

## 医药生物

# 论注射剂国际化价值几何？兼看“医药科创”最全梳理，继续推荐“3+2”主线

**医药周观点。**本周申万医药指数上涨 0.74%，涨跌幅位列全行业第 15，跑赢沪深 300，跑输创业板指数。我们认为，市场此前已经充分反应了对政策的悲观预期，甚至已经推演出政策变革下未来 5 年可能的负向变化，因此我们判断至暗时刻已经过去，当下应该弱化对政策影响的担忧，政策不影响细分领域应继续乐观。本周五市场大幅度调整，我们认为，前期主题性的强势个股有继续调整的可能性，而结合当下市场环境，配置上应弹性与基本面并重，结合年报、一季报增速进行提前布局高增长、超预期标的，重点推荐“3+2”方向，其中 3 为“创新服务商+注射剂国际化+医药消费品”，2 为“服务+器械。本周我们外发普利制药、健友股份的深度报告，继续强烈推荐注射剂国际化，看好注射剂国际化未来 3 年的业绩爆发性，并认为其在当前的市场环境下具有极强的配置价值。另外，亦可关注非洲猪瘟导致的肝素产业链的变化，尤其重视有低成本规模化肝素粗品库存的健友股份。我们近期梳理了受益于科创板的医药部分，在后文中有详细梳理，推荐重点关注受益的创新药服务商。

**本周行业重点事件概览。**政府工作报告 2019 医药重点任务；国家医疗保障局关于国家组织药品集中采购和使用试点医保配套措施的意见；猪价暴涨！四川、重庆等地已破“8”，全国均价涨至 7 元/斤；国产药品注册省级初审取消，全部由国家药监局直接受理。

### 中长期观点。

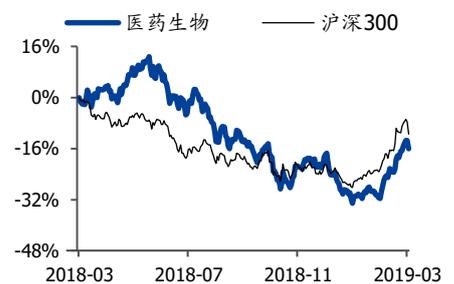
**投资策略：1、医保外的细分领域（重点首推）：（1）创新药的服务商（凯莱英、昭衍新药、药石科技、药明康德、泰格医药、博腾股份、艾德生物等）；（2）注射剂国际化（健友股份、普利制药）（3）消费品属性（智飞生物、华兰生物、沃森生物、我武生物、长春高新、片仔癀等）；2、非药逻辑：（1）器械（迈瑞医疗、万东医疗、安图生物、开立医疗、乐普医疗等）；（2）商业（柳药股份、上海医药、国药股份、九州通等）；（3）医疗服务（爱尔眼科、美年健康、通策医疗）3、药品逻辑：（1）创新&仿制药变革（恒瑞医药、科伦药业、贝达药业等）；（2）超跌底部性价比（丽珠集团、济川药业、天士力等）。**

**行情回顾，医药板块本周有所上涨。**本周医药板块上涨 0.74%，在全行业中排名第 15 位，医药跑赢沪深 300 指数，跑输创业板指数。年初至今医药板块上涨 19.65%，跑输沪深 300 指数及创业板指数。医药成交额占比沪深深总成交额比例为 5.78%，较上周有所回落。子行业方面，本周表现最好的为化学原料药，上涨 4.47%；表现最差的为医疗器械，下跌 1.37%。公司层面，板块周涨跌幅排名前 5 的为龙津药业、神奇制药、誉衡药业、常山药业、德展健康。后 5 的为开立医疗、戴维医疗、普利制药、康美药业、爱尔眼科。医药行业整体估值为 29.32 倍（TTM 整体法，剔除负值），比 2005 年以来均值低 8.74 个单位；医药相对于全部 A 股（剔除银行）估值溢价率为 46.23%，比 2005 年以来均值低 10.34 个百分点。

**风险提示：**1）负向政策持续超预期；2）行业增速不及预期。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjinyangwater@163.com

分析师 缪牧一

执业证书编号：S0680519010004

邮箱：miaomuyi@gszq.com

### 相关研究

1、《医药生物：13 价肺炎疫苗价值几何？当下医药配置应重视弹性，首选 3+2—创新服务商+注射剂国际化+消费品+服务器械》2019-03-03

2、《医药生物：持续强推创新服务商+注射剂国际化+医药消费品，关注非洲猪瘟带来的肝素原料行业变化》

2019-02-24

3、《医药生物：注射剂国际化标的表现亮眼，继续推荐“创新服务商+注射剂国际化+医药消费品”三大方向，推荐医药消费品属性的智飞生物》2019-02-17



## 内容目录

1、医药核心观点 .....	3
1.1 周观点 .....	3
1.2 重点看好的细分领域及个股 .....	3
1.3 我们为什么看好注射剂国际化? .....	4
1.3.1 市场增速: 美国注射剂市场增速较快, 抗肿瘤注射剂为主力品种 .....	4
1.3.2 竞争格局: 高行业门槛带来良好竞争格局 .....	4
1.3.3 市场定价: 以抗肿瘤仿制药注射剂为例, 美国市场价格远高于中国 .....	6
1.3.4 国内玩家: 厚积薄发, 国内注射剂国际化企业将享受行业红利 .....	6
1.4 科创板相关标的梳理 .....	8
2、本周行业重点事件&政策回顾 .....	11
3、行情回顾与医药热度跟踪 .....	12
3.1 医药行业行情回顾 .....	12
3.2 医药行业热度追踪 .....	16
3.3 医药板块个股行情回顾 .....	18
4、医药行业重点特色上市公司估值增速更新 .....	19
5、风险提示 .....	21

## 图表目录

图表 1: 美国药品市场各类剂型销售金额情况 (十亿美元) .....	4
图表 2: 拥有 NDA+ANDA 的化药注射剂生产企业数量统计 (扣除专利未到期品种) .....	5
图表 3: 2016 年美国专科注射剂仿制药生产企业市场占比 .....	5
图表 4: FDA 统计历年药品短缺品种数量(2011-2018) .....	6
图表 5: FDA 统计导致注射剂短缺因素 .....	6
图表 6: 从时间角度对比普通口服固体仿制药, 注射剂研发生产壁垒更高, 利润得以快速体现 .....	7
图表 7: 国内已获得美国注射剂 ANDA 企业较少, 目前仅有 4 家持续供货 .....	7
图表 8: 受益于科创板推出的 A 股医药有望估值重估的公司梳理 .....	9
图表 9: 子公司/参股公司有望登陆科创板的 A 股医药公司梳理 .....	10
图表 10: 本周申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比 .....	12
图表 11: 2019 年以来申万医药指数 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数走势对比 .....	13
图表 12: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (周对比) .....	14
图表 13: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2019 年初至今) .....	15
图表 14: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 .....	15
图表 15: 申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图 .....	16
图表 16: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行) .....	16
图表 17: 2013 年以来申万医药行业成交额以及市场中占比的走势变化 .....	17
图表 18: 基金十年重仓股中医药持仓变化趋势图【2006-2018Q4】 .....	17
图表 19: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股 .....	18
图表 20: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股 .....	18
图表 21: 医药行业重点上市公司估值增速 .....	19

## 1、医药核心观点

### 1.1 周观点

本周申万医药指数上涨 0.74%，涨跌幅位列全行业第 15，跑赢沪深 300，跑输创业板指数。我们认为，市场此前已经充分反应了对政策的悲观预期，甚至已经推演出政策变革下未来 5 年可能的负向变化，因此我们判断至暗时刻已经过去，当下应该弱化对政策影响的担忧，政策不影响细分领域应持乐观态度。本周五市场大幅度调整，我们认为，前期主题性的强势个股有继续调整的可能性，而结合当下市场环境，配置上应弹性与基本面并重，结合年报、一季报增速进行提前布局高增长、超预期标的，重点推荐“3+2”方向，其中 3 为“创新服务商+注射剂国际化+医药消费品”，2 为“服务+器械”。本周我们外发普利制药、健友股份的深度报告，继续强烈推荐注射剂国际化，看好注射剂国际化未来 3 年的业绩爆发性，并认为其在当前的市场环境下具有极强的配置价值。另外，亦可关注非洲猪瘟导致的肝素产业链的变化，尤其重视有低成本规模化肝素粗品库存的健友股份。我们近期梳理了受益于科创板的医药部分，在后文中有详细梳理，推荐重点关注受益的创新药服务商。

近期我们已经连续发布系列深度报告，欢迎交流讨论：

创新服务商系列之一：凯莱英：迎政策利好，享创新红利，CDMO 王者日新月异  
 医药消费品系列之一：智飞生物：疫苗龙头业绩持续高增长，公司内在价值被市场低估  
 创新服务商系列之二：昭衍新药：小公司有大爆发，确定性高增长的安评龙头  
 注射剂国际化系列之一：普利制药：注射剂国际化标杆，业绩逐渐进入爆发期  
 注射剂国际化系列之二：健友股份：注射剂国际化先锋扬帆起航，猪瘟肆虐加持战略库存巨大弹性

### 1.2 重点看好的细分领域及个股

适度乐观，看结构性机会：首选业绩估值增速匹配的新兴非药、医保外细分成长性龙头！结合当下市场环境，配置上应弹性与基本面并重，结合年报、一季报增速进行提前布局高增长、超预期标的，重点推荐“3+2”方向，其中 3 为“创新服务商+注射剂国际化+医药消费品”，2 为“服务+器械”。

#### 1) 选择医保外的细分领域：政策角度是避风港（重点首推）

- **创新药的服务商**：就是 CRO/CDMO 板块，前置创新药获批出业绩，我们推荐关注凯莱英、昭衍新药、药石科技、药明康德、泰格医药、博腾股份、量子生物等、其他服务商艾德生物。
- **注射剂国际化**：推荐关注健友股份、普利制药。
- **医药消费品**：例如疫苗：推荐关注智飞生物、康泰生物、沃森生物、华兰生物；其他消费我武生物、长春高新、片仔癀。

#### 2) 非药逻辑：综合考虑景气度和估值增速性价比

- **服务**：推荐关注爱尔眼科、美年健康、通策医疗。
- **器械**：推荐关注迈瑞医疗、万东医疗、安图生物、开立医疗、乐普医疗。
- **商业**：推荐关注柳药股份、上海医药、国药股份、九州通。

#### 3) 药品逻辑：谨慎筛选

- **创新&仿制药变革**：推荐关注恒瑞医药、贝达药业、科伦药业。
- **超跌底部性价比**：推荐关注丽珠集团、济川药业、天士力（心脑血管创新药领导者）。

### 1.3 我们为什么看好注射剂国际化?

简而言之，在国内医药市场现阶段医保控费的大趋势下，我们看好国内领先的注射剂国际化企业将通过长期以来的提前布局（生产体系、研发体系、注射剂仿制药 ANDA 获批数量及稳定生产），通过高壁垒注射剂获取美国仿制药市场份额和利润。我们认为近两年，布局注射剂国际化的公司已经进入到品种和业绩的收获期，实现双重爆发兑现，这个产业趋势有望持续 3-5 年。

#### 1.3.1 市场增速：美国注射剂市场增速较快，抗肿瘤注射剂为主力品种

美国注射剂仿制药的市场规模应在 100 亿美元左右，并维持着 10% 以上的较快增速。根据 IMS 统计数据，2017 年美国注射剂仿制药市场约 96 亿美元，5 年 CAGR 达到 7%（整体市场 5 年 CAGR 为 13%），对比口服固体制剂的 1%（整体市场 5 年 CAGR 为 1%）有较快增长。

图表 1：美国药品市场各类剂型销售金额情况（十亿美元）

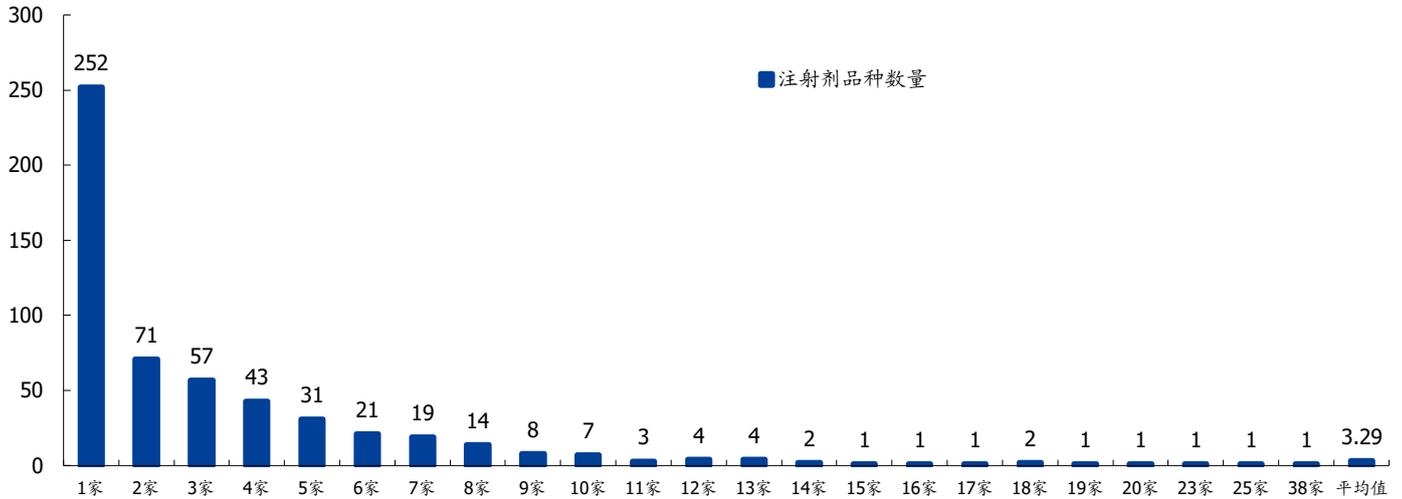
剂型	2012 年			2017 年		
	整体	仿制药	仿制药占比 (%)	整体	仿制药	仿制药占比 (%)
口服固体制剂	168.2	35	20.8	204.3	37.3	18.30%
注射剂	90.1	6.8	7.6	163.3	9.6	5.9
其他制剂	14	0.5	3.9	15.3	1.2	7.5
全身给药制剂	13.1	0.5	3.6	27.7	0.5	1.9
吸入剂	10.2	1.4	13.9	18.3	1.2	6.8
皮肤制剂	7.4	2.8	37.6	10.6	4.4	41.5
眼科制剂	5	0.8	15.9	7.9	1.4	18.1
透皮制剂	4.2	1.1	25.2	2.9	1.2	42.9
口服液体制剂	3.5	1.6	45.1	4.6	1.9	40.1
鼻喷制剂	2.1	0.6	29.8	0.8	0.5	56.2

资料来源：IMS，国盛证券研究所

#### 1.3.2 竞争格局：高行业门槛带来良好竞争格局

由于 FDA 一直以来对于无菌注射剂的研发和生产持高压态势（cGMP 对于无菌注射剂的研发生产有极为严格要求），美国注射剂仿制药市场并不存在激烈竞争。通过分析美国市场目前拥有 NDA/ANDA 的 567 种化药注射剂产品，扣除其中 22 种专利还未到期的产品后，有 252 个品种仅有一家生产企业，其中仅有 3 家及以内生产企业的品种数量占到 67%，如果考虑到部分企业在获得 ANDA 之后并不一定会进行注射剂生产，因此市场实际竞争格局更优。

图表 2: 拥有 NDA+ANDA 的化药注射剂生产企业数量统计 (扣除专利未到期品种)

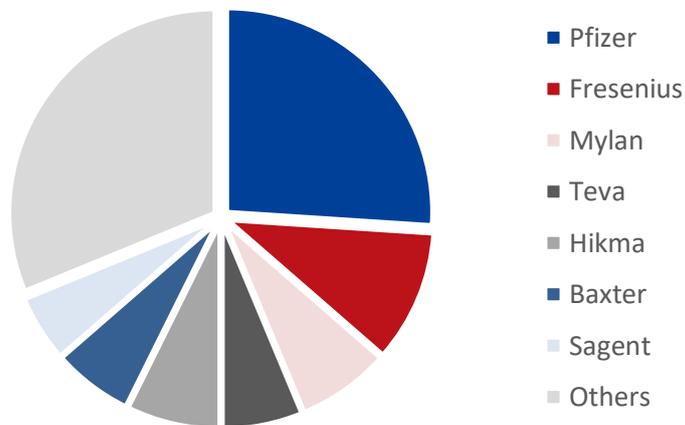


资料来源: FDA, 国盛证券研究所

美国注射剂市场具备三大特点, 市场集中度高、常年短缺以及 FDA 持续高压, 这也就导致了仅有为数不多的顶级仿制药企业能够进入注射剂市场:

- 市场集中度高:** 美国注射剂市场集中度非常高, 目前美国注射剂仿制药供应商主要为 Hospira (Pfizer)、Fresenius Kabi、Mylan、Teva、Hikma、Sagent 等企业, 2016 年前三家注射剂仿制药企业 Pfizer、Fresenius、Mylan 专科注射剂仿制药市场占比接近 50%。

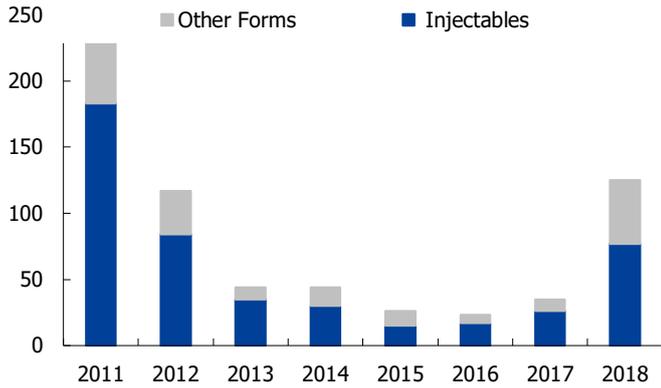
图表 3: 2016 年美国专科注射剂仿制药生产企业市场占比



资料来源: Grand View Research, 国盛证券研究所

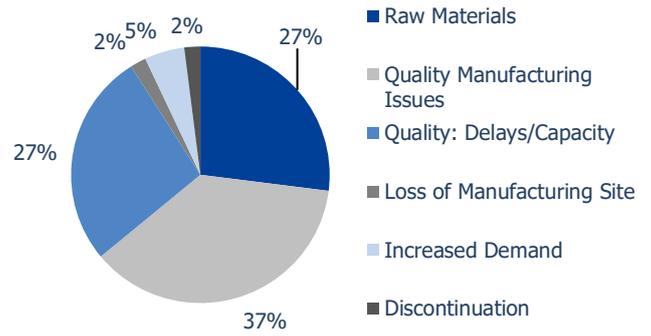
- 注射剂常年处于短缺状态:** 由于 FDA 对于无菌注射剂研发和生产流程的严格控制, 导致美国市场近 10 年来一直处于注射剂产品短缺的状态 (以仿制药为主), 其中注射剂的短缺主要来自于原材料 (原料、辅料、包材) (27%)、生产质量 (37%)、生产产能 (27%), 可见 FDA 对无菌注射剂的管控之严格。

图表 4: FDA 统计历年药品短缺品种数量(2011-2018)



资料来源: FDA, 国盛证券研究所

图表 5: FDA 统计导致注射剂短缺因素



资料来源: FDA, 国盛证券研究所

• 来自 FDA 的高压: 对大企业一视同仁, 对无菌注射剂的研发生产绝不放松

相比于口服制剂, FDA 对无菌注射剂产品在研发、制造、处方工艺、包装和储存运输等方面要求更为严格, 需要投入大量前期资本和生产运营成本, 生产过程对于原料/包材质量、生产线设备、人员活动和管理规范都有更为严格的要求, 在 FDA 的高压检查下需要保持体系整体的无菌。需要通过厂房布局、设施设备验证、洁净区管理以及运用产品工艺验证、关键工艺控制、过程分析、过程无菌控制等技术把控注射剂质量, 产业门槛高。建设符合 FDA 标准的无菌注射剂生产体系极为困难, 因此才导致美国市场的仿制药注射剂拥有良好的竞争格局和盈利能力, 即使是全球范围内顶尖的无菌注射剂生产企业(如 Hospira、Fresenius Kabi、Baxter、Teva、Mylan 等)依然会在 FDA 的检查面前暴露出各种问题, 收到警告信 (Warning Letter) 以及关闭通知 (Close out Letter), 导致注射剂产能受限。

2018 年 9 月 FDA 局长 Scott Gottlieb 发表声明称未来两年 FDA 将通过一套新体系(新检查方案项目 New Inspection Protocol Project, NIPP) 进一步加强无菌药品的监督检查工作, 而这套体系首先将在无菌注射剂的检查中使用, 可以预见未来 FDA 对于无菌注射剂生产体系的检查会愈发严格, 未来美国注射剂市场的行业集中度将进一步提升。

1.3.3 市场定价: 以抗肿瘤仿制药注射剂为例, 美国市场价格远高于中国

我们筛选出美国市场主要的 70 种抗肿瘤仿制药注射剂, 通过对比 28 种同规格可比产品, 其中有 20 种的市场最低价高于国内同类产品, 美国市场抗肿瘤注射剂均价为国内价格的 5 倍左右。由于美国市场仿制药销售流通费用较低(约为销售收入的 20%左右), 因毛利空间极大。

1.3.4 国内玩家: 厚积薄发, 国内注射剂国际化企业将享受行业红利

从目前来看, 早期已经布局注射剂国际化的企业具备产能及品种的先发优势, 未来几年将在美国市场享受巨大的行业红利, 同时出口品种转报国内同样具备巨大的业绩弹性:

- 注射剂产能先发优势: 口服制剂在申请 ANDA 及产能扩张方面速度较快, 生产标准低(对杂质和无菌的要求低), 扩产周期短(3-4 年), 产能大(一条生产线产能达

到几十亿片，印度企业拥有大量产能），带来激烈的市场竞争激烈（以氯吡格雷片剂为例，19家企业拥有ANDA），从而导致低毛利（GPO集中采购，零售渠道销售，净利率水平10%左右）。而无菌注射剂的扩产周期很长（5-8年左右，单条生产线产能几百至几千万支不等），并需要长期保持注射剂生产的稳定状态（时刻应对FDA检查），因此目前国内仅有恒瑞医药、齐鲁药业、普利制药、健友股份等几家企业开始向美国市场持续供应无菌注射剂。

图表6：从时间角度对比普通口服固体仿制药，注射剂研发生产壁垒更高，利润得以快速体现



资料来源：国盛证券研究所

- 注射剂品种先发优势：**在注射剂生产体系满足FDA要求之后，迅速提高ANDA的获批质量和数量将为企业快速带来利润。由于美国药品市场主要由商业保险所覆盖，如果在ANDA获批的情况下，注射剂产品完成生产备货后可以在美国市场快速上量。

以环磷酰胺注射剂为例：

**1) 产品竞争格局好：**环磷酰胺注射剂生产工艺壁垒高，在恒瑞医药进入美国市场之前，Baxter是美国市场唯一的注射剂供应商（另有Roxane提供口服剂型）。恒瑞委托Sandoz在美国市场销售环磷酰胺注射剂，以底价将产品销售给Sandoz，Sandoz在完成产品销售后将扣除费用净利润的50%支付给恒瑞。

**2) 注射剂高毛利市场：**对比两国市场，恒瑞环磷酰胺200mg/支规格国内中标价4-5元左右；而在美国，恒瑞环磷酰胺500mg/支、1g/支、2g/支三种规格的终端市场价格区间为241-953美元（此价格约为Baxter环磷酰胺的80%）。

**3) 单产品利润快速爆发：**2014年Baxter的环磷酰胺（Endoxan）在美国的年销售总额为4.2亿美元；恒瑞医药的环磷酰胺注射剂于2014年10月31日获批ANDA，11月7日即开始上市销售，2014年12月单月销售收入1600万美元（彭博终端数据）；2015年美国市场占有率达到40%，毛利率95%以上，2015年美国环磷酰胺业务注射剂为公司带来近3亿元净利润。

图表7：国内已获得美国注射剂ANDA企业较少，目前仅有4家持续供货

国内已获得注射剂ANDA企业	ANDA品种数量	向美国市场持续供货
南京健友生化制药股份有限公司	10	是
恒瑞医药股份有限公司	10	是
齐鲁制药有限公司	8	是
海南普利制药股份有限公司	5	是
浙江海正药业股份有限公司	3	否
江苏豪森药业股份有限公司	2	否
浙江华海药业股份有限公司	1	否
深圳市海普瑞药业股份有限公司	1	否

资料来源：FDA，国盛证券研究所

- **注射剂出口转报国内的优势:** 2017年12月22日,药品审评中心发布《已上市化学仿制药(注射剂)一致性评价技术要求(征求意见稿)》。除氯化钠注射液、葡萄糖注射液、葡萄糖氯化钠注射液、注射用水等品种以外的所有化学仿制药注射剂都要开展一致性评价工作。与口服固体制剂一致性评价的侧重点不同(产品质量和有效性),注射剂属于体内直接给药的高风险剂型,一致性评价侧重于产品安全性,包括:注射剂处方(与参比制剂一致性)、原辅包(与原研产品相同,严格考察有关物质、遗传毒性/元素杂质等),生产工艺(无菌/灭菌工艺)等。  
中国注射剂市场广阔(终端市场近8000亿元,注射剂用量较大),仅有**恒瑞、齐鲁、普利、健友、海普瑞、四川汇宇**等几家企业现阶段有能力出口欧美市场,而国内以新注册分类获批注射剂较少,国内注射剂产业将迎来一轮剧烈的去产能(国内注射剂生产企业约7-800家)。我们预计,注射剂一致性评价未来2-3年将逐步推进,现有欧美获批产品及以新注册分类标准获批产品默认通过一致性评价,注射剂国际化程度高的头部企业将首先受益。

#### 1.4 科创板相关标的梳理

我们本周对医药行业中受益于科创板推出的A股医药有望估值重估的公司以及子公司/参股公司有望登陆科创板的A股医药公司进行了梳理。其中我们最为看好的还是有望受到科创影响而带来估值重估的创新药服务商。

图表8: 受益于科创板推出的A股医药有望估值重估的公司梳理

代码	名称	市值(亿)	所属领域	备注
603259.SH	药明康德	1,071	创新服务商	CRO+CDMO 全球领先, 国内龙头
300347.SZ	泰格医药	296	创新服务商	国内临床 CRO 龙头
300759.SZ	康龙化成	261	创新服务商	专注研发的 CRMO 龙头
002821.SZ	凯莱英	203	创新服务商	小分子 CDMO 技术领导者
300725.SZ	药石科技	87	创新服务商	专注分子砌块的研发龙头
300149.SZ	量子生物	88	创新服务商	合并睿智化学, CRO 与 CMO 并行, 化学和生物兼具
603127.SH	昭衍新药	78	创新服务商	确定性高成长安全评价龙头
300363.SZ	博腾股份	57	创新服务商	CRO+CDMO 蓬勃发展
300685.SZ	艾德生物	75	伴随诊断	肿瘤伴随诊断&NGS 二代测序先锋
600276.SH	恒瑞医药	2,568	创新药	A 股创新药龙头王者
600196.SH	复星医药	681	创新药	复宏汉霖单抗进入收获期, 海外 CAR-T 成熟技术稳步推进
002422.SZ	科伦药业	341	创新药	以仿制带动创新, 科伦研究院逐步进入收获期
002773.SZ	康弘药业	285	创新药	康柏西普空间广阔, 美国 III 期临床进军全球市场
000513.SZ	丽珠集团	214	创新药	精准诊断+精准治疗闭环, 单抗+微球特色研发
300558.SZ	贝达药业	175	创新药	研发实力强劲, 多个产品处于临床后期阶段
600267.SH	海正药业	110	创新药	生物药+小分子创新药步入收获期
300009.SZ	安科生物	150	CAR-T	参股博生吉进入 CAR-T 领域
300181.SZ	佐力药业	40	CAR-T	参股科济生物高起点布局精准医疗
002605.SZ	姚记扑克	38	CAR-T	投资上海细胞治疗中心和上海颐木生物科进入 CAR-T 领域
300676.SZ	华大基因	302	基因测序	基因测序龙头
000710.SZ	贝瑞基因	151	基因测序	无创产前检测基因测序龙头
002030.SZ	达安基因	101	基因测序	控股达瑞生物布局精准诊断业务
300171.SZ	东富龙	61	基因测序	参股伯豪生物进入精准医疗领域
600682.SH	南京新百	187	干细胞	收购美国生物医药公司 Dendreon (免疫疗法先驱)
600645.SH	中源协和	94	干细胞	“细胞+基因”双核驱动发展
000806.SZ	银河生物	61	干细胞	增资肿瘤免疫治疗领域的先进企业北京马力诺生物科技
300238.SZ	冠昊生物	35	干细胞	推进干细胞研发及产业化, 具备国内领先的细胞技术平台
603882.SH	金城医学	114	精准医疗	广泛开展包含 NIPT 在内的各类基因测序及质谱检验项目, 与医院共建精准医学中心
300244.SZ	迪安诊断	122	精准医疗	与国际一流企业在肿瘤伴随诊断等领域展开深度合作, 参股睿昂基因、观合医药等优质公司
300147.SZ	香雪制药	49	精准医疗	收购细胞治疗公司易诺勤推进精准医疗
300016.SZ	北陆药业	49	精准医疗	参股世和基因(肿瘤伴随诊断)和芝友医疗(CTC)
300109.SZ	新开源	43	精准医疗	收购呵尔医疗、三济生物、晶能生物, 进军肿瘤早期诊断、分子诊断等领域
000516.SZ	国际医学	113	智慧医疗	与东华软件、阿里云签订战略合作协议, 进军互联网智慧医疗

资料来源: 国盛证券研究所

图表 9: 子公司/参股公司有望登陆科创板的 A 股医药公司梳理

代码	名称	子公司/参股公司	持股比例	备注
000989.SZ	九芝堂	科信美德	6%	创新单抗药物赛道, A 轮融资, 整体估值 134 亿
300142.SZ	沃森生物	嘉和生物	14%	创新单抗药物赛道, A 轮融资, 整体估值 35 亿
600572.SH	康恩贝	嘉和生物	23%	创新单抗药物赛道, A 轮融资, 整体估值 35 亿
600380.SH	健康元	丽珠单抗	61%	创新单抗药物赛道, A 轮融资, 整体估值 36 亿
000513.SZ	丽珠集团	丽珠单抗	55%	创新单抗药物赛道, A 轮融资, 整体估值 36 亿
600535.SH	天士力	天境生物	22%	创新单抗药物赛道, C 轮融资, 整体估值 70 亿
300003.SZ	乐普医疗	君实生物	4%	创新单抗药物赛道, 三板/H 股上市, 目前 170 亿港币市值
600196.SH	复星医药	复宏汉霖	71%	创新单抗药物赛道, 战略融资阶段, 整体估值 200 亿
002019.SZ	亿帆医药	健能隆	63%	创新双抗药物赛道
600535.SH	天士力	派格医药	4%	创新药赛道, E 轮融资, 整体估值 30 亿
300009.SZ	安科生物	博生吉	59%	CAR-T 赛道
300181.SZ	佐力药业	科济生物	8%	CAR-T 赛道, B 轮融资, 整体估值 60 亿
000908.SZ	景峰医药	景泽生物	40%	高端医学材料赛道, 天使轮融资, 整体估值不详
300171.SZ	东富龙	伯豪生物	34%	基因测序及大数据赛道, 目前 A 轮融资, 整体估值不详
603259.SH	药明康德	药明明码	9%	基因测序赛道, C 轮融资, 整体估值 138 亿
300016.SZ	北陆药业	世和基因	20%	基因测序赛道, C 轮融资, 整体估值 30 亿
600998.SH	九州通	鹄远基因	1%	基因测序赛道, 目前 A+轮融资, 整体估值不详
002030.SZ	达安基因	达瑞生物	46%	三板公司, 市值 14 亿
600267.SH	海正药业	海晟药业	100%	糖尿病药物赛道
600466.SH	蓝光发展	蓝光英诺	46%	3D 生物打印赛道
600055.SH	万东医疗	万里云	75%	医学影像赛道, A 轮融资, 整体估值 9 亿
300199.SZ	翰宇药业	上海健麾	14%	医药自动化物流赛道, B 轮融资, 整体估值不详

资料来源: 国盛证券研究所

## 2、本周行业重点事件&政策回顾

### 【事件一】政府工作报告 2019 医药重点任务

<http://t.cn/EIC7ypH>

3月5日上午9时，第十三届全国人大二次会议开幕，政府工作报告中，涉及2019年医药重点任务汇总如下：

- 制造业增值税降至13%；
- 所有涉企经营许可事项实行“证照分离”改革；
- 培育生物医药产业集群；
- 健全知识产权侵权惩罚性赔偿制度；
- 扩大长期护理保险制度试点；
- 大病保险起付线报销比例提高到60%；
- 实施癌症防治行动；
- 深化公立医院综合改革；
- 强化疫苗全程监管；
- 完善社会保障制度和政策等。

### 【点评】

医药行业是人民息息相关的行业，也是我国政府十分重视的行业。此次政府报告中共提出10条2019年医药重点任务。其中，制造业增值税下降3%，普惠性减税与结构性减税并举，重点降低制造业和小微企业税收负担。增值税的下降惠及大部分药企，增厚药企利润，我们团队有进行具体测算，可与我们沟通交流。

### 【事件二】国家医保局：国家医疗保障局关于国家组织药品集中采购和使用试点医保配套措施的意见

<http://t.cn/EIpxSsk>

医保局出台4+7带量采购配套政策，包括落实医保基金预付政策；做好医保支付标准与采购价的协同；完善医保支付方式，鼓励使用集中采购药品；建立医院集中采购考核机制等。

### 【点评】

其中最为关键的内容是医保支付标准与采购价协同的内容，是此前提到的梯度降价的细化，其余的内容基本上都是之前文件的延伸：

- **预付制度：**按专项采购预算预付30%给医疗机构，这点在之前的文件里就提了，具体如何落实得看各城市具体的方案；
- **医保支付标准与采购价的协同：**其实是之前文件提到的梯度降价的细化。根据价格将药品分为三档：1) 高于中选价格2倍以上，至少降30%先过渡，20-21年以中选价做医保支付标准，同时各试点城市可以调整自付比例；2) 在中选价格2倍及2倍以内，以中选价作为医保支付标准；3) 低于中选价，以实际价格为医保。医保支付标准与采购价协同，一方面是可以保证带量采购的中选品种的采购量，另一方面可以预见的是原研药在医保支付上的超国民待遇即将终结。
- **鼓励使用集采品种，明确了考核机制：**原则上采购中选药品使用量不低于非中选药品采购量，也就是50%以上的采购额，没达标的医院和医生都有相应措施。

### 【事件三】猪价暴涨！四川、重庆等地已破“8”，全国均价涨至7元/斤

<http://t.cn/EMAEGdq>

近日在疫情影响下养殖端清出效应渐显，加上冻猪肉收储消息提振需求端，市场猪源偏紧现象越来越突出，在规模场的领涨下，各地猪价悉数大幅上扬。随着近期猪价持续大幅上行，养殖户补栏积极性大幅提升，国内各地仔猪价格水涨船高，规模场报价连续上涨。

**【点评】**

自2018年8月非洲猪瘟疫情在中国爆发后，国内生猪产销均受到较大影响，2019年生猪出栏量预计将有较大比例下降，而出栏量的下降将降低小肠供应和肝素粗品生产量，从而对肝素原料产业链带来影响。

目前国内主要的肝素原料生产企业包括海普瑞、健友股份、东诚药业、千红制药、常山药业、青岛九龙、东营天东、山东辰中等企业（前五家为上市公司），通过报表口径观察及草根调研情况来判断，除健友股份以外其他企业肝素粗品/原料库存均处于较低水平。健友股份对上游肝素粗品供应及下游制剂厂商库存/肝素注射剂产量有较为准确判断，基于未来肝素原料和全球肝素注射剂业务的发展，自2016年以来逐步建立肝素粗品库存，未来有望持续受益于肝素粗品涨价带动的肝素原料药涨价。

**【事件四】国产药品注册省级初审取消，全部由国家药监局直接受理**

<http://t.cn/EInRQ05>

国务院下发了《关于取消和下放一批行政许可事项的决定》，决定取消25项行政许可事项，下放6项行政许可事项的管理层级，其中省级药监部门的国产药品初审赫然在列。

**【点评】**

今后国产药品在进行注册申报时，无需再走省级药监部门的初审环节，改由国家药监局直接受理国产药品的注册申请。这无疑是我国优化药品注册审评审批流程的又一重大措施，提高了我国药品审评审批的效率，加快了新药及仿制药的上市时间。

### 3、行情回顾与医药热度跟踪

#### 3.1 医药行业行情回顾

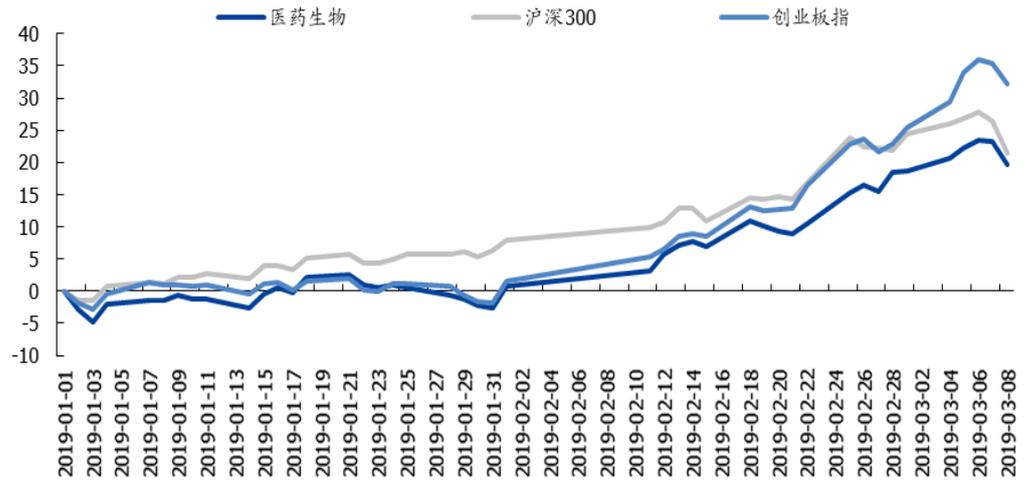
截至3月8日，申万医药指数为7202.77点，周环比上涨0.74%。沪深300下跌2.46%，创业板指数上涨5.52%，医药跑赢沪深300指数3.20个百分点，跑输创业板指数4.79个百分点。2019年初至今申万医药上涨19.65%，沪深300上涨21.49%，创业板指数上涨32.30%，医药跑输沪深300及创业板指数。

图表 10: 本周申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比

指数	本周	上周	周环比(%)	与月初比(%)	与年初比(%)
沪深 300	3,808.85	3,669.37	-2.46	-0.32	21.49
创业板指数	1,692.42	1,535.68	5.52	7.74	32.30
生物医药(申万)	7,202.77	6,916.44	0.74	1.04	19.65

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

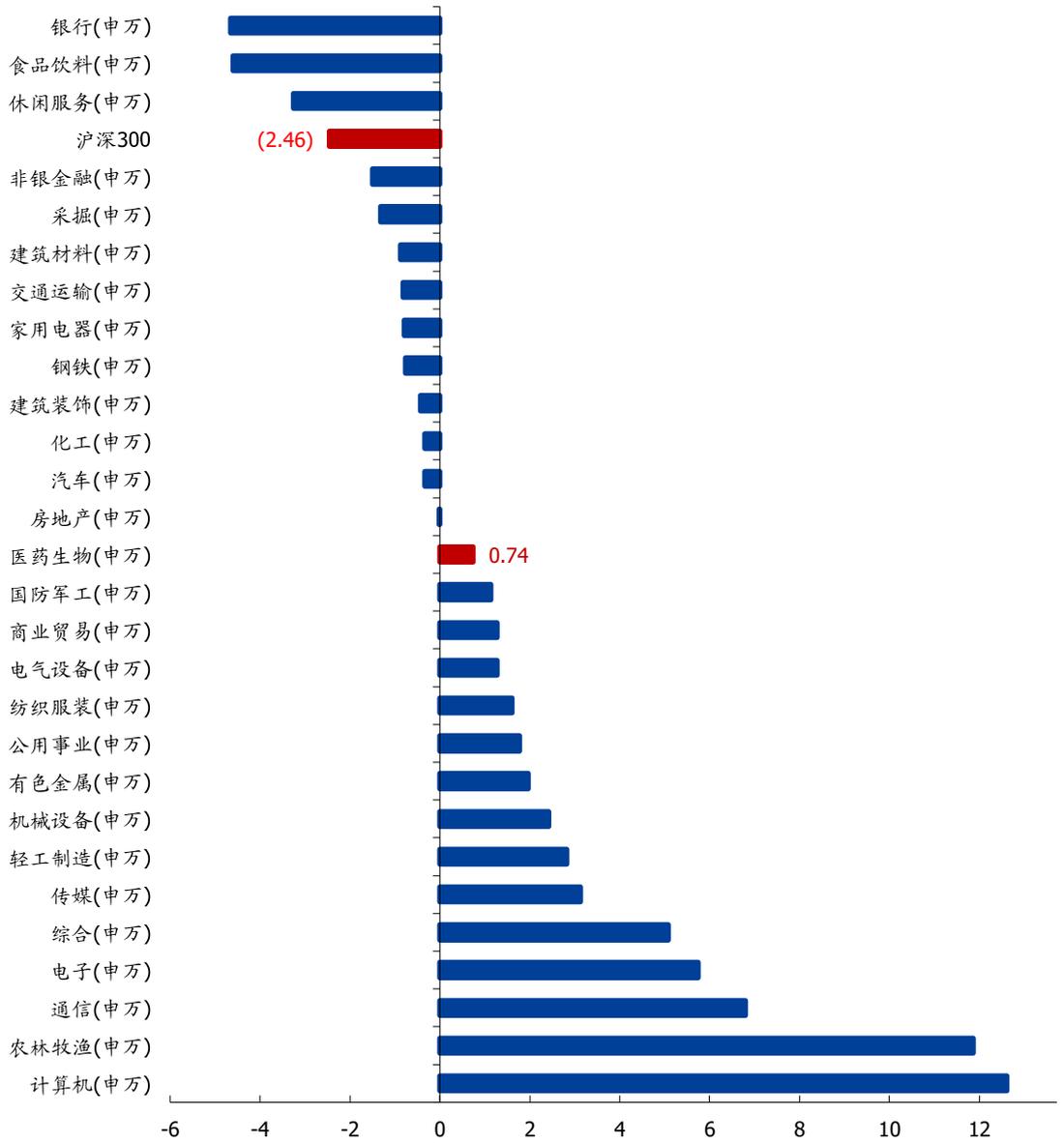
图表 11: 2019 年以来申万医药指数 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数走势对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

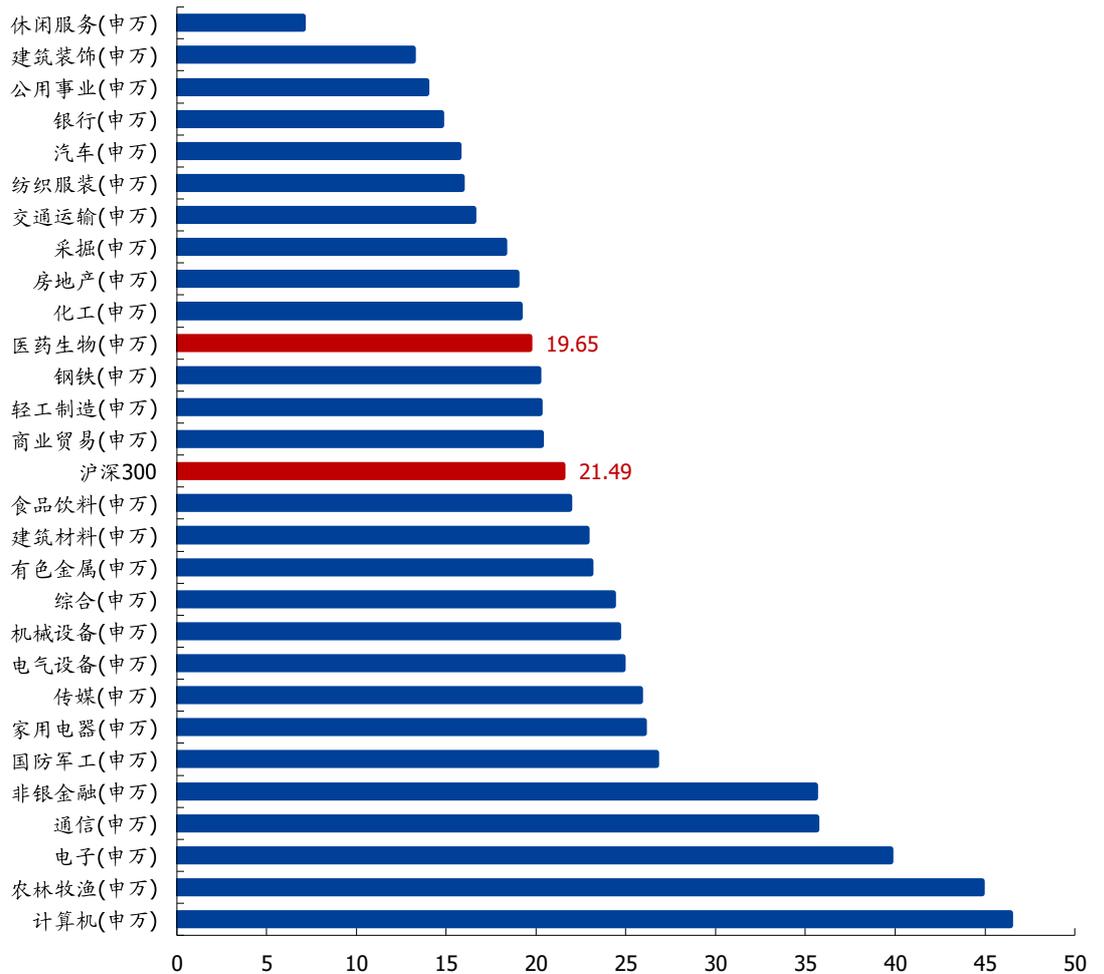
在所有行业中，本周医药涨跌幅排在第 15 位。2019 年初至今，医药涨跌幅排在第 18 位。

图表 12: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (周对比)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

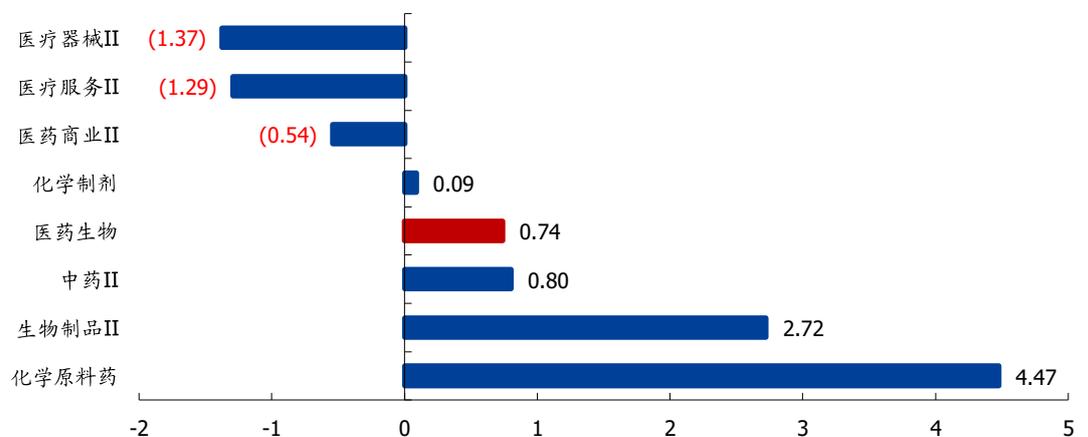
图表 13: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2019年初至今)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业方面, 本周表现最好的为化学原料药, 上涨 4.47%; 表现最差的为医疗器械, 下跌 1.37%。

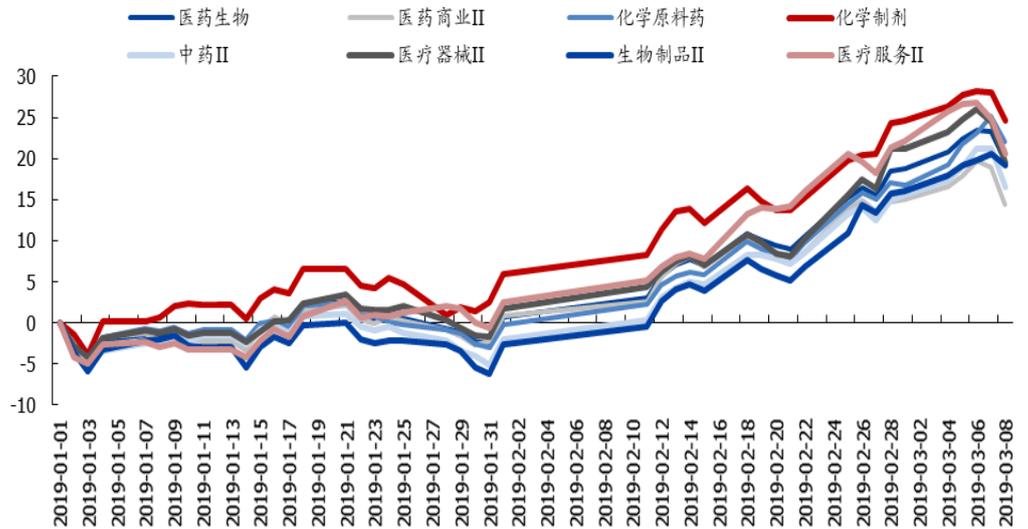
图表 14: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019年初至今表现最好的子行业为化学制剂，上涨24.69%；表现最差的子行业为医药商业，上涨14.37%。其他子行业中，生物制品上涨19.24%，中药上涨16.52%，化学原料药上涨22.04%，医疗器械上涨19.55%，医疗服务上涨20.57%。

图表 15: 申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图

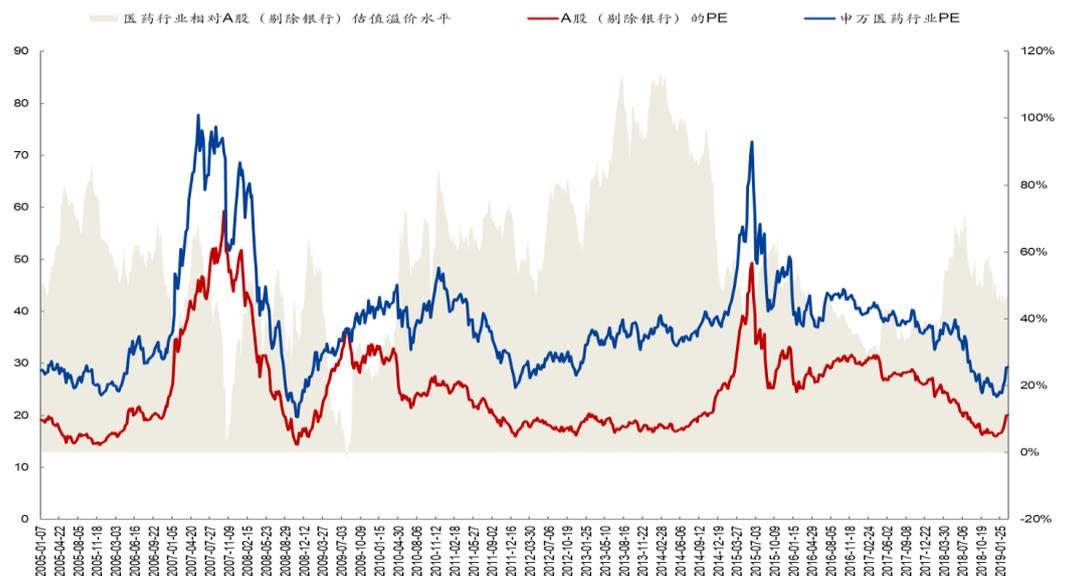


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.2 医药行业热度追踪

目前，医药行业估值（TTM，剔除负值）为 29.32X，较上周相比上升 0.11 个单位，比 2005 年以来均值（38.06X）低 8.74 个单位，上周医药行业整体略微下降。本周医药行业估值溢价率（相较 A 股剔除银行）为 46.23%，较上周下降了 0.33 个百分点。溢价率较 2005 年以来均值（56.57%）低 10.34 个百分点，处于均值偏下水平。

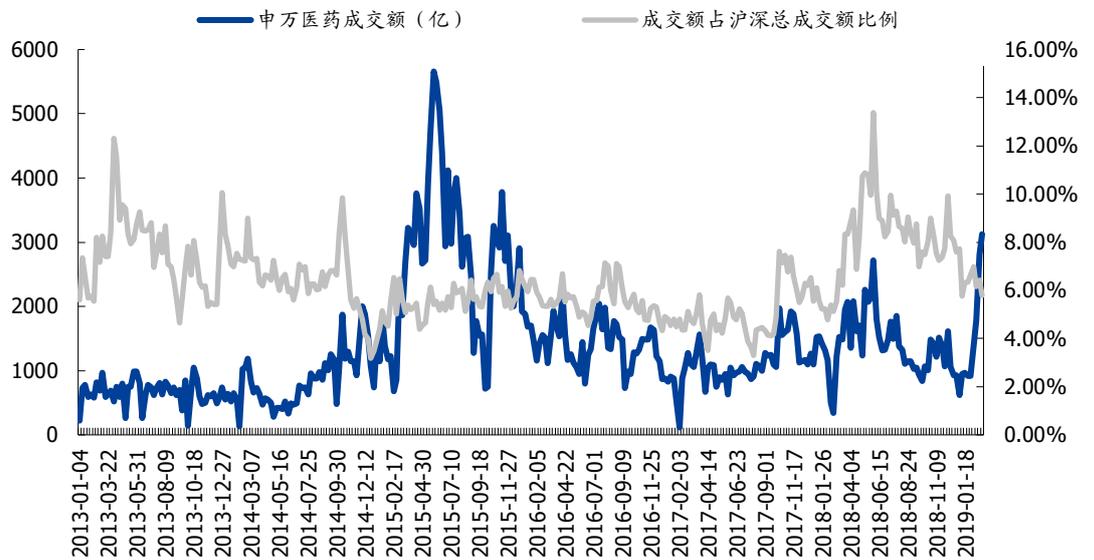
图表 16: 医药行业估值溢价率（申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

本周医药成交总额为 3119.67 亿元，沪深总成交额为 54001.10 亿元，医药成交额占比沪深总成交额比例为 5.78%（2013 年以来成交额均值为 6.38%），本周医药行业热度较上周有所回落。

图表 17: 2013 年以来申万医药行业成交额以及在市场中占比的走势变化

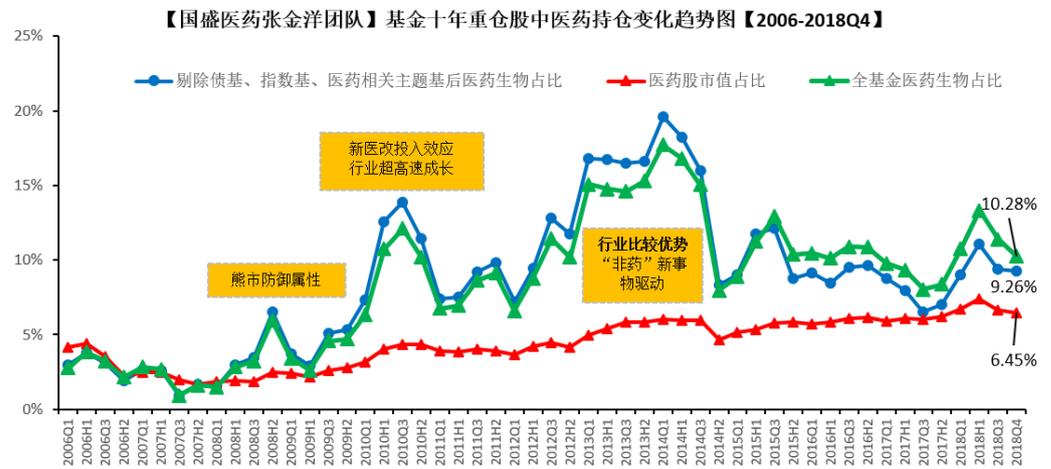


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**2018 全年基金持仓变动剧烈，目前对未来的悲观预期已经反映了大部分。**

- Q1-Q2 行业数据回暖+宏观环境带来的医药配置需求（行业比较）+医药结构牛带来的财富效应拉动迅速加仓。
- 医保局成立后对于政策的谨慎预期导致 Q3 开始板块急跌，基金持仓也在 Q3 回落（扣除医药主题基金指数基金等，Q3 持仓比例为 9.42%，略微超配）。
- Q4 全基金医药生物占比较大程度回落至 10.28%，较 Q3 下降 1.11pp，而扣除医药主题基金指数基金后，Q4 持仓比例为 9.26%，较 Q3 略微下降。**我们认为，基金在 Q4 实质上减的仓位比表观数据更多，医药已到至暗时刻。**由于只有基金重仓持股的数据，非重仓持股的部分没有得到统计，而这恰恰是在带量采购的政策负面预期下，基金首先要减掉的仓位。

图表 18: 基金十年重仓股中医药持仓变化趋势图【2006-2018Q4】



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.3 医药板块个股行情回顾

本周涨跌幅排名前5的为龙津药业、神奇制药、誉衡药业、常山药业、德展健康。后5的为开立医疗、戴维医疗、普利制药、康美药业、爱尔眼科。

滚动月涨跌幅排名前5的为龙津药业、神奇制药、誉衡药业、四环生物、紫鑫药业。后5的为\*ST长生、爱朋医疗、正川股份、宜华健康、山东药玻。

图表 19: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股

个股	涨跌幅 (%)	原因	个股	涨跌幅 (%)	原因
龙津药业	61.07	工业大麻概念	开立医疗	-10.63	无特殊原因
神奇制药	46.20	工业大麻概念	戴维医疗	-9.29	无特殊原因
誉衡药业	38.86	无特殊原因	普利制药	-8.76	无特殊原因
常山药业	37.07	猪瘟导致肝素粗品涨价	康美药业	-8.29	无特殊原因
德展健康	30.46	工业大麻概念	爱尔眼科	-7.39	无特殊原因
康恩贝	23.91	工业大麻概念	金石东方	-6.78	无特殊原因
济民制药	23.35	无特殊原因	圣达生物	-6.69	无特殊原因
吉药控股	22.75	无特殊原因	华大基因	-6.58	无特殊原因
昆药集团	22.63	无特殊原因	华东医药	-6.23	无特殊原因
健友股份	21.17	猪瘟导致肝素粗品涨价	片仔癀	-6.05	无特殊原因

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股

个股	涨跌幅 (%)	原因	个股	涨跌幅 (%)	原因
龙津药业	153.32	工业大麻概念	*ST 长生	-25.25	退市风险
神奇制药	105.34	工业大麻概念	爱朋医疗	-9.59	无特殊原因
誉衡药业	78.68	无特殊原因	正川股份	-4.62	无特殊原因
四环生物	72.14	无特殊原因	宜华健康	1.05	无特殊原因
紫鑫药业	71.67	工业大麻概念	山东药玻	1.88	无特殊原因
上海莱士	70.16	无特殊原因	我武生物	2.17	无特殊原因
康恩贝	69.51	工业大麻概念	云南白药	2.25	无特殊原因
健友股份	64.52	猪瘟导致肝素粗品涨价	江中药业	2.70	无特殊原因
常山药业	58.73	猪瘟导致肝素粗品涨价	振兴生化	3.28	无特殊原因
康美药业	58.57	无特殊原因	济川药业	3.35	无特殊原因

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 4、医药行业重点特色上市公司估值增速更新

图表 21: 医药行业重点上市公司估值增速

细分领域	上市公司	股票代码	最新市值 (亿元)	归母净 利润 2017年 (亿元)	业绩预测 2018年 (亿元)	业绩预测 2019年(亿 元)	业绩增 速 2018年 (%)	业绩增 速 2019年 (%)	2018 年 PE	2019 年 PE
药店	益丰药房	603939.SH	199.63	3.14	4.30	6.07	37.2	41.2	46	33
	老百姓	603883.SH	168.00	3.71	4.44	5.39	19.7	21.4	38	31
	一心堂	002727.SZ	137.23	4.23	5.32	6.55	25.8	23.2	26	21
	大参林	603233.SH	166.44	4.75	5.54	6.91	16.7	24.7	30	24
	国药一致	000028.SZ	201.27	10.58	11.99	13.34	13.4	11.2	17	15
血液制品	华兰生物	002007.SZ	358.06	8.21	12.84	15.97	56.5	24.3	28	22
	博雅生物	300294.SZ	128.39	3.57	4.58	5.81	28.4	27.0	28	22
品牌中药 & 消费品 & OTC	东阿阿胶	000423.SZ	293.46	20.44	20.41	21.55	-0.1	5.6	14	14
	片仔癀	600436.SH	608.45	8.07	11.00	14.10	36.3	28.2	55	43
	广誉远	600771.SH	100.57	2.37	4.09	6.21	72.8	51.7	25	16
	云南白药	000538.SZ	862.07	31.45	33.06	37.13	5.1	12.3	26	23
	同仁堂	600085.SH	411.44	10.17	10.70	11.84	5.2	10.6	38	35
	济川药业	600566.SH	288.93	12.23	17.31	22.79	41.5	31.7	17	13
	仁和药业	000650.SZ	76.78	3.80	5.42	7.28	42.6	34.3	14	11
	羚锐制药	600285.SH	49.38	2.17	2.45	3.27	13.0	33.3	20	15
	华润三九	000999.SZ	249.52	13.02	14.63	16.61	12.4	13.6	17	15
	千金药业	600479.SH	38.84	2.08	2.55	3.05	22.6	19.9	15	13
特色中药	马应龙	600993.SH	64.53	3.20	3.20	3.20	0.0	0.0	20	20
	康美药业	600518.SH	506.34	41.01	49.52	60.22	20.7	21.6	10	8
	天士力	600535.SH	337.32	13.77	15.83	17.98	15.0	13.6	21	19
创新药	中新药业	600329.SH	128.81	4.76	5.70	7.11	19.7	24.8	23	18
	恒瑞医药	600276.SH	2,567.57	32.17	38.92	48.26	21.0	24.0	66	53
	丽珠集团	000513.SZ	213.55	44.29	11.02	12.56	-75.1	14.0	19	17
	贝达药业	300558.SZ	175.04	2.58	2.11	2.46	-18.1	16.7	83	71
	康弘药业	002773.SZ	284.91	6.44	7.83	10.65	21.6	36.0	36	27
	科伦药业	002422.SZ	340.65	7.49	12.37	16.08	65.3	30.0	28	21
	亿帆医药	002019.SZ	147.25	13.05	8.96	9.91	-31.3	10.6	16	15
	海正药业	600267.SH	109.59	0.14	-0.50	-4.08	-468.6	716.0	-219	-27
	复星医药	600196.SH	681.36	31.24	29.15	35.37	-6.7	21.3	23	19
	凯莱英	002821.SZ	202.62	3.41	4.70	6.29	37.8	33.6	43	32
创新服务 商 & 一致 性评价服 务商	药明康德	603259.SH	1,071.46	12.27	20.12	21.98	64.0	9.2	53	49
	泰格医药	300347.SZ	295.60	3.01	4.64	6.73	54.2	44.9	64	44
	昭衍新药	603127.SH	77.72	0.76	1.11	1.69	45.1	52.5	70	46
	博腾股份	300363.SZ	56.55	1.07	1.35	2.16	25.6	59.7	42	26
	药石科技	300725.SZ	87.24	0.67	1.19	1.65	77.5	38.5	73	53

	山河药辅	300452.SZ	23.09	0.50	0.75	1.07	48.2	43.0	31	22
	山东药玻	600529.SH	87.55	2.63	3.42	4.36	30.1	27.6	26	20
制剂出口	华海药业	600521.SH	166.49	6.39	6.02	9.00	-5.8	49.5	28	18
	健友股份	603707.SH	176.78	3.14	4.53	6.37	44.3	40.5	39	28
生长激素	普利制药	300630.SZ	101.85	0.98	1.82	3.56	84.5	96.4	56	29
	长春高新	000661.SZ	465.31	6.62	9.94	13.22	50.2	32.9	47	35
	安科生物	300009.SZ	149.70	2.78	3.42	4.35	23.0	27.5	44	34
IVD	华大基因	300676.SZ	302.04	3.98	4.70	6.87	18.1	46.0	64	44
	贝瑞基因	000710.SZ	150.71	2.33	3.26	4.33	40.3	32.7	46	35
	安图生物	603658.SH	254.52	4.47	5.79	7.48	29.7	29.0	44	34
	万孚生物	300482.SZ	107.68	2.11	3.14	4.61	49.0	46.8	34	23
	艾德生物	300685.SZ	75.11	0.94	1.28	1.69	36.3	32.2	59	44
	基蛋生物	603387.SH	57.22	1.94	2.53	3.31	30.5	30.7	23	17
特色化药	金域医学	603882.SH	114.10	1.89	2.27	2.83	20.3	24.8	50	40
	华东医药	000963.SZ	436.58	17.80	22.24	27.58	25.0	24.0	20	16
	恩华药业	002262.SZ	116.49	3.95	4.62	5.85	17.1	26.6	25	20
	信立泰	002294.SZ	257.32	14.52	15.98	18.28	10.1	14.4	16	14
医疗服务	华润双鹤	600062.SH	136.04	8.43	10.19	12.07	21.0	18.4	13	11
	美年健康	002044.SZ	526.30	6.14	8.65	12.64	40.9	46.2	61	42
	爱尔眼科	300015.SZ	731.46	7.43	10.42	13.87	40.3	33.1	70	53
特色器械	通策医疗	600763.SH	180.52	2.17	3.21	4.24	48.4	31.9	56	43
	乐普医疗	300003.SZ	435.08	8.99	12.46	16.73	38.6	34.3	35	26
	迈瑞医疗	300760.SZ	1,529.46	25.89	37.14	44.88	43.4	20.8	41	34
	凯利泰	300326.SZ	77.28	1.95	4.52	3.02	131.8	-33.2	17	26
	大博医疗	002901.SZ	133.40	2.96	3.75	4.68	26.8	24.8	36	29
商业	开立医疗	300633.SZ	114.04	1.90	2.59	3.60	36.3	39.1	44	32
	国药股份	600511.SH	185.75	11.41	12.92	14.58	13.2	12.8	14	13
	上海医药	601607.SH	479.76	35.21	39.16	44.22	11.2	12.9	12	11
	九州通	600998.SH	288.78	14.46	14.10	18.12	-2.4	28.5	20	16
疫苗	柳药股份	603368.SH	74.35	4.01	5.20	6.52	29.5	25.5	14	11
	智飞生物	300122.SZ	706.24	4.32	14.43	26.32	233.9	82.4	49	27
	沃森生物	300142.SZ	332.86	-5.37	7.86	15.96	-246.4	103.0	42	21
	康泰生物	300601.SZ	266.40	2.15	4.26	5.33	98.5	25.0	63	50
其他特色领域	华兰生物	002007.SZ	358.06	8.21	12.51	15.31	52.5	22.3	29	23
	我武生物	300357.SZ	120.37	1.86	2.42	3.25	30.1	34.2	50	37
	通化东宝	600867.SH	287.20	8.37	10.05	12.14	20.1	20.8	29	24
	东诚药业	002675.SZ	94.74	1.73	2.72	3.64	57.3	34.0	35	26
	健帆生物	300529.SZ	197.96	2.84	4.00	5.29	40.8	32.2	49	37
	欧普康视	300595.SZ	107.12	1.51	2.13	2.87	41.5	34.7	50	37

资料来源: Wind, 国盛证券研究所; 截止 2019.3.8; 盈利预测参考 Wind 一致性预期

## 5、风险提示

- 1) 负向政策持续超预期; 2) 行业增速不及预期。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com