

# 带量采购定调稳健推广，悲观预期有望逐步修复

## ——医药生物行业周报（20190120）

行业周报

### ◆行情回顾：医药板块预期修复，板块整体反弹

上周，医药生物指数上涨 3.31%，跑赢沪深 300 指数 0.94 pp，跑赢创业板综指 3.54pp，排 5/28，表现较好，主要是带量采购执行政策落地，悲观预期修复。分板块看，化学制剂涨幅最大，上涨 4.31%，主要是前期跌幅大，预期修复弹性最大。

◆上市公司研发进度跟踪：海正的海泽麦布片、翰宇的盐酸普拉克索缓释片生产申请新进承办。安科的 PD-1 单抗、石药的 SYHA1402、中国医药的 YPS345 片、众生的 ZSP0678 片和 SYHA1402 片临床申请新进承办。上周 8 个品规正式通过一致性评价，包括康弘的阿立哌唑口崩片、上海医药的氢氯噻嗪片、华润双鹤的盐酸特拉唑嗪片、华润医药的米非司酮片。

### ◆行业观点：带量采购稳健推广，悲观预期有望修复

带量采购执行方案落地，大方向不变，但悲观预期有望修复。19 年 1 月 17 日，国务院发布《国家组织药品集中采购和使用试点方案》，改革的大方向未变，但有如下调整：要求更高采购量；防止不顾质量的唯低价中标；允许医保支付标准设立过渡期等。我们认为，带量采购在品种、未中选品种和地区三个维度的延伸均需时日，对社会和产业各界释放稳健改革预期也相当重要，无须对医药产业过度悲观。

我们认为医药板块近期有望进入悲观预期的修复阶段，会有相对较为明显的反弹行情。这和我们年度策略判断的“医药板块估值处于历史低位，可加大配置”的观点是一致的。中长期看，我们仍坚定看好“创新+升级”，包括四个方向：①创新产业链：创新药+CRO 政策受益明显，推荐康弘药业、泰格医药；②健康需求升级：控费免疫且受益消费能力提升，推荐爱尔眼科、长春高新、云南白药、智飞生物；③医疗器械：医技科室地位提升，国产企业崭露头角，推荐迈瑞医疗；④药店：产业链地位、终端价值提升，市场进一步集中，推荐益丰药房。（详细请参见我们于 19 年 1 月 6 日发布的医药生物行业 2019 年度 A+H 投资策略：《大破大立：不经一番寒彻骨，怎得梅花扑鼻香》。）

### ◆风险提示：医保控费加剧；药品带量采购蔓延至高值耗材。

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	
002773	康弘药业	37.60	0.96	1.20	1.56	39	31	24	买入
300347	泰格医药	42.81	0.60	0.92	1.24	71	46	35	买入
300015	爱尔眼科	27.00	0.31	0.44	0.59	87	62	45	买入
000661	长春高新	193.35	3.89	5.71	7.47	50	34	26	买入
000538	云南白药	78.48	3.02	3.17	3.61	26	25	22	买入
300122	智飞生物	38.08	0.27	0.93	1.69	141	41	23	买入
300760	迈瑞医疗	109.50	2.13	3.02	3.71	51	36	30	买入
603939	益丰药房	43.74	0.83	1.18	1.66	53	37	26	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 01 月 18 日

## 增持（维持）

### 分析师

林小伟（执业证书编号：S0930517110003）  
021-52523871  
[linxiaowei@ebsec.com](mailto:linxiaowei@ebsec.com)

梁东旭（执业证书编号：S0930517120003）  
0755-23915357  
[liangdongxu@ebsec.com](mailto:liangdongxu@ebsec.com)

经煜甚（执业证书编号：S0930517050002）  
021-52523870  
[jingyus@ebsec.com](mailto:jingyus@ebsec.com)

宋硕（执业证书编号：S0930518060001）  
021-52523872  
[songshuo@ebsec.com](mailto:songshuo@ebsec.com)

### 联系人

王明瑞  
[wangmingrui@ebsec.com](mailto:wangmingrui@ebsec.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

me-too 价格战悄然开打，综合实力更显重要——医药生物行业周报（20190113）  
..... 2019-01-13  
至暗时刻仍有光明，坚定拥抱创新升级——医药生物行业周报（20190106）  
..... 2019-01-06  
医保局调结构被数据验证，大破大立下拥抱创新升级——医药生物行业周报（20190101）  
..... 2019-01-01

## 目 录

1、 行情回顾：悲观预期修复，板块整体反弹.....	3
2、 本周观点：带量采购稳健推广，悲观预期有望修复.....	4
3、 行业政策与公司要闻 .....	6
4、 一致性评价审评审批进度更新.....	7
5、 沪深港通资金流向更新 .....	8
6、 重要数据库更新 .....	8
6.1、 11月医药工业端盈利压力变大 .....	8
6.2、 基本医保：累计收支增长均有所提速.....	10
6.3、 三季度三级医院诊疗人次增速继续领跑.....	13
6.4、 12月整体CPI下行，医疗保健CPI有所下降.....	15
6.5、 部分抗生素原料药价格下跌，维生素价格大多下跌.....	15
6.6、 一致性评价挂网采购：本期无更新.....	17
6.7、 两票制落地：全国仅剩6省市未发布耗材相关政策.....	18
6.8、 耗材零加成：本期无新增.....	18
6.9、 新版医保目录：本期无新增.....	19
7、 下周重要事项预告.....	20
8、 光大医药近期研究报告回顾 .....	21

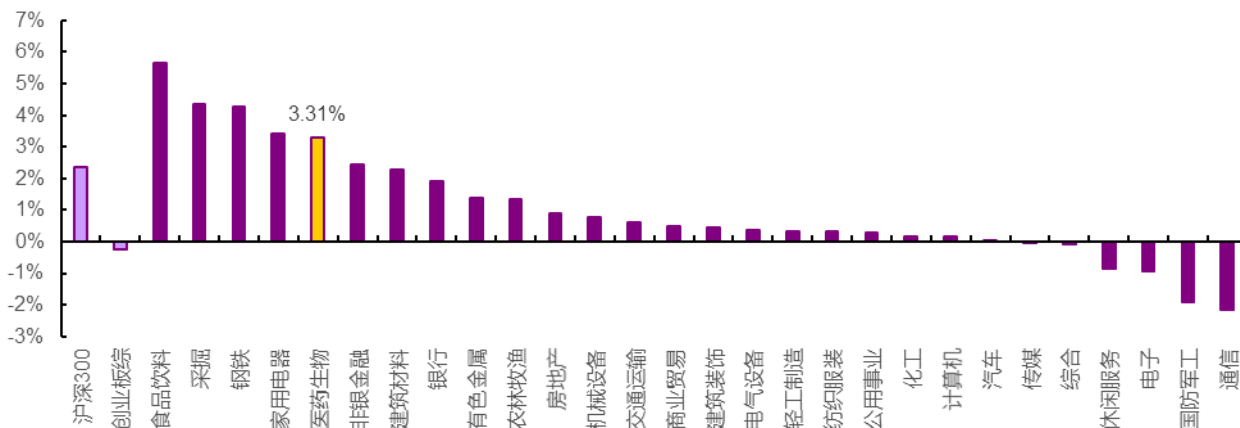
## 1、行情回顾：悲观预期修复，板块整体反弹

上周，医药生物(申万，下同)指数上涨 3.31%，跑赢沪深 300 指数 0.94 pp，跑赢创业板综指 3.54pp，在 28 个子行业中排名第 5，表现较好主要是医药板块前期跌幅大，且市场悲观预期出现修复。

分子板块来看，上周涨幅最大的是化学制剂，上涨 4.31%，主要是化学制剂前期因带量采购悲观情绪跌幅较大，而上周国家版带量采购的执行试点方案落地，整体稳健推进，悲观预期得到一定的修复；其次是医疗服务，上涨 4.20%，主要是前期持续下跌后反弹，且基本面相对较好。

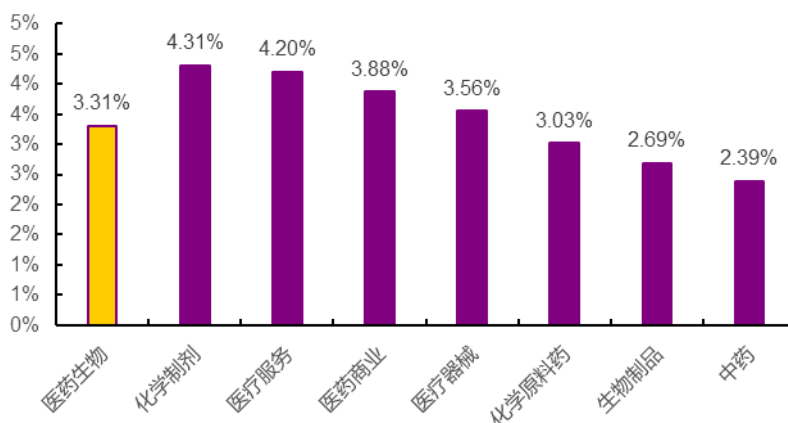
个股层面，涨幅较大的股票多为带量采购悲观预期修复或为近期持续下跌后发生反弹，跌幅较大的股票多为个股性原因。

图 1：大盘指数和各申万一级行业上周涨跌幅情况（%，1.14-1.18）



资料来源：Wind、光大证券研究所 注：指数选取申万一级行业指数

图 2：医药生物板块和子行业上周涨跌幅情况（%，1.14-1.18）



资料来源：Wind、光大证券研究所 注：指数选取申万一级及三级行业指数

表 1: 上周医药股涨跌幅 Top10 (剔除 2018 年以来上市次新股, 1.14-1.18)

排序	涨幅 TOP10	涨幅 (%)	上涨原因	排序	跌幅 TOP10	跌幅 (%)	下跌原因
1	天宇股份	13.76	业绩预增	1	ST 长生	-14.47	强制退市
2	乐普医疗	13.70	带量采购悲观预期修复	2	亚太药业	-12.07	回调
3	恩华药业	11.43	带量采购悲观预期修复	3	欧普康视	-6.64	Q4 业绩低于预期
4	葵花药业	11.42	超跌反弹	4	启迪古汉	-5.47	回调
5	九典制药	10.59	NA	5	华森制药	-5.16	NA
6	华东医药	10.04	带量采购悲观预期修复	6	恒康医疗	-4.99	NA
7	华海药业	9.77	带量采购悲观预期修复	7	紫鑫药业	-4.75	回调
8	健友股份	9.75	超跌反弹	8	康泰生物	-4.73	过期疫苗事件影响市场情绪
9	泰格医药	9.35	超跌反弹	9	康德莱	-3.99	NA
10	美诺华	9.00	超跌反弹	10	振兴生化	-3.98	遭原实控人起诉

资料来源: Wind、光大证券研究所

## 2、本周观点: 带量采购定调稳健推广, 悲观预期有望逐步修复

2019 年 1 月 17 日, 国务院办公厅印发了《国家组织药品集中采购和使用试点方案》(以下简称《方案》), 对国家组织的联合药品集中采购和使用工作作出最新部署。和此前联合采购办公室发布的《4+7 城市药品集中采购文件》(以下简称《文件》) 相比, 未来带量采购的大框架和“腾笼换鸟”的大方向没有变化, 但《方案》具体有以下几点微调:

**1) 量: 要求 60-70%。**《文件》中给出了 31 个品种的具体招标量, 总体不到 50%, 但在《方案》中要求 60-70% 采购量, 比原来要求采购量更多。

**2) 价: 要求防止不顾质量的唯低价中标。**集中采购方式的相同, 即根据每种药品入围的生产企业数量: 3 家及以上的, 采取招标方式; 2 家的, 采取议价方式; 只有 1 家的, 采取谈判方式。但《文件》采用的最低价独家中标的原则, 在《方案》中并未提及, 并且要求防止不顾质量的唯低价中标。这一点是改善市场预期的核心。

**3) 医保支付: 设立 2-3 年过渡期, 允许结余留用。**上海《补充文件》仍延续原有医保报销模式, 但要求未中选品种要根据价差实现梯度降价 10-30%。《方案》要求以集中采购价格作为医保支付标准, 价格高于支付标准的药品, 超出部分由患者自付, 如价格差异较大, 可在 2-3 年内调整到位; 若患者使用价格低于支付标准的药品, 按实际价格支付。更重要的是, 《方案》提出, 公立医疗机构医疗服务收支形成结余的, 可按照“两个允许”(允许医疗卫生机构突破现行事业单位工资调控水平, 允许医疗服务收入扣除成本并按规定提取各项基金后主要用于人员奖励) 的要求, 统筹用于人员薪酬支出。可以说通过激励机制鼓励医疗机构使用中标药品更为明确。

表 2: 《方案》相比于各地的配套文件, 有部分细节变动

	国家版	上海版	天津版 (征求意见稿)	大连版 (网传征求意见稿)
出台时间	19 年 1 月 17 日	18 年 11 月 21 日	19 年 1 月 18 日	19 年 1 月 10 日
集采执行时间	19 年初	未明确	19 年 3 月 1 日	19 年 3 月 1 日
集采品种	从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			
采购量	试点地区所有公立医疗机构年度药品总用量的 60-70%	明确了 25 个品种的具体招标量, 总体不到 50%		

价格	要求防止不顾质量的唯低价中标	最低价		
中标主体	未明确独家中标	独家中标		
医保支付价格	以集中采购价格作为医保支付标准，如果价格差异过大，可以有 2-3 年过渡期	未明确	以集中采购价格作为医保支付标准，如果价格差异过大，可以有 2-3 年过渡期	以集中采购价格作为医保支付标准，如果价格差异过大，可以有 3 年过渡期
配送回款	至少预付 30%，有条件的城市可试点医保直接结算	配送费率为 6%，预付 50%，完成 50% 采购量后支付 45%，全部完成后支付剩下的 5%	预付 50%，6 个月内支付剩下的 50%	预付 50%，探索医保直接结算

资料来源：国务院、上海阳光医药采购网、天津市医药采购中心、E 药经理人、光大证券研究所

带量采购在 3 个维度上的延伸均需要一定时间。我们预计，带量采购在 11 个城市 25 个品种对应采购量的执行有望最快于 19 年 3 月份开始。随后，带量采购将逐步向 3 个方向延伸，但我们认为仍需一定时间：

1) 品种延伸：一致性评价进展缓慢。一致性评价是带量采购的先决条件，截至 19 年 1 月 20 日，仅 168 个品规通过一致性评价。鉴于进度缓慢，药监局甚至取消了 289 目录品种的时间限制。

2) 未中选品种价格延伸：出于民生考虑，设立 2-3 年过渡期。长期以来，我国的高价药品反而用药量更大。一旦同一通用名药品执行统一的医保支付标准，将给原先使用高价药的患者带来巨大负担。出于民生考虑，《方案》明确给出了 2-3 年的过渡期。

3) 地区延伸：有待总结评估试点工作。在“4+7”中选结果公布后，山东、四川、安徽、福建等省市一度计划价格联动，但在山东省 1 月 9 日通过一致性评价品种挂网公示中，我们并未看到“4+7”的 25 个品种价格有明显降幅。本次《方案》明确要求“在总结评估试点工作的基础上，逐步扩大集中采购的覆盖范围，引导社会形成长期稳定预期。”表明地区延伸仍需一定时间。

我们认为，《方案》坚定了招采改革方向，但带量采购在三个维度的快速延伸仍为时尚早，在试点实施和总结经验的过程中，带量采购的模式将逐步完善，未来不排除“提高带量采购量，但不再最低价独家中标”的可能。

通过梳理以上变化，我们认为可得出以下结论：

- 带量采购的大方向不变：医保基金腾笼换鸟，医疗服务价值回归。从《方案》和《文件》的对比来看，未来降低高价进口原研药使用比例，提升高质量仿制药比例以及加大仿制药之间竞争的方向并未有变化，腾笼换鸟支持医疗服务的原则也是一以贯之的。
- 带量采购推广仍需时日，过度悲观预期不可取。对于如恒瑞医药、石药集团、中国生物制药这样的头部制药企业而言，仍有足够的时间、利润空间来加快向研发创新的转型。

基于以上分析，我们认为医药板块近期有望进入悲观预期的修复阶段，会有相对较为明显的反弹行情。这和我们此前判断的医药板块估值处于历史低



位，可加大配置的观点是一致的。但带量采购、医保基金腾笼换鸟的大方向未变，因此投资方向的选择上，我们仍坚定推荐创新升级主线。

**投资建议：至暗时刻仍有光明，坚定拥抱创新升级。**我们认为，医药产业在大破大立后，新规则、新时代下终有光明的未来，坚定看好“创新+升级”，包括四个方向：①**创新产业链**：创新药+CRO 政策受益明显，推荐**康弘药业、泰格医药**；②**健康需求升级**：控费免疫且受益消费能力提升，推荐**爱尔眼科、长春高新、云南白药、智飞生物**；③**医疗器械**：医技科室地位提升，国产企业崭露头角，推荐**迈瑞医疗**；④**药店**：产业链地位、终端价值提升，市场进一步集中，推荐**益丰药房**。

(详细请参见我们于2019年1月6日发布的医药生物行业2019年度A+H投资策略：《大破大立：不经一番寒彻骨，怎得梅花扑鼻香》。)

### 3、行业政策与公司要闻

表3：重点行业政策、要闻核心要点与分析 (1.14-1.18)

领域	日期	政策/要闻	核心要点	影响
制药	1/17	国务院办公厅印发《国家组织药品集中采购和使用试点方案》	1) 带量采购，以量换价； 2) 招采合一，保证使用； 3) 确保质量，保证供应； 4) 保证回款，降低交易成本。	《方案》明确了具体的采购量和使用量以及回款速度，本次试点城市采购方案开始落实，未来药品集采范围将逐步扩大，仿制药行业集中度将持续提升。
医疗服务	1/16	上海市卫健委发布《上海市医师不良执业行为记分管理办法（试行）》	实行医师不良执业行为记分累积计算，分值超过一定标准将受到处罚，包括机构约谈、法律考试、内部处理、监督处理等。	对商业性统方、企业回扣等不良执业行为明确分值和惩处措施，药企带金销售等行为受到严打，未来将逐步转变为学术推广。

资料来源：相关政府网站、光大证券研究

表4：公司要闻核心要点 (1.14-1.18)

日期	公司	要闻
1/14	嘉应制药	①拟在香港设立全资子公司，注册资本10万港元；②对嘉应大健康增加注册资本3000万元；③拟在梅州设立全资子公司，注册资本5000万元；④嘉应大健康及拟设立的嘉应国际公司拟共同出资设立——广东嘉应融资租赁有限公司。
1/14	海正药业	产品海泽麦布及海泽麦布片上市申请获得《受理通知书》。
1/14	通化东宝	收到磷酸西格列汀片药品生产注册申请受理通知书。
1/14	安科生物	“重组抗PD1人源化单克隆抗体注射液”临床试验申请已获受理。
1/15	欧普康视	拟以1598.525万元受让合肥阳光医疗科技股份有限公司15.9892%股权。
1/15	科华生物	子公司西安天隆牵头承担的“荧光数字基因扩增单分子检测仪”项目获批立项。
1/15	戴维医疗	婴儿T-组合复苏器取得医疗器械注册《受理通知书》。
1/15	中国医药	子公司天方有限产品YPS345获得药物临床试验受理通知书。
1/15	普利制药	注射用阿奇霉素获得加拿大上市许可。
1/16	中源协和	拟同意子公司北京傲锐以不超过6616万元受让无锡傲锐24.14%股权。
1/16	通化东宝	东宝集团累计增持2242.72万股,增持金额29906.28万元。
1/16	贝达药业	Vorolanib (CM082) 和特瑞普利单抗注射液 (JS001) 联用的临床试验获得受理。
1/17	仙琚制药	①拟公开挂牌转让哈口腔医院100%的股权；②终止参与投资设立产业基金。
1/17	太极集团	护肝颗粒获得药品注册批件。
1/17	三鑫医疗	密闭式静脉留置针境内医疗器械注册申请获得受理。
1/18	景峰医药	控股子公司海门慧聚通过FDA认证。
1/18	乐普医疗	阿卡波糖片获得药品注册申请受理。

资料来源：公司公告、新康界、药智网、医药地理、药明康德、光大证券研究所整理

海正药业的海泽麦布片、翰宇药业的盐酸普拉克索缓释片生产申请新进承办。安科生物的PD-1单抗、石药集团的SYHA1402、中国医药的YPS345片、众生药业的ZSP0678片和SYHA1402片临床申请新进承办。

恒瑞医药的SHR0302片正在进行2期临床;中国生物制药的TQ-A3334片、嘉和生物的GB223正在进行1期临床。

**表 5: 上市公司新药和重磅仿制药审评审批进度更新 (01.14~01.20)**

上市公司	药品名称	审批阶段	注册分类	申请类型	备注
海正药业	海泽麦布片	新进承办	化药 1	生产	
翰宇药业	盐酸普拉克索缓释片	新进承办	化药 4		
安科生物	重组抗 PD1 人源化单抗注射液	新进承办	治疗用生物制品 1	临床	
石药集团	SYHA1402	新进承办	化药 1		
中国医药	YPS345 片	新进承办	化药 1		
众生药业	ZSP0678 片	新进承办	化药 1		
众生药业	SYHA1402 片	新进承办	化药 1		

资料来源: CDE、光大证券研究所整理

**表 6: 上市公司创新药和重磅仿制药临床试验进度更新 (01.14~01.20)**

上市公司	药品名称	注册号	临床阶段	试验状态	适应症
恒瑞医药	SHR0302 片	CTR20182464	2 期	进行中 (尚未招募)	克罗恩病
中国生物制药	TQ-A3334 片	CTR20190031	1 期	进行中 (尚未招募)	乙型病毒性肝炎
嘉和生物 (康恩贝、沃森生物)	GB223	CTR20190053	1 期	进行中 (尚未招募)	实体瘤骨转移和骨巨细胞瘤

资料来源: 威达数据、光大证券研究所整理

**表 7: 上市公司创新药械引进和授权更新 (01.14~01.20)**

上市公司	药械名称	授权类型	适应症/靶点	研发进度	合作公司	合作金额
本周暂无						

资料来源: 公司公告、光大证券研究所整理

## 4、一致性评价审评审批进度更新

目前共有 168 个品规正式通过了一致性评价。截至目前,共 125 个品规通过补充申请形式完成一致性评价,有 43 个品规通过其他渠道完成一致性评价:

**1) 补充申请路径进展:** 本周,有 6 个品规正式通过审批(收录进《中国上市药品目录集》)。

**2) 按新注册分类标准新申请路径进展:** 本周,有 2 个品规通过该路径正式通过审批。

本周,两大路径下有 8 个品规正式通过一致性评价,包括康弘药业的阿立哌唑口崩片、上海医药的氢氯噻嗪片、华润双鹤的盐酸特拉唑嗪片、华润医药的米非司酮片。

表 8：本周 8 个品规正式通过了一致性评价 (01.14~01.20)

药品名称	剂型	规格	企业名称	上市公司	路径	17 年样本医院销售额	增速	竞争格局 (2017 年, 原研和已通过一致性评价企业标紫)
奥氮平口崩片	片剂	5mg	齐鲁制药有限公司		B	6.53 亿	+4%	江苏豪森 60% 礼来 30% 印度龙灯 7% 常州华生 3% 齐鲁制药 0%
		10mg	齐鲁制药有限公司		B			
阿立哌唑口崩片	片剂	5mg	成都康弘药业集团股份有限公司	康弘药业	A	1.41 亿	+2%	大冢制药 49% 康弘药业 34% 上海医药 16% 恩华药业 1%
		10mg	成都康弘药业集团股份有限公司	康弘药业	A			
米非司酮片	片剂	10mg	华润紫竹药业有限公司	华润医药	A	2140 万	+8%	华润医药 53% 仙琚制药 18% 人福医药 17% 新华联 6%
		25mg	华润紫竹药业有限公司	华润医药	A			
氢氯噻嗪片	片剂	25mg	常州制药厂有限公司	上海医药	A	168 万	-10%	上海医药 42% 天津力生 23% 山西云鹏 12% 广东三才 11%
盐酸特拉唑嗪片	片剂	2mg	华润赛科药业有限责任公司	华润双鹤	A	137 万	+2%	雅培 88% 华润双鹤 6% 扬子江 2% 海南绿岛 1%

资料来源：CDE、PDB，光大证券研究所（注：A 路径为“补充 BE 后补充申请”；B 路径为“新注册分类标准新申请”。）

## 5、沪深港通资金流向更新

表 9：沪港深通资金医药持股每周变化更新 (01.14~01.20)

序号	沪港深通资金每周净买入/卖出额前十大医药股				沪港深通资金持仓比例前十大医药股	
	股票简称	净买入额 (万元)	股票简称	净卖出额 (万元)	股票简称	持全部 A 股比例
1	恒瑞医药	44968	通化东宝	9508	恒瑞医药	11.85%
2	华东医药	19249	科伦药业	6265	通化东宝	8.74%
3	爱尔眼科	19095	乐普医疗	5220	云南白药	7.13%
4	片仔癀	7841	信立泰	2986	华润三九	6.87%
5	泰格医药	5714	华兰生物	2321	泰格医药	6.69%
6	丽珠集团	5412	仁和药业	2038	东阿阿胶	5.78%
7	复星医药	5297	智飞生物	1970	爱尔眼科	5.37%
8	华海药业	4881	葵花药业	1471	益丰药房	4.85%
9	上海医药	3941	科华生物	1225	天士力	4.54%
10	双鹭药业	3323	新和成	1221	华东医药	3.79%

资料来源：港交所、光大证券研究所整理

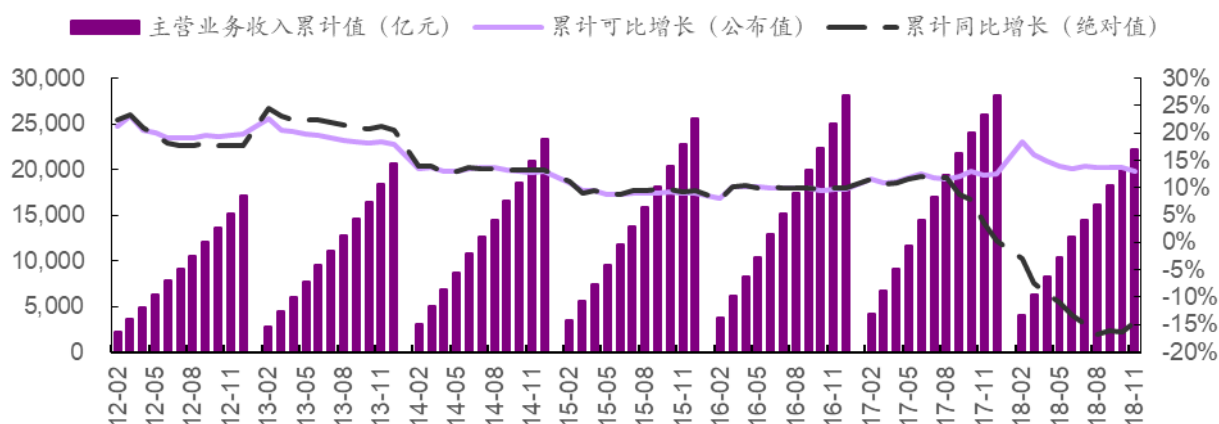
## 6、重要数据库更新

### 6.1、11 月医药工业端盈利压力变大

2018M1-11 工业端收入和利润总额同比增速均出现下滑。2018M1-11 医药制造业收入、营业成本和利润总额分别增长 12.9%、7.6%和 8.4%，分别相对 M1-10 下降 0.7pp、2.0pp 和 0.3pp；从单月数据来看，18M11 收入、营业成本和利润总额分别增长 6.4%、4.5%和-7.6%，尤其是利润总额增速连续两个月下调，显示医药工业端盈利压力在变大。

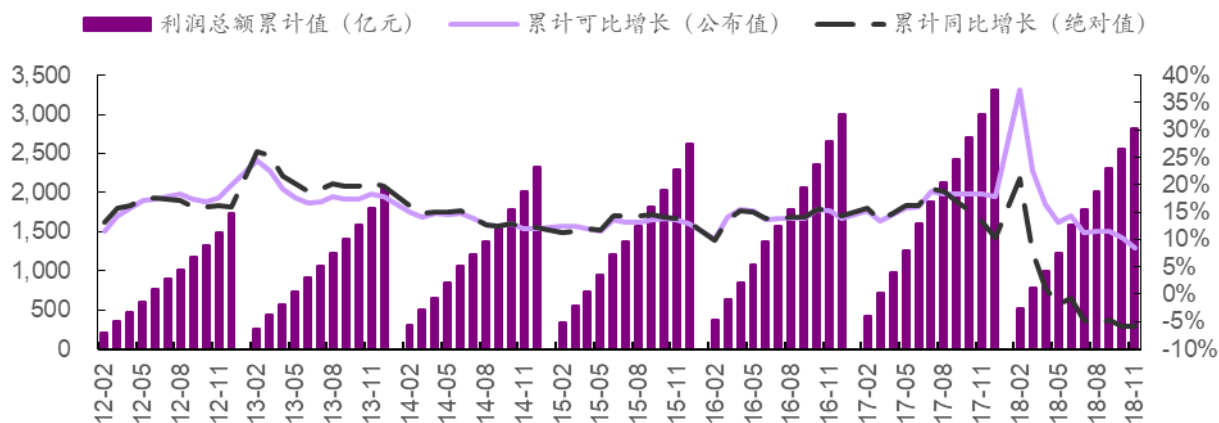


图 3：医药制造业累计收入及增长情况：公布值有所下滑（2012.02~2018.11）



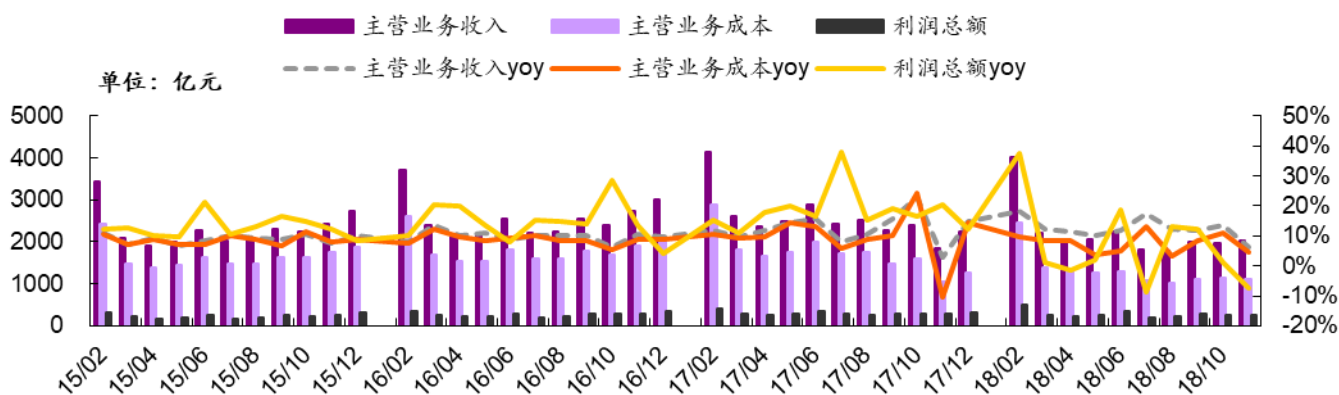
资料来源：国家统计局、光大证券研究所整理 注：公布值增长率是指统计局公布的统计口径下的可比增长率，绝对值增长率则有统计局公布的营收和利润总额绝对值直接进行同比增长率计算所得

图 4：医药制造业累计利润总额及增长情况：公布值和绝对值增长率有所下滑（2012.02~2018.11）



资料来源：国家统计局、光大证券研究所整理 注：公布值增长率是指统计局公布的统计口径下的可比增长率，绝对值增长率则有统计局公布的营收和利润总额绝对值直接进行同比增长率计算所得

图 5：医药制造业主营业务收入、成本和利润总额单月值以及可比增长率（2012.02~2018.11）

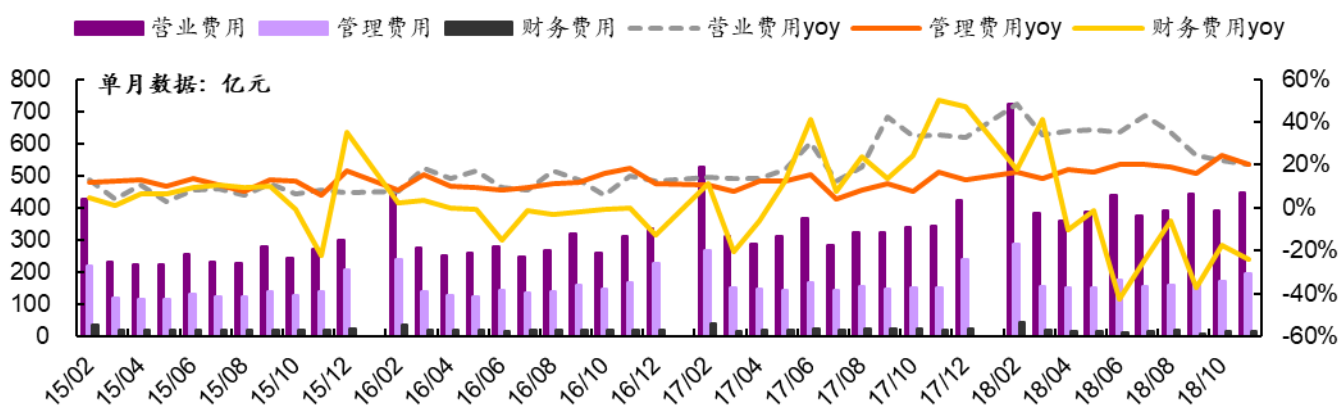


资料来源：国家统计局、光大证券研究所整理 注：单月数据根据统计局公布的统计口径下的可比增长率计算，2 月为 1-2 月累计数据

➤ **利润总额增速持续下滑，成本端保持稳定：**由于两票制低开转高开影响，17Q4起，医药工业端收入和成本同比增速匹配程度较大，进而导致利润总额增速明显高于收入增速，主要是两票制前期费用延迟确认的影响。18M7开始，利润总额增速开始明显低于收入增速，和成本增速逐步匹配，说明两票制带来的不可比因素影响逐步消退。从可比性更强的成本端增速来看，即医药工业端数据自18Q2开始同比增速仅维持在8%以下，处于历史最低值，显示行业仍处于医保控费“调降药品/耗材，提升医疗服务”的出清周期中。

**销售费用和管理费用增速仍较高，说明转型仍在继续。**基于收入和成本放缓的大背景，我们看到行业销售费用和管理费用仍保持在单月20%左右的增长，我们判断销售费用较高的增长是基于两票制和自有营销团队构建转型仍在持续，而管理费用高增长主要受到研发投入继续加大影响。

图 6：医药制造业销售费用、管理费用和财务费用单月值以及可比增长率（2012.02~2018.11）



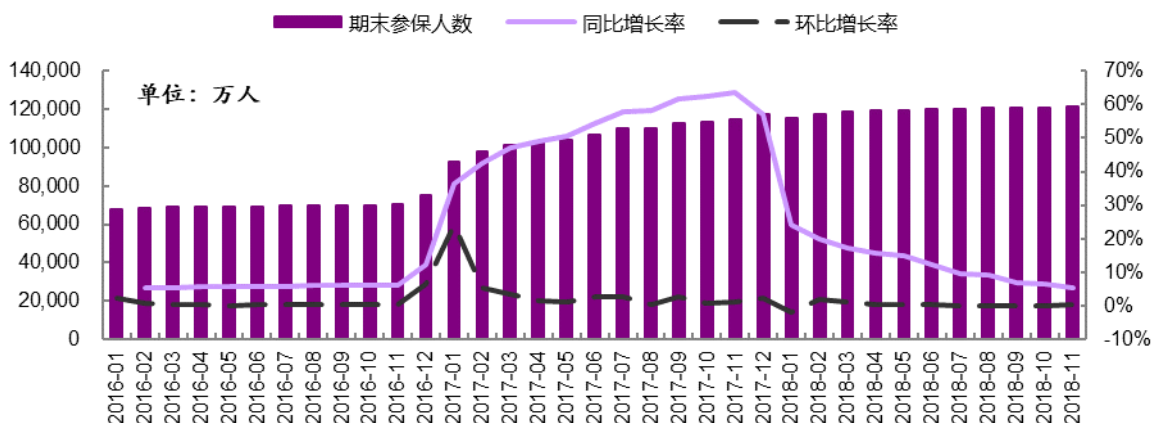
资料来源：国家统计局、光大证券研究所整理 注：单月数据根据统计局公布的统计口径下的可比增长率计算，2月为1-2月累计数据

**结论：预计18Q4医药行业收入增速会继续回落在正常范围（7.5~8.5%，不含两票制影响），利润端长期仍会回到和收入增速相匹配的水平。**

## 6.2、基本医保：累计收支增长均有所提速

**两保合一已近尾声。**截至2018年11月底，全国基本医疗保险参保人数达到12.11亿人，同比增长5.3%，环比增长0.2%。参保人数受两保合一政策落实的驱动持续增长，但从环比数据来看，两保合一正进入尾声。

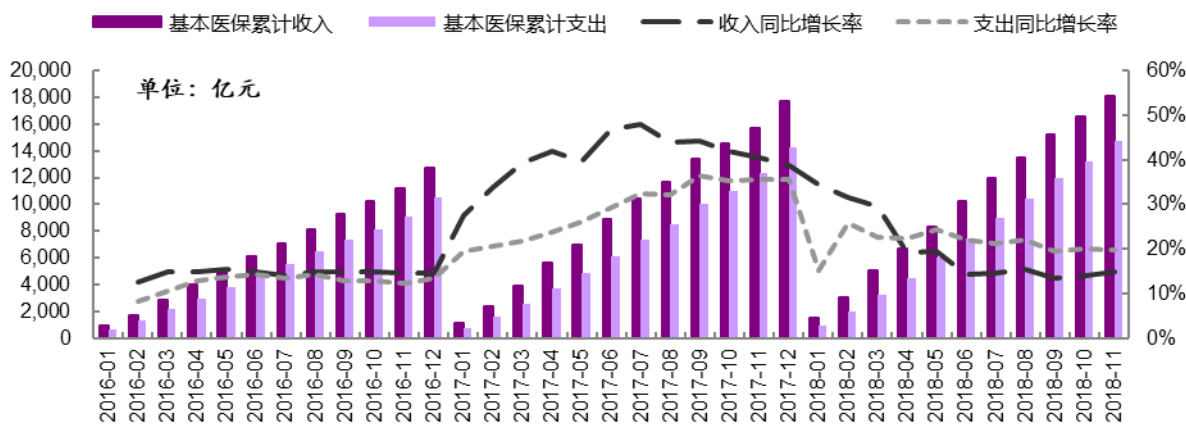
图 7：全国基本医保期末参保人数（2016.01-2018.11）



资料来源：人社部、光大证券研究所

医保累计收支增长均有提升，基本保持稳健态势。2018M1-11 基本医保基金累计收入 18063 亿元，同比增长 14.9%，相比 M1-10 累计增速提升 0.8pp，相比同期参保人数增长率高出 9.6pp，高出部分继续扩大，与社保征收力度加大相关；累计支出 14750 亿元，同比增长 19.9%，相比 M1-10 累计增速基本持平，相比同期参保人数增长率高出 14.5pp，累计支出与参保人数增速差保持高位且提升，说明医保支出端并未明显因药品控费而下滑，验证我们此前“医保局目标并非只有控费，还有扩大保障”的判断。

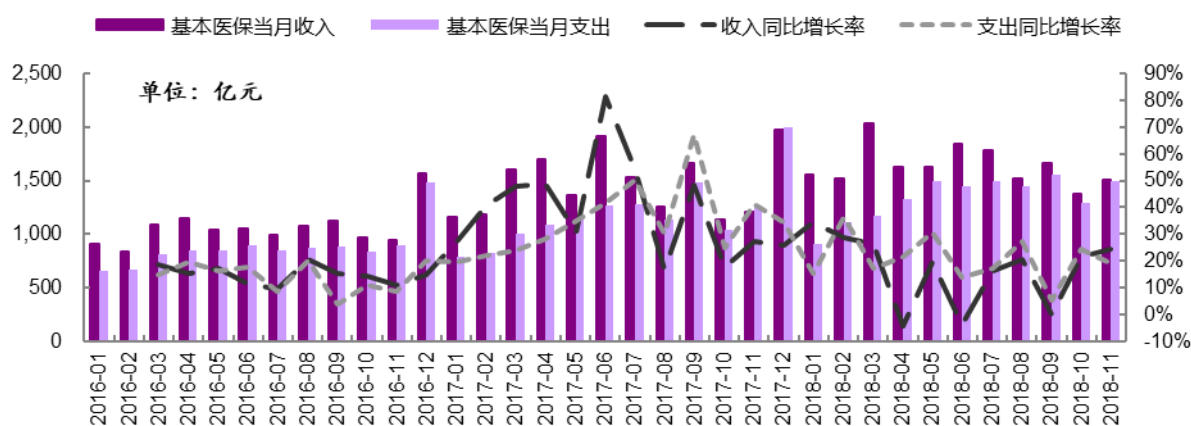
图 8：基本医保累计收入和支出增速保持稳定（2016.01-2018.11）



资料来源：人社部、光大证券研究所

医保单月收入增速提升，支出增速下降，与加强征收和年底控费力度加强有关。从单月数据来看，2018M11 医保收入增速提升至 24.5%，相比 2018M10 提升 2.8pp，同期单月支出增速下降至 19.1%，相比 2018M10 下调 5.1pp，从参保人数变化和累计收支数据来看，实际收支增速差均在扩大。

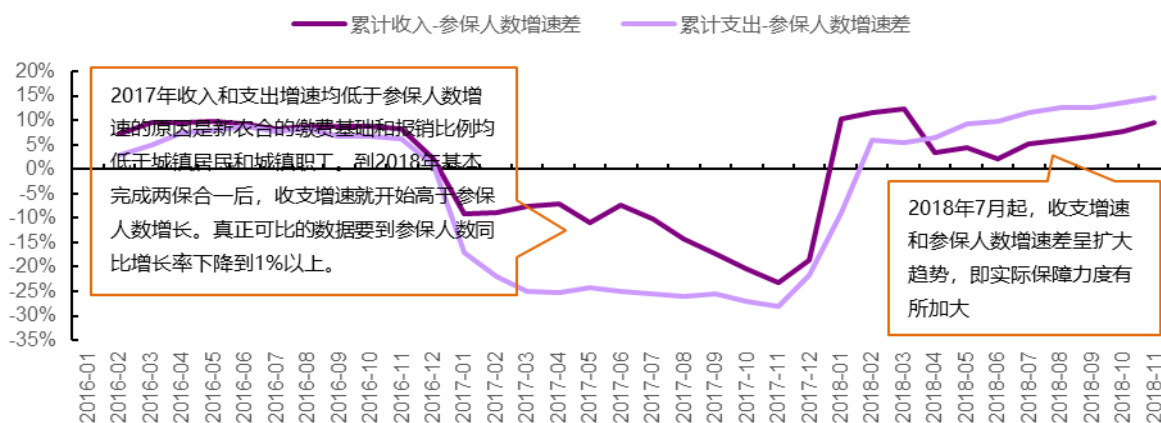
图 9：基本医保单月收入增速回升，但支出增速下调（2016.01-2018.11）



资料来源：人社部、光大证券研究所

从累计收支增速和参保人数增速的差额来看，2018 年 4 月起一直呈现支出-人数增速差高于收入-支出增速差的现象，也即随收入增速放缓但支出增速依然保持较快，这种趋势在 11 月依然存在。考虑到近年来累计结余的可支付月数有提升迹象，我们判断医保短期支出增速无忧。

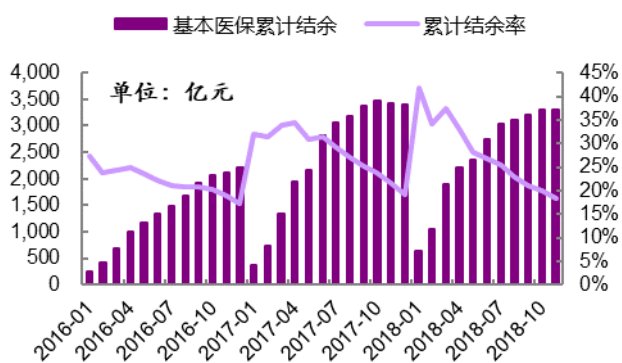
图 10：基本医保累计收支同比增速和参保人数同比增速差额变化（2016.01-2018.11）



资料来源：人社部、光大证券研究所

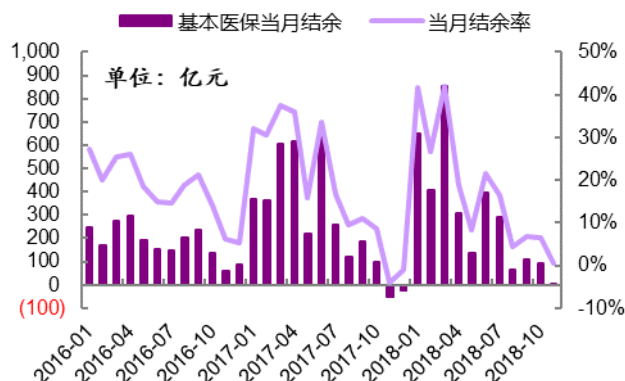
结余率继续下降。2018M1-11 医保累计结余率为 18.3%，相比去年同期降低 3.4pp，主要是新纳入的新农合结余率较低所致，可见整体趋势是下降的，但医保基金运行依然可控。从单月结余率来看，2018M11 结余率为 0.4%，高于去年同期的 -4.1%，相比 2018M10 明显下调，全国各地医保保障力度加大进一步验证，这也进一步支持我们对短期支出增速无忧的判断。

图 11: 基本医保当年累计结余情况 (2016.01-2018.11)



资料来源: 人社部、光大证券研究所整理

图 12: 基本医保当月结余情况 (2016.01-2018.11)

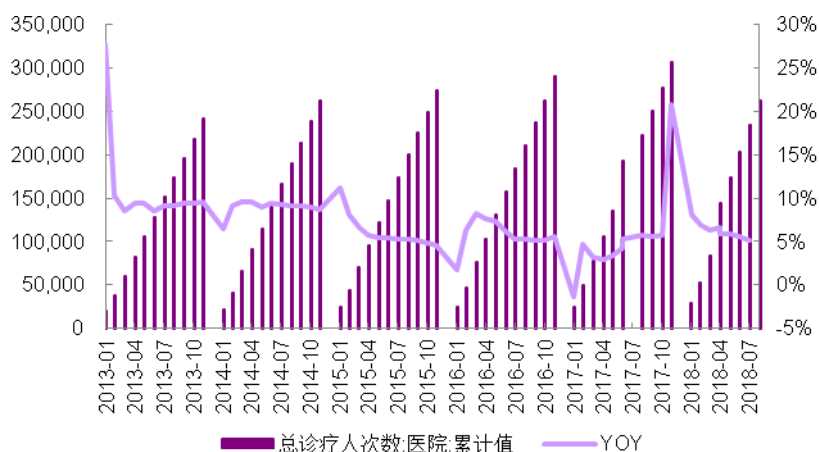


资料来源: 人社部、光大证券研究所整理

### 6.3、三季度三级医院诊疗人次增速继续领跑

**18M1-9 三级医院诊疗人次增长最快，或与城镇化进程相关。**2018M1-9，全国医疗卫生机构总诊疗人次达 61.4 亿人次，同比上升 3.1%；其中（1）医院 26.3 亿人次，同比上升 5.1%；公立医院 22.4 亿。同比上升 3.7%；三级医院总诊疗人次 13.3 亿，同比上升 7%；二级医院总诊疗人次 9.6 亿，同比上升 2%；一级医院总诊疗人次 1.6 亿，同比上升 0.2%；民营医院 3.8 亿，同比上升 14.5%；（2）基层医疗卫生机构总诊疗人次 32.8 亿，同比上升 1.5%；社区卫生服务中心 5.6 亿，同比上升 6.6%；乡镇卫生院 7.7 亿，同比上升 1.5%。**我们认为，医院增速高于基层医疗机构、三级医院增速高于二级高于一级医院，主要是由城镇化导致基层市场人口净流出导致。单看三级医院诊疗人次 2018M9 同比+4%，M8 同比+6，M7 同比+11%，主要与暑假与开学季有关。民营医院体量较小但呈高速增长趋势。**

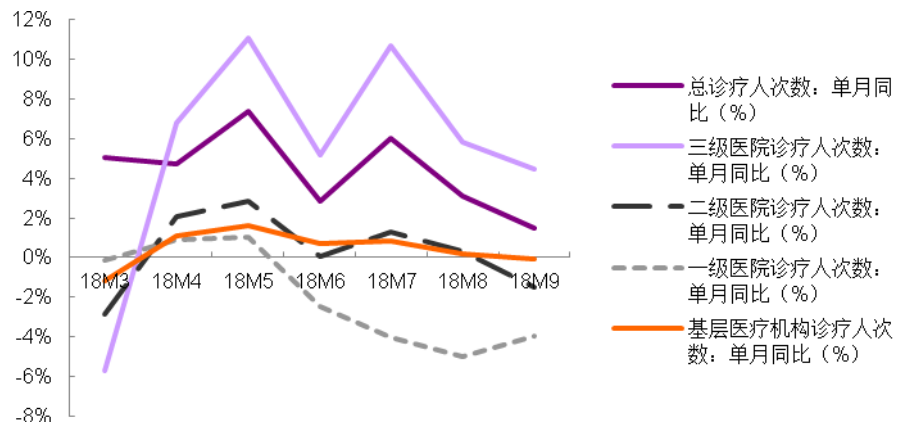
图 13: 医院总诊疗人次累计值变化 (截至 2018M9)



资料来源: Wind、光大证券研究所

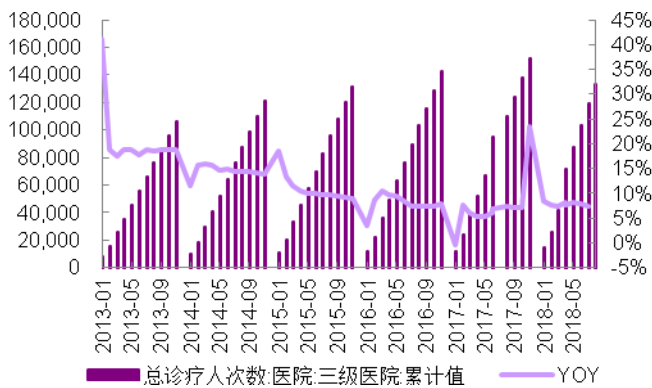


图 14：医院总诊疗人次累计值变化（截至 2018M9）



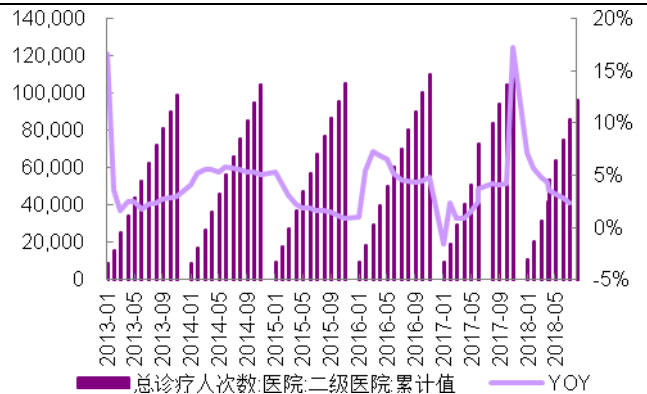
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 15：三级医院总诊疗人次累计值变化（截至 2018.09）



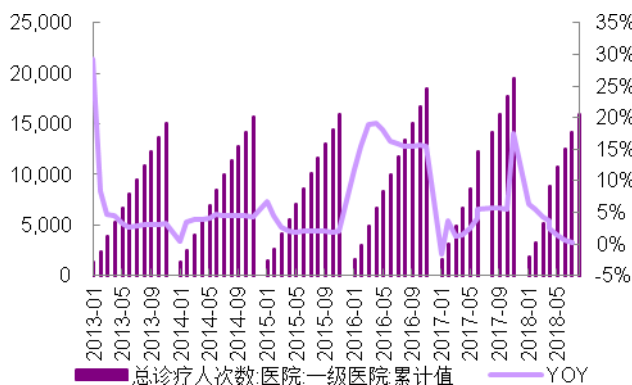
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 16：二级医院总诊疗人次累计值变化（截至 2018.09）



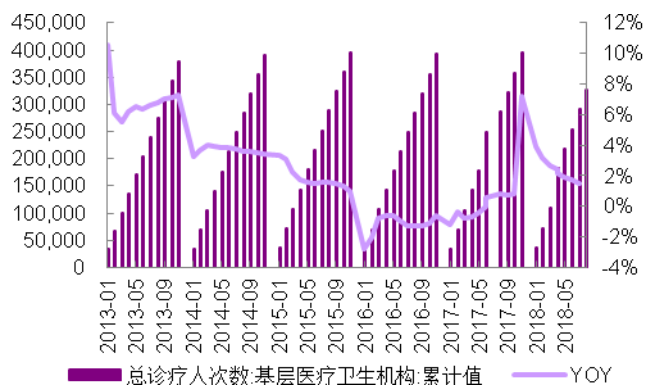
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 17：一级医院总诊疗人次累计值变化（截至 2018.09）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 18：基层机构总诊疗人次累计值变化（截至 2018.09）

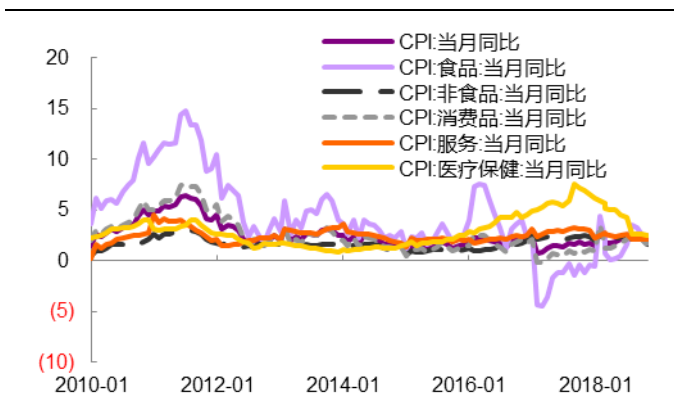


资料来源：Wind、光大证券研究所

## 6.4、12月整体CPI下行，医疗保健CPI有所下降

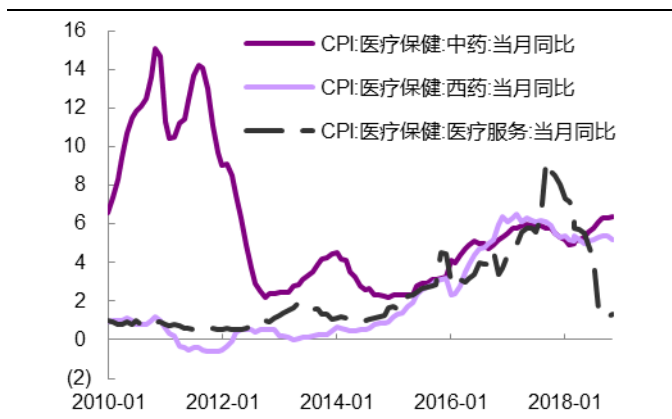
12月整体CPI下行，中药、医疗服务CPI大幅领跑。12月份，整体CPI指数2.12，同比上涨0.3个百分点，环比下降0.1个百分点，其中非食品CPI指数环比下降0.4个百分点，消费品下降0.5个百分点。12月医疗保健CPI指数为2.5，同比下降4个百分点，环比下降0.1个百分点；其中中药CPI指数为6.4、西药CPI为5.2、医疗服务CPI为1.3。医疗保健价格指数在经过11月整体下行后稍许回转，而中药、医疗服务价格指数继续大幅领跑整体CPI，显示药品消费具有“政府买单”和刚需属性。

图 19：医疗保健CPI高位有所回落（截至2018.12）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 20：医疗保健子类CPI比较（截至2018.12）



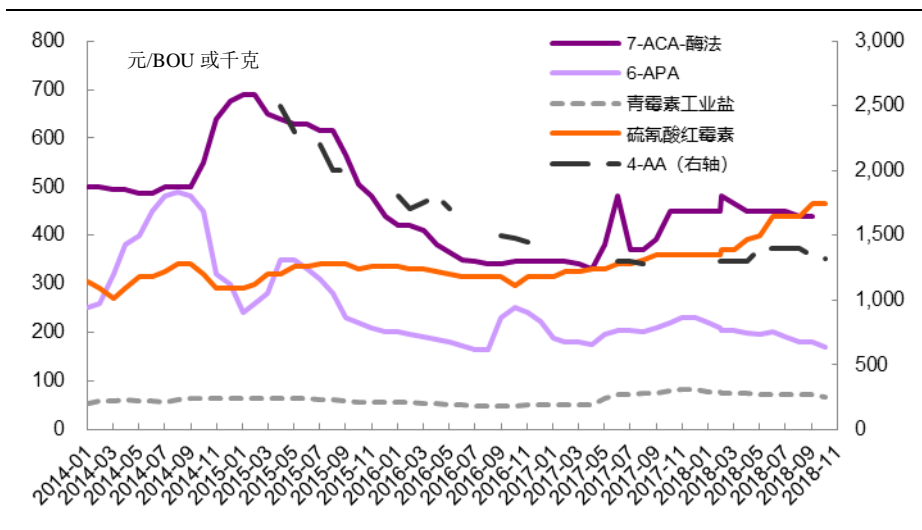
资料来源：Wind、光大证券研究所

## 6.5、部分抗生素原料药价格下跌，维生素价格大多下跌

部分抗生素原料药价格下跌。截至2018年12月，6-APA价格报185元/kg，环比上月下跌5%，青霉素工业盐报63.00元/BOU，环比上月下跌5%；4-AA价格报1500元/kg，7-ACA价格报440元/kg，硫氰酸红霉素价格465元/kg，环比无差异。

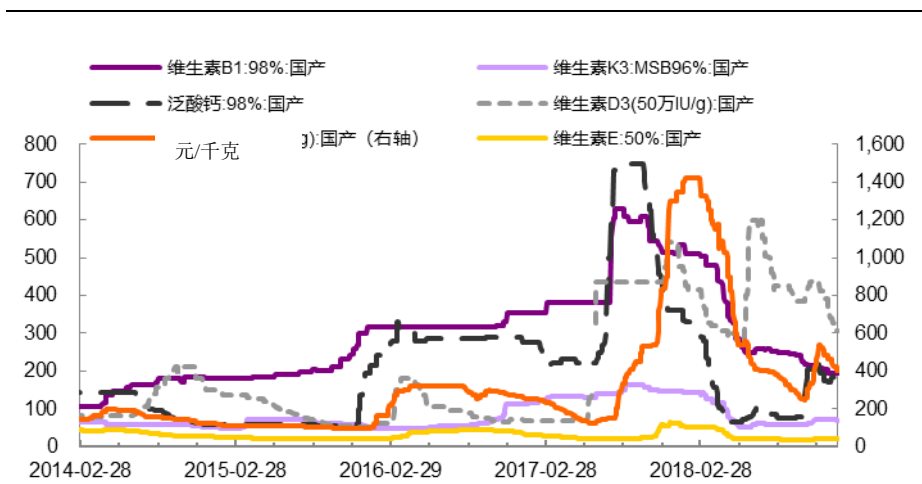
维生素K3价格大跌，阿托伐他汀钙大幅上涨。截至2019年1月19日，维生素K3报67.5元/kg，环比上周下跌6%；维生素D3报305元/kg，环比上周下跌5%；维生素A报400元/kg，环比上周下跌5%；维生素E报39元/kg，环比上周下跌4%；维生素B1、泛酸钙环比无变化。截至2018年12月，阿托伐他汀钙价格报1800元/kg，环比上涨29%；缬沙坦、厄贝沙坦价格仍维持高位，缬沙坦价格报825元/kg，厄贝沙坦价格报625元/kg，环比上月无差异，维持高位；赖诺普利报4100元/kg，阿司匹林报25.5元/kg，环比无差异。

图 21：重要抗生素原料药价格走势（月，截至 2018.12）



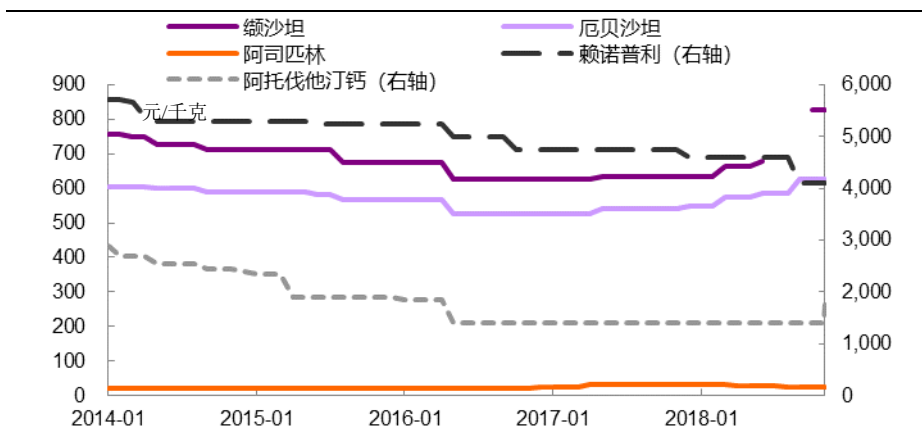
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 22：重要维生素原料药价格走势（日，截至 2019.01.19）



资料来源：博亚和讯、光大证券研究所

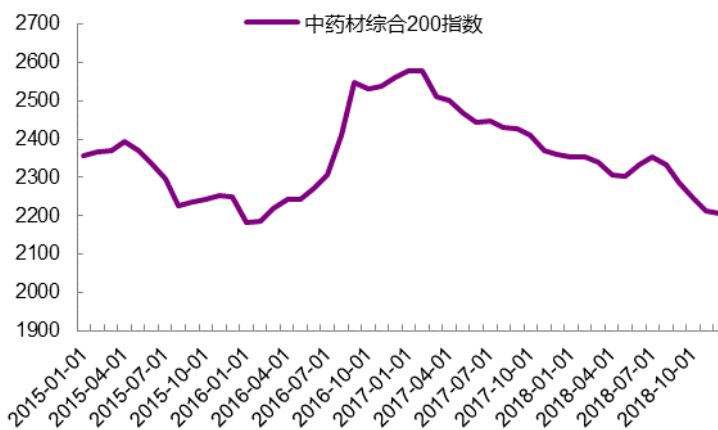
图 23：重要心血管类原料药价格走势（月，截至 2018.12）



资料来源：Wind、光大证券研究所

**中药材价格指数回落。**中药材综合 200 指数 2018 年 12 月收 2205.86 点，环比上月下降 0.29%，继续下降趋势；同比去年下跌 6.47%。我们分析认为 12 月指数回落可能是近期市场交易较为缓慢所致，不改今年整体平稳走势的判断。我们监控的三七等重要中药材品种行情稳定。

图 24：中药材价格指数走势（截至 2018.12）



资料来源：中药材天地网、光大证券研究所

### 6.6、一致性评价挂网采购：本期无更新

**本期无更新。**目前全国共有 22 个省市正式出台政策文件，规定通过一致性评价品种可直接挂网采购。此外，已有江苏、江西、浙江、湖南、黑龙江、湖北等 16 个省份开始执行“已有三家过一致性评价品种的未过厂家暂停交易资格”规定，山东省则是将不过一致性评价品种纳入“限制使用”目录，上海则规定未过一致性评价品种价格必须低于带量采购最低价。仿制药一致性评价的先发企业利好进一步兑现，行业洗牌加剧。

图 25：一致性评价药品挂网采购执行情况（截至 2019 年 01 月 18 日）

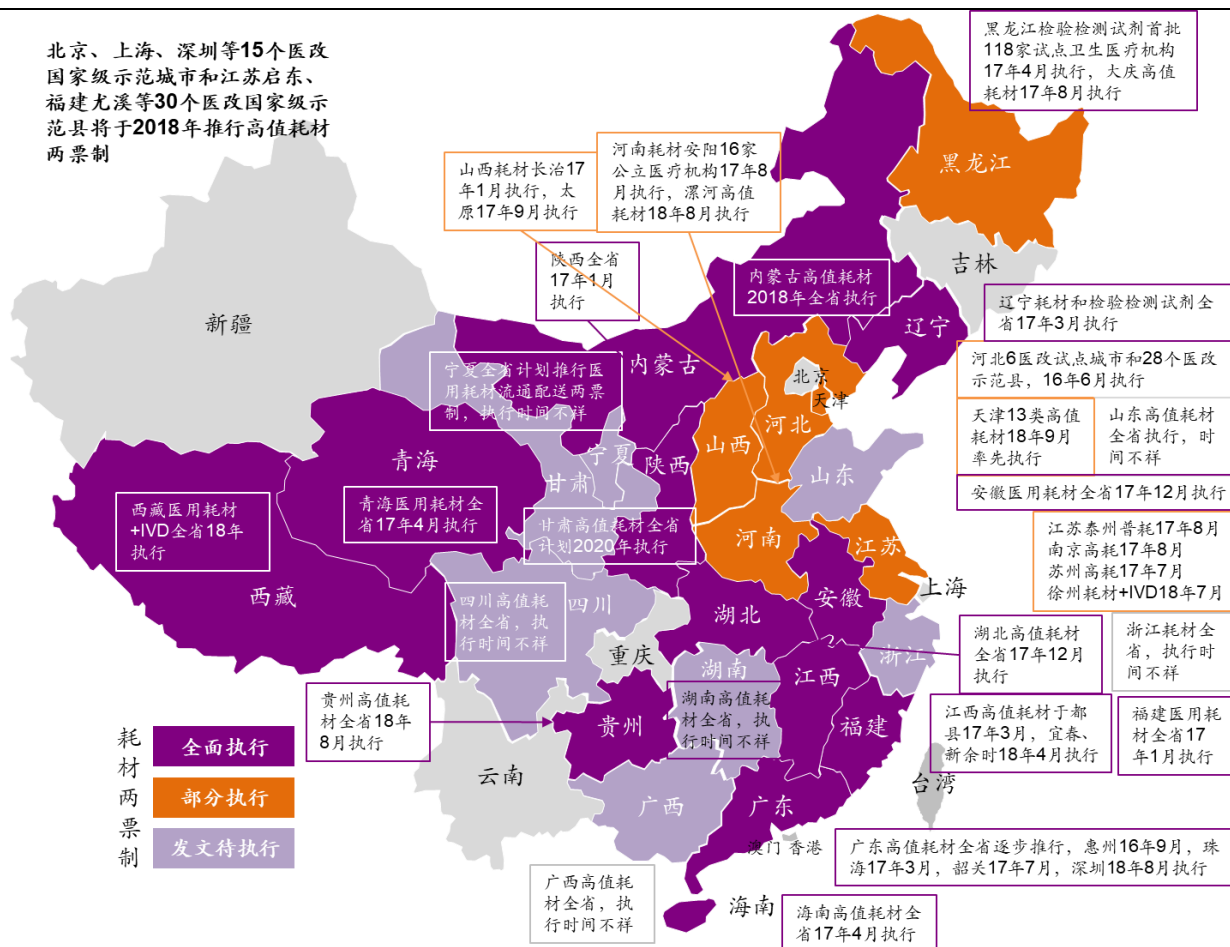


资料来源：各省医药招标采购平台、光大证券研究所整理

### 6.7、两票制落地：全国仅剩 6 省市未发布耗材相关政策

全国仅剩 6 省市未发布耗材相关政策。目前全国 31 个省、市、自治区均出台了并执行了药品两票制政策。耗材两票制方面，目前广东、陕西、安徽、福建等 12 个省份已全面执行；河北、河南、江苏等 6 个省份在部分试点城市执行耗材两票制；湖南等 7 个省份已发文待全省执行。全国目前仅剩北京、上海等 6 个省市未执行耗材两票制，但根据此前规定，北京、上海等 15 个医改国家级示范城市必须在 2018 年推行高值耗材两票制，因此我们预计到今年底仍有较多省市进入耗材两票制执行阶段。（注：港澳台地区由于当地自行医疗管理政策，不在统计范围内）

图 26：药品、耗材、检验试剂两票制进展梳理（截至 2019 年 01 月 18 日）



资料来源：各省卫计委官网、各省药品耗材集采平台、商务部、光大证券研究所整理

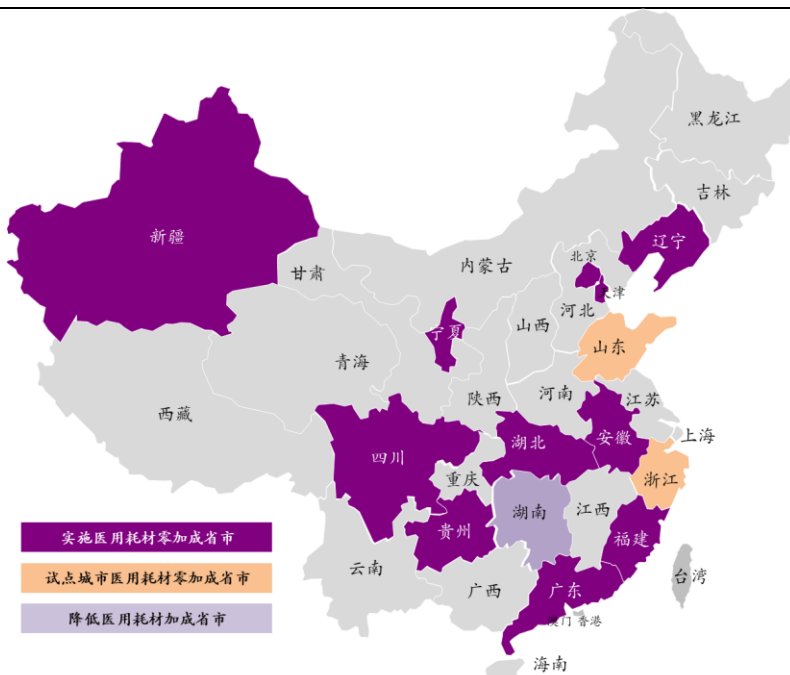
注：江西和广东均属于部分城市在执行耗材两票制，且已发文待全省执行两票制，图中按已发文待执行呈现

### 6.8、耗材零加成：本期无新增

医用耗材零加成政策快速推行。目前国内共有北京、广东、天津、四川、安徽等 11 个省市开始或计划实施医用耗材零加成，山东和浙江部分试点城市实施医用耗材零加成，湖南省则推行降低医用耗材加成政策（后续会逐步取消加成），另有江苏新沂市、扬州市研究取消医用耗材加成的政策措施。医用耗材零加成政策的推行思路和药品零加成一致，是为斩断医疗机构和药品耗材的利益关系而推出的配套政策。



图 27：医用耗材零加成进展梳理（截至 2019 年 01 月 18 日）

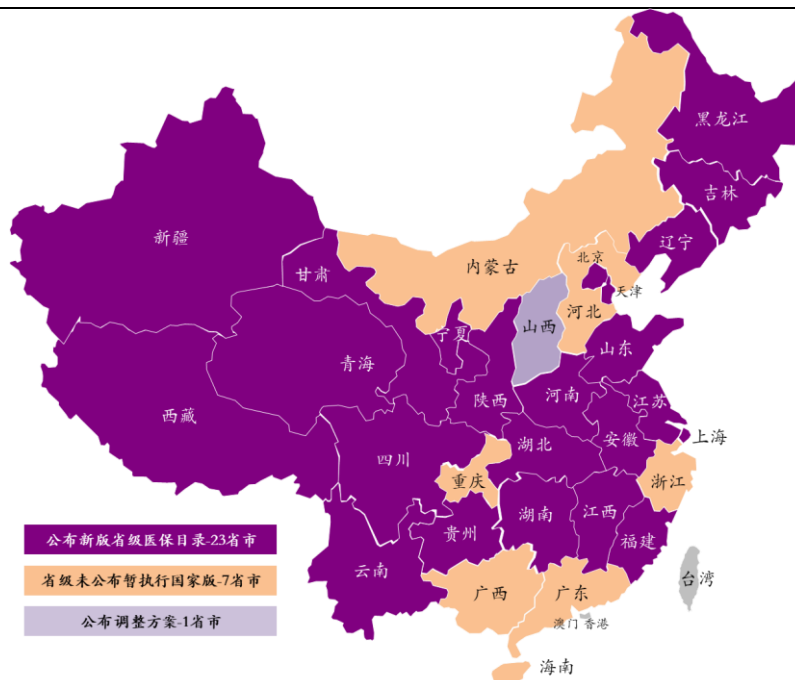


资料来源：各省卫计委官网、各省药品耗材集采平台、商务部、光大证券研究所整理

### 6.9、新版医保目录：本期无新增

本期无新增省份发布医保目录。目前全国共有 23 省市公布新版省级医保目录（包括使用正式国家版目录，不进行调整的省份），7 省市未公布省级目录但暂时执行国家版新版目录，以及 1 个省市公布了调整方案。

图 28：新版医保目录落地执行情况（截至 2019 年 01 月 18 日）



资料来源：各省人社厅官网、光大证券研究所整理

## 7、下周重要事项预告

表 10：下周股东大会信息 (1.21-1.25)

代码	名称	会议日期	会议类型
603716.SH	塞力斯	2019-01-21	临时股东大会
600767.SH	ST 运盛	2019-01-21	临时股东大会
600671.SH	天目药业	2019-01-21	临时股东大会
300463.SZ	迈克生物	2019-01-22	临时股东大会
300401.SZ	花园生物	2019-01-22	临时股东大会
300108.SZ	吉药控股	2019-01-22	临时股东大会
300529.SZ	健帆生物	2019-01-23	临时股东大会
002737.SZ	葵花药业	2019-01-23	临时股东大会
002219.SZ	恒康医疗	2019-01-23	临时股东大会
002603.SZ	以岭药业	2019-01-24	临时股东大会
200028.SZ	一致 B	2019-01-24	临时股东大会
600594.SH	益佰制药	2019-01-24	临时股东大会
300357.SZ	我武生物	2019-01-24	临时股东大会
600351.SH	亚宝药业	2019-01-24	临时股东大会
600530.SH	交大昂立	2019-01-24	临时股东大会
000028.SZ	国药一致	2019-01-24	临时股东大会
002287.SZ	奇正藏药	2019-01-24	临时股东大会
300289.SZ	利德曼	2019-01-24	临时股东大会
600587.SH	新华医疗	2019-01-25	临时股东大会
002349.SZ	精华制药	2019-01-25	临时股东大会
002102.SZ	ST 冠福	2019-01-25	临时股东大会

资料来源：Wind、光大证券研究所

表 11：下周医药股解禁信息 (1.21-1.25)

代码	简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	变动前 (万股)			变动后 (万股)			解禁股份类型
				总股本	流通 A 股	占比 (%)	总股本	流通 A 股	占比 (%)	
000766.SZ	通化金马	2019-01-21	15,220.70	96,649.47	57,348.88	59.34	96,649.47	72,569.59	75.09	定向增发机构配售股份
300358.SZ	楚天科技	2019-01-21	22,165.61	47,364.79	22,003.40	46.46	47,364.79	44,169.01	93.25	首发原股东限售股份
300381.SZ	溢多利	2019-01-21	1,402.24	40,675.54	34,615.09	85.10	40,675.54	36,017.32	88.55	定向增发机构配售股份
600055.SH	万东医疗	2019-01-21	5,596.82	54,081.62	48,484.80	89.65	54,081.62	54,081.62	100.00	定向增发机构配售股份
600276.SH	恒瑞医药	2019-01-22	798.12	368,207.71	366,194.79	99.45	368,207.71	366,992.92	99.67	股权激励限售股份
300143.SZ	星普医科	2019-01-23	222.22	54,677.08	42,162.15	77.11	54,677.08	42,384.37	77.52	股权激励限售股份
300204.SZ	舒泰神	2019-01-23	8.68	47,670.50	46,679.12	97.92	47,670.50	46,687.80	97.94	股权激励限售股份
300003.SZ	乐普医疗	2019-01-25	11,957.03	178,165.29	140,712.13	78.98	178,165.29	152,669.16	85.69	定向增发机构配售股份

资料来源：Wind、光大证券研究所

## 8、光大医药近期研究报告回顾

表 12：光大医药近期研究报告列表（自 2018 年 10 月以来）

序号	报告类型	报告标题	行业公司	评级	发布日期
1	公司简报	金赛高速增长，业绩符合预期	长春高新	买入	2019-01-15
2	行业简报	me-too 价格战悄然开打，综合实力更显重要	医药生物	增持	2019-01-14
3	公司简报	低速发光仪顺利获批，产品组合再升级	安图生物	买入	2019-01-07
4	行业简报	湖北省整治医院拖欠痼疾，流通企业现金流改善现曙光	医药生物	增持	2019-01-06
5	行业周报	至暗时刻仍有光明，坚定拥抱创新升级	医药生物	增持	2019-01-06
6	年度报告	大破大立：不经一番寒彻骨，怎得梅花扑鼻香	医药生物	增持	2019-01-06
7	公司简报	18 年业绩预告略超预期，q4 增速大幅回升	泰格医药	买入	2019-01-04
8	行业周报	医保局调结构被数据验证，大破大立下拥抱创新升级	医药生物	增持	2019-01-02
9	行业深度	中国制药产业大破大立，开启 CRO 行业黄金发展期	医药生物	增持	2018-12-25
10	行业周报	从“浙江模式”看耗材集采趋势	医药生物	增持	2018-12-23
11	行业周报	政策多发扰动期，建议关注品牌中药的配置价值	医药生物	增持	2018-12-16
12	公司深度	生长激素步入高成长期，精准医疗布局前景广阔	安科生物	买入	2018-12-11
13	行业周报	带量采购降价超预期，板块进入估值重构和结构分化期	医药生物	增持	2018-12-09
14	行业周报	带量采购结果即将公布，紧握不确定中的确定增量	医药生物	增持	2018-12-02
15	公司简报	氯吡格雷顺利通过一致性评价，静待政策利好	乐普医疗	买入	2018-11-29
16	公司简报	获“nanatinostat”独家许可权，丰富抗肿瘤创新药管线	信立泰	买入	2018-11-29
17	行业周报	药店分级意见稿出台，坚守细分景气龙头	医药生物	增持	2018-11-25
18	行业简报	分类分级征求意见稿发布，行业洗牌利好药店龙头	医药生物	增持	2018-11-25
19	公司深度	精益求精，岁物丰成	益丰药房	买入	2018-11-25
20	公司简报	AI 心电图诊断系统获 FDA 批准，药械主业多点开花	乐普医疗	买入	2018-11-21
21	行业周报	带量采购正式落地，继续强化增量逻辑	医药生物	增持	2018-11-18
22	行业周报	预期修正，静待春暖花开	医药生物	增持	2018-11-11
23	公司简报	今日资本继续长期持有，凸显公司长期投资价值	益丰药房	买入	2018-11-06
24	公司简报	混改深化、机制理顺，有望厚积薄发	云南白药	买入	2018-11-05
25	行业周报	曙光初见	医药生物	增持	2018-11-05
26	公司深度	全国渠道布局已近尾声，整合提效迎来周转拐点	瑞康医药	买入	2018-11-02
27	公司简报	全年业绩预告修正，扣非保持较快增长	一心堂	买入	2018-11-02
28	公司简报	研发费用投入加大，分销结构继续调整	上海医药	买入	2018-10-31
29	公司简报	Q3 收入提速明显，静待渠道调整和机制改善	同仁堂	增持	2018-10-31
30	公司简报	业绩符合市场预期，磁微粒化学发光进口替代加速	安图生物	买入	2018-10-30
31	行业动态	从“保基本”到“保临床价值”	医药生物	增持	2018-10-30
32	公司简报	收入提速体现经营硬实力，新建加并购预示利润高增长	益丰药房	买入	2018-10-30
33	公司简报	纯销龙头优势稳固，产业链延伸表现优异	柳药股份	买入	2018-10-30
34	公司简报	Q3 业绩增速如期回升，生长激素维持高增长	安科生物	买入	2018-10-30
35	公司简报	自建门店保持高增长，处方业务投入提升费用率	大参林	买入	2018-10-29
36	公司简报	研发与销售持续加码拖累业绩，长效 GLP-1 获批临床	信立泰	买入	2018-10-29
37	公司简报	分销和零售持续改善，投资收益超预期	国药一致	买入	2018-10-28
38	公司简报	清库存拖累短期业绩，更利长期稳健前行	通化东宝	增持	2018-10-28
39	公司简报	Q3 利润增速由负转正，药品与健康品环比均有提升	云南白药	买入	2018-10-28
40	公司简报	主业继续较快增长，投资项目储备丰富	泰格医药	增持	2018-10-28
41	行业周报	走出黎明前的“至暗时刻”	医药生物	增持	2018-10-28
42	公司简报	业绩符合预期，内生增长维持 30% 以上	爱尔眼科	买入	2018-10-28
43	公司简报	内生增速继续保持 30% 以上，即将迎来研发投入收获期	乐普医疗	买入	2018-10-28
44	公司简报	工业业务保持 24% 较快增长，研发投入继续加大	华东医药	增持	2018-10-26

资料来源：光大证券研究所

## 光大医药组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
002773	康弘药业	37.60	0.96	1.20	1.56	39	31	24	7.1	5.9	5.0	买入	维持
300347	泰格医药	42.81	0.60	0.92	1.24	71	46	35	8.6	7.5	6.4	买入	维持
300015	爱尔眼科	27.00	0.31	0.44	0.59	87	62	45	12.3	10.8	9.4	买入	维持
000661	长春高新	193.35	3.89	5.71	7.47	50	34	26	7.4	6.3	5.2	买入	维持
000538	云南白药	78.48	3.02	3.17	3.61	26	25	22	4.5	4.1	3.7	买入	维持
300122	智飞生物	38.08	0.27	0.93	1.69	141	41	23	20.7	14.4	9.9	买入	维持
300760	迈瑞医疗	109.50	2.13	3.02	3.71	51	36	30	20.1	12.9	9.7	买入	维持
603939	益丰药房	43.74	0.83	1.18	1.66	53	37	26	5.2	4.8	5.5	买入	维持
300009	安科生物	13.55	0.28	0.35	0.46	49	38	30	8.1	6.5	5.7	买入	维持
300003	乐普医疗	21.00	0.50	0.78	0.94	42	27	22	5.8	4.9	4.2	买入	维持
603259	药明康德	75.10	1.05	1.79	2.09	72	42	36	13.9	10.4	8.6	买入	维持
603658	安图生物	50.83	1.06	1.36	1.78	48	37	29	12.8	11.0	8.9	买入	维持
002294	信立泰	21.20	1.39	1.44	1.60	15	15	13	3.7	3.3	2.9	买入	维持
002020	京新药业	8.88	0.36	0.52	0.66	24	17	13	1.6	1.6	1.4	买入	维持
601607	上海医药	16.95	1.24	1.53	1.59	14	11	11	1.4	1.1	1.0	买入	维持
002727	一心堂	19.78	0.74	0.93	1.15	27	21	17	3.0	2.4	2.0	买入	维持
603883	老百姓	47.69	1.30	1.54	1.87	37	31	26	4.6	4.0	3.4	买入	维持
002589	瑞康医药	6.66	0.67	0.79	0.95	10	8	7	1.3	1.0	0.9	买入	维持
603233	大参林	40.15	1.19	1.35	1.71	34	30	23	5.8	5.2	4.5	买入	维持
600436	片仔癀	90.58	1.34	1.83	2.54	68	49	36	13.2	11.0	8.9	买入	维持
000028	国药一致	40.26	2.47	2.84	3.14	16	14	13	1.8	1.6	1.4	买入	维持
603368	柳药股份	26.09	1.55	2.08	2.68	17	13	10	1.9	1.5	1.2	买入	维持
603127	昭衍新药	50.61	0.66	0.96	1.33	76	52	38	10.4	9.0	7.6	买入	维持
600276	恒瑞医药	59.17	0.87	1.07	1.39	68	55	42	14.2	11.2	9.0	增持	维持
600867	通化东宝	13.36	0.41	0.47	0.59	32	28	23	6.0	5.3	4.6	增持	维持
600085	同仁堂	26.61	0.74	0.77	0.87	36	34	30	4.3	3.7	3.3	增持	维持
000963	华东医药	27.50	1.22	1.51	1.86	23	18	15	4.8	4.1	3.4	增持	维持
300725	药石科技	54.80	0.61	0.99	1.49	90	55	37	12.2	10.2	8.4	增持	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 01 月 18 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	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebsecn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebsecn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebsecn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebsecn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebsecn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebsecn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebsecn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebsecn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebsecn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebsecn.com
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebsecn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebsecn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebsecn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebsecn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebsecn.com
私募业务部	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebsecn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebsecn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebsecn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebsecn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebsecn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebsecn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebsecn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebsecn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebsecn.com
		王涵洲		18601076781