利润增速大幅下滑。医药制造业累计主营业务成本 13201.0 亿元，同比增长 7.60%，销售利润率 12.70%，同比提升 1.15 个百分点。

图 9：医药制造业主营业务收入与同比增长



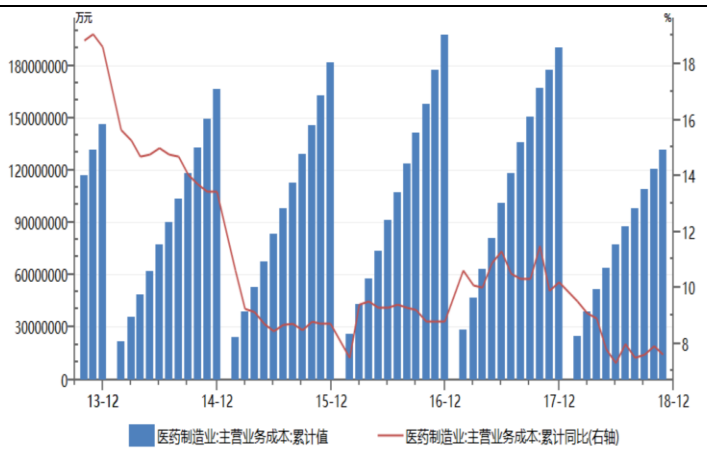
资料来源：wind，财富证券

图 10：医药制造业利润总额与同比增长



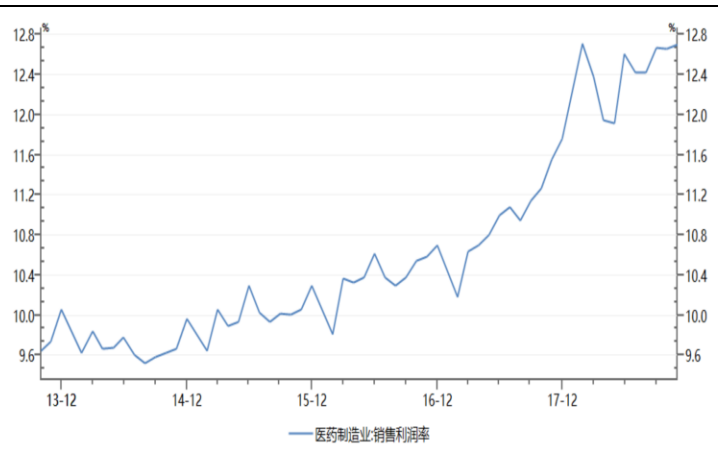
资料来源：wind，财富证券

图 11：医药制造业主营业务成本与同比增长



资料来源：wind，财富证券

图 12：医药制造业利润率走势



资料来源：wind，财富证券

3 行业重大政策、事件跟踪

3.1 12月7日，上海阳光采购平台发布了“4+7”城市药品集中采购拟中选结果

12月7日，上海阳光采购平台发布了“4+7”城市药品集中采购拟中选结果，31个试点通用名药品有25个集中采购拟中选，6个药品流标，成功率81%。其中，通过一致性评价的仿制药22个，占88%，原研药3个，占12%，仿制药替代效应显现。与试点城市2017年同种药品最低采购价相比，拟中选价平均降幅52%，最高降幅96%，降价效果明显。整体而言，药价降幅超出市场预期，采购量低于之前预期，导致医药板块整体承压。

本次带量采购破除了以往招标采购中，普遍只招价格不带量的问题，企业缺乏销量

预期，难以实现药价明显下降。我国仿制药质量水平总体偏低，难以与原研药在同一水平上公平竞争，部分原研药品种价格长期明显高于周边国家和地区，专利悬崖迟迟未在中国发生，导致医保资金被大量占用，本次带量采购原研药价格大幅下降，节约了医保基金。

以往招标采购层级较低，力量分散，导致议价能力不足，同时区域政策差异，影响了统一市场形成，弱化了市场竞争机制，本次带量采购中联采办汇总了 11 个试点城市的用药数量，在采购公告中明确了每个品种的采购量，给药品生产企业明确的预期，有利于其根据采购量自主报价申报，杜绝带金销售现象。以往药品采购、使用、医保支付、货款结算等措施衔接配合不够，难以协同发挥作用，本次带量采购出台了配套政策以保证带量采购的顺利完成。

3.2 12 月 20 日，国家医保局发布《关于申报按病种诊断相关分组付费国家试点的通知》

12 月 20 日，国家医保局官微发布通知称，为加快推进按疾病诊断相关分组（DRGs）付费国家试点，探索建立 DRGs 付费体系，决定组织开展 DRGs 国家试点申报工作。

通知要求，原则上各省可推荐 1-2 个城市（直辖市以市为单位）作为国家试点候选城市，并对候选城市应该具备的条件作出要求。

国家医保局要求，各省要积极推动和参与按 DRGs 付费国家试点工作，建立健全工作机制，指导拟申报国家试点城市做好调查摸底、数据收集等前期准备和申报工作。

按照通知要求，12 月 20 日前相关材料应报送国家医保局。国家医保局将综合评估，确定试点城市，及后续工作。

DRGs 是医保支付方式改革的重要内容。按照国办 2017 年 6 月发布的《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》，2017 年起，全面推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式。各地要选择一定数量的病种实施按病种付费和国家选择部分地区开展按疾病诊断相关分组（DRGs）付费试点，都是改革的“规定动作”。

DRGs，即疾病诊断相关分组，根据患者的病历，参照相关医疗分组要素（出院主要诊断、并发症或合并症、主要手术操作等），按照 ICD-10 疾病诊断码和 ICD-9-CM 手术操作码，将临床诊断操作和资源消耗情况相似的病例分为同一组，编制各相关组的编码，确定各组的付费标准。在这一过程中，医院节省的成本，可以作为盈余归属医院。

资料来源：健识局

3.3 12 月 28 日，国家药品监督管理局发布《关于仿制药质量和疗效一致性评价有关事项的公告》

12月28日，国家药品监督管理局发布《关于仿制药质量和疗效一致性评价有关事项的公告》。公告指出，《国家基本药物目录（2018年版）》已于11月1日起施行，新版目录建立了动态调整机制，对通过仿制药质量和疗效一致性评价的品种优先纳入目录，未通过一致性评价的品种将逐步被调出目录。充分考虑基本药物保障临床需求的重要性，对纳入国家基本药物目录的品种，不再统一设置基本药物评价时限要求。

不再统一设置基本药物评价时限要求，不等于没有时限要求。公告还指出，化学药品新注册分类实施前批准上市的含基本药物品种在内的仿制药，自首家品种通过一致性评价后，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，企业经评估认为属于临床必需、市场短缺品种的，可向所在地省级药品监管部门提出延期评价申请，经省级药品监管部门会同卫生行政部门组织研究认定后，可予适当延期。

资料来源：医药经济报

4 投资策略

2018年可以说是医药生物行业转折点，受长生生物疫苗造假、药监系统人员调整、“4+7”带量采购政策加速落地、严打骗保文件出台等标志性事件影响，并叠加中美贸易战导致的经济波动及金融去杠杆等宏观因素，医药生物板块指数出现大幅回调。我们认为，近两年行业政策调整既是医药生物产业实现长期良性发展必经阶段，也体现监管层引导产业升级、净化商业环境的初衷。

展望2019年，客观上的医保支付压力依然不小，竞争激烈的仿制药和高价的专利过期药的现有价格体系面临调整已是定局，临床用药（耗材）规范化、合理化亦是监管层和消费者的诉求，未来企业间的差异化竞争、行业集中度明显提升将是大势所趋。短期来看，企业面对政策调整的剧烈阵痛在所难免，实现产业升级之路亦有重重困难；但长期来看，在终端需求不断增加、国内企业竞争力日益提升、审批政策提速的大背景下，医药产业正朝着更加健康、更加规范的方向稳健发展，我们对医药生物板块维持“同步大市”评级。我们建议投资者适当调整估值预期，合理把握行业政策调整趋势，重点关注受政策影响小、估值具有足够安全垫、业绩稳定增长标的。

(1) 在带量采购等政策下，仿制药板块整体承压，倒逼企业转型升级，创新是未来发展方向，也是超额利润的来源。目前我国仿制药市场仍然庞大，需求长期存在，成本优势突出、研发管线丰富的标的更具优势，建议关注科伦药业、恒瑞医药等。

(2) 持续关注医药商业领域机会。医药商业整体受当前政策影响较小，长期看医药流通行业集中度提升趋势不变，目前估值处于历史低位，建议关注柳药股份、九州通等。处方外流趋势不变，医药零售行业未来仍有较大的增长空间，在药店分类分级管理之下，龙头优势显著，建议关注一心堂、益丰药房、老百姓等。

(3) 在当前医保控费大背景下，品牌中成药降价压力小于仿制药，我们建议关注济

川药业；与此同时，医疗器械政策压力日渐增加，尤其是耗材类产品，我们建议关注受政策影响小的医疗设备企业开立医疗及处于制药产业链上游的药玻龙头山东药玻。

5 风险提示

上市公司业绩不及预期；药品招标降价风险；商誉减值风险。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，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（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438