

着眼精品，强者恒强

——医药行业 2019 年 2 季度投资策略报告

分析师：徐勇

SAC NO: S1150516060001

2019 年 3 月 14 日

证券分析师

徐勇

010-68784235

xuyong@bhqz.com

助理分析师

甘英健

SAC No: S1150118020008

ganyingjian@bhqz.com

陈晨

SAC No: S1150118080007

chenchen@bhqz.com

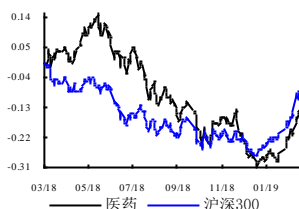
行业评级

医药 中性

重点品种推荐

恒瑞医药	增持
复星医药	增持
科伦药业	增持
长春高新	增持
安图生物	增持
一心堂	增持
国药一致	增持
凯莱英	增持
乐普医疗	增持
基蛋生物	增持

最近一年行业相对走势



相关研究报告

投资要点:

● 年初至今医药板块行情回顾

年初至今（2019 年 1 月 1 日至 2019 年 3 月 8 日），申万医药生物板块上涨 19.65%，沪深 300 指数上涨 21.49%，医药板块整体跑输沪深 300 指数 1.84%，涨跌幅在申万 28 个一级行业中排名第 18。分阶段来看，1 月份医药指数下跌 2.54%，同期沪深 300 上涨 6.34%，医药板块涨幅大幅落后其他板块；随后 2 月份，全市场快速上涨，2 月份至今医药板块上涨 22.76%，此间沪深 300 指数上涨 14.24%。总体来看，年初至今 A 股呈现小牛市的态势，但由于医药板块热点偏少，行业笼罩在招标降价的阴影下，整体走势位于申万 28 个一级行业的中下游。截至 2019 年 3 月 8 日，医药板块整体 TTM 市盈率为 29.54 倍，相对全部 A 股的估值溢价率为 125.02%，处于 2013 年来的低位水平。子板块估值方面，年初至今，医疗器械板块估值水平涨幅最大，市盈率较年初（1 月 1 日）上涨 26.24%；商业板块估值水平涨幅最小，市盈率较年初上涨 19.08%，各板块市盈率涨幅比例相差并不明显。

● 医药行业运行情况

2018 年，我国医药制造业累计实现主营业务收入 23,986.30 亿元，同比增长 12.60%，累计实现利润总额 3094.20 亿元，同比增长 9.50%。具体来看，2018 年 2、3 月份医药制造业营收和利润出现高速增长，我们认为原因在于年初流感因素影响及制药企业“低开”转“高开”所致。随后，医药制造业营收和利润增速缓慢下滑。从支付端来看，我国医保基金 2018 收入增速不敌支出增速，医保基金持续承压。从政策端来看，“4+7”城带量采购后国家及多省市共同努力以维护集采结果的顺利实施，全面协调未中选药品支付价格，齐鲁药业、正大天晴、恒瑞医药等未中选企业也主动申请降低药品价格以望维稳市场份额。

● A 股医药生物上市公司 2018 年业绩或业绩预告总结

我们对申万医药生物板块共计 291 家上市公司的 2018 年业绩披露情况进行了梳理，其中已出 2018 年年报或业绩快报的 172 家上市公司 2018 年整体营收为 4885.02 亿元，较上年同比增长 26.90%，2017 年该 172 家上市公司整体营收增速为 25.50%，2018 年增速有所提高。利润端来看，此 172 家上市公司 2018 年整体归母净利润为 455.89 亿元，较上年同比减少 2.99%，主要由于 ST 冠幅、千山药机、上海莱士、恒康医疗、信邦制药 5 家公司大额计提商誉减值等原因造成大幅亏损。

● 投资策略

在医保支付方式改革、仿制药质量和疗效一致性评价、“4+7”城市药品集中采购试点等医改举措逐步落地的背景下，我们认为医药行业各细分领域市场

集中度将逐步朝龙头企业靠拢，一些生产经营不规范、抗风险能力弱的药品生产企业生存将会越来越艰难，而生产经营规范、抗风险能力强的龙头企业从长远来看则将会在医改中受益。因此，我们看好医药行业内各细分领域龙头企业的发展，建议关注恒瑞医药（600276）、复星医药（600196）、长春高新（000661）、科伦药业（002422）、凯莱英（002821）、安图生物（603658）、国药一致（000028）、一心堂（002727）、乐普医疗（300003）、基蛋生物（603387）等企业的发展。

风险提示：政策推进不达预期，企业产品上市慢于预期，企业药物研发失败风险，市场大幅波动风险。

目 录

1.年初至今医药板块行情回顾.....	5
1.1 年初至今医药板块触底回升.....	5
1.2 医药板块相对全部 A 股的估值溢价率处于近 5 年来的低位水平.....	6
1.3 子板块市场表现相差不大，各板块估值均有上升.....	6
2.医药行业运行情况.....	9
2.1 制造端：收入与利润下行压力加大.....	9
2.2 销售端：行业增速放缓，基层终端持续上行.....	10
2.3 支付端：医保基金持续承压.....	12
2.4 政策端：4+7 带量采购掀起药价下行浪潮.....	14
3. A 股医药生物上市公司 2018 年业绩或业绩预告总结.....	19
3.1 已出 2018 业绩的上市公司整体营收增速较快.....	19
3.2 上市公司盈利预告分析.....	20
4.投资策略.....	22
4.1 恒瑞医药：研发管线丰富的国内创新药龙头.....	22
4.2 复星医药：控股子公司复宏汉霖为国内单抗领军企业.....	22
4.3 长春高新：国内领先的基因工程制药企业.....	23
4.4 科伦药业：大输液龙头，创新药研发管线丰富.....	23
4.5 国药一致：“批零一体”的区域连锁龙头.....	24
4.6 一心堂：西南地区零售药店龙头.....	24
4.7 凯莱英：CDMO 赛道的一体化领军企业.....	25
4.8 乐普医疗：可降解支架引领潮流.....	25
4.9 安图生物：推出国内首条大型流水线.....	26
4.10 基蛋生物：进口替代空间庞大的 POCT 领域优质企业.....	26

图 目 录

图 1: 年初至今医药生物板块 VS 沪深 300 市场表现 (%)	5
图 2: 年初至今医药生物板块涨跌幅在申万 28 个一级行业中位列第 18 (%)	5
图 3: 医药板块相对全部 A 股的估值溢价率处于近 5 年来的低位水平	6
图 4: 年初至今 (1 月 1 日至 3 月 8 日) 医药 6 个子板块涨跌幅情况 (%)	7
图 5: 年初至今 (1 月 1 日至 3 月 8 日) 医药各子板块市场表现 (%)	7
图 6: 年初至今医药 6 个子板块市盈率变动情况	7
图 7: 医药各子板块市盈率与年初水平对比	8
图 8: 近年我国医药制药业累计主营业务收入及同比增速情况	9
图 9: 近年我国医药制药业累计利润总额及同比增速情况	10
图 10: 近年我国医药制药业累计费用及同比增速情况	10
图 11: 近年我国医药终端市场销售金额及同比增速情况	11
图 12: 近年我国医药三大终端市场占比情况	12
图 13: 近年我国 60 岁及以上人口及占比	12
图 14: 近年我国基本医保参保人数	13
图 15: 近年我国基本医保收支状况	13
图 16: 已公布业绩上市公司营收增速分布情况	19
图 17: 已公布业绩上市公司归母净利润增速分布情况	20
图 18: 已公布盈利预告上市公司净利润增速分布情况 (按下限统计)	20

表 目 录

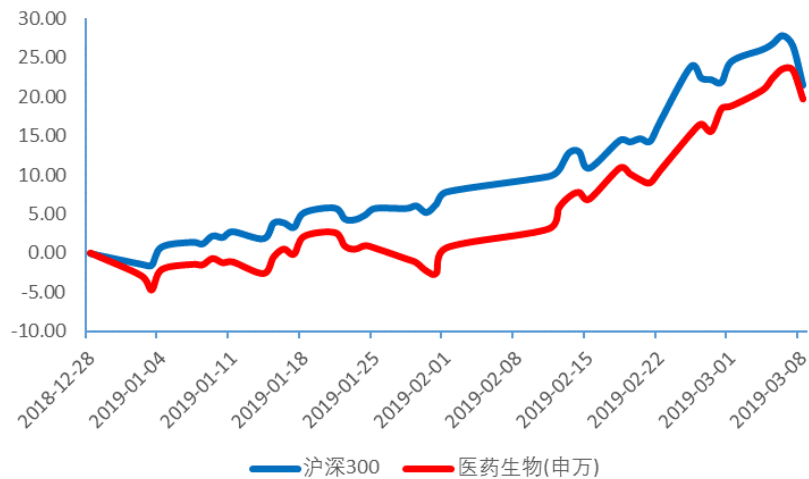
表 1: 多项配套政策发布以保证 4+7 集采的顺畅施行	14
表 2: 3 月 5 日上海市部分高价协议药品价格调整	15
表 3: 多省市协调药品支付价格	15

1.年初至今医药板块行情回顾

1.1 年初至今医药板块触底回升

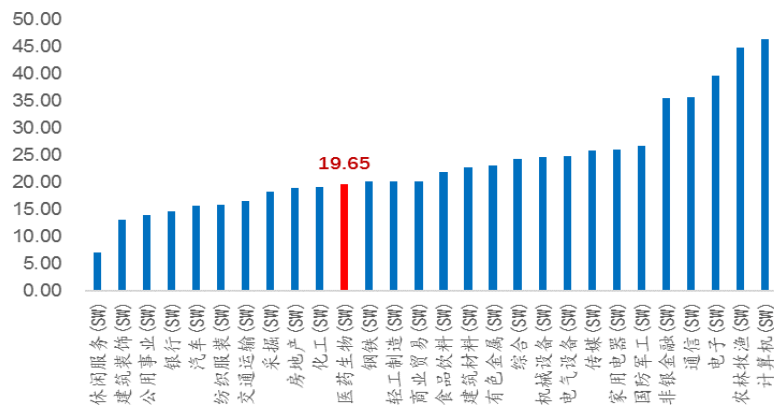
年初至今(2019年1月1日至2019年3月8日),申万医药生物板块上涨19.65%,沪深300指数上涨21.49%,医药板块整体跑输沪深300指数1.84%,涨跌幅在申万28个一级行业中排名第18。从总体医药指数走势来看,与沪深300指数走势大体相同。分阶段来看,1月份医药指数下跌2.54%,同期沪深300上涨6.34%,医药板块涨幅大幅落后其他板块;随后2月份,全市场快速上涨,2月份至今医药板块上涨22.76%,此间沪深300指数上涨14.24%。总体来看,年初至今A股呈现小牛市的态势,但由于医药板块热点偏少,行业笼罩在招标降价的阴影下,整体走势位于申万28个一级行业的中下游。

图1:年初至今医药生物板块 VS 沪深300 市场表现 (%)



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图2:年初至今医药生物板块涨跌幅在申万28个一级行业中位列第18 (%)

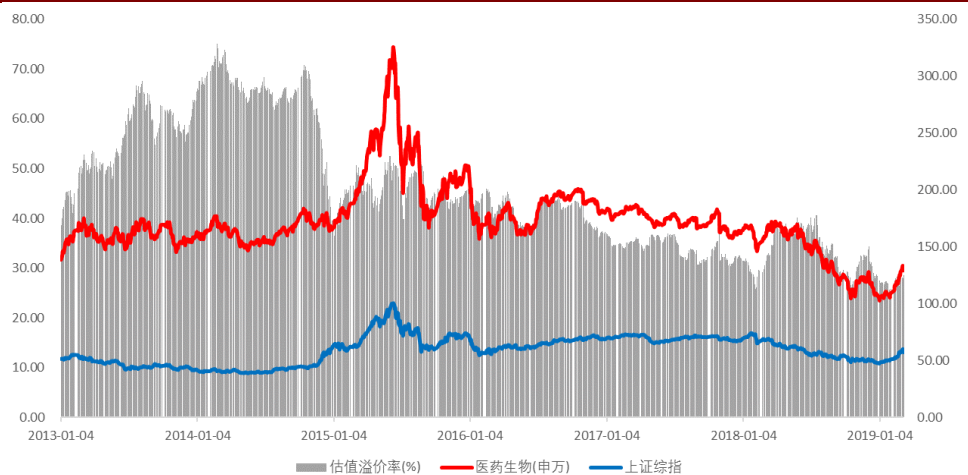


资料来源: Wind, 渤海证券研究所

1.2 医药板块相对全部 A 股的估值溢价率处于近 5 年来的低位水平

截至 2019 年 3 月 8 日，医药板块整体 TTM 市盈率为 29.54 倍，全部 A 股 TTM 市盈率为 13.13 倍，医药板块相对全部 A 股的估值溢价率为 125.02%，处于 2013 年来的低位水平。

图 3：医药板块相对全部 A 股的估值溢价率处于近 5 年来的低位水平



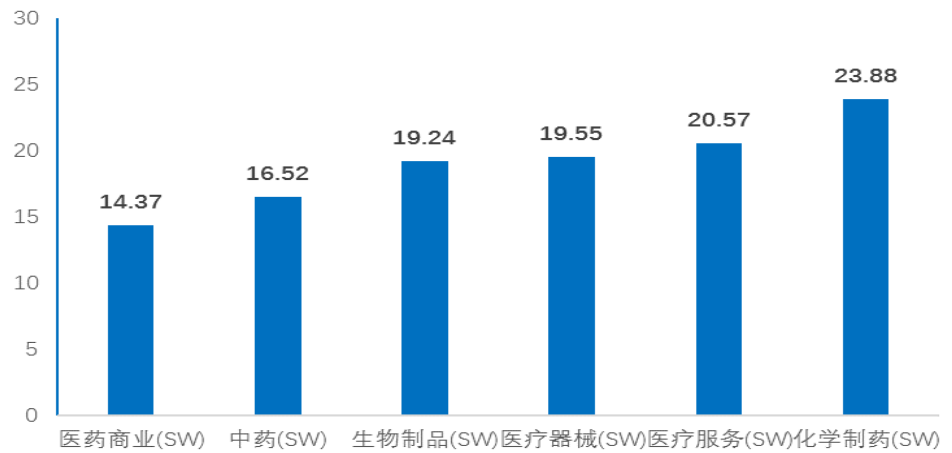
资料来源：Wind，渤海证券研究所

1.3 子板块市场表现相差不大，各板块估值均有上升

年初至今（2019 年 1 月 1 日至 2019 年 3 月 8 日），医药 6 个子板块均以上涨报收。细分来看，化学制药和医疗服务板块涨幅最大，分别上涨 23.88%与 20.57%；中药和医药商业板块涨幅最小，分别上涨 16.52%与 14.37%，各子板块市场表现相差不大。

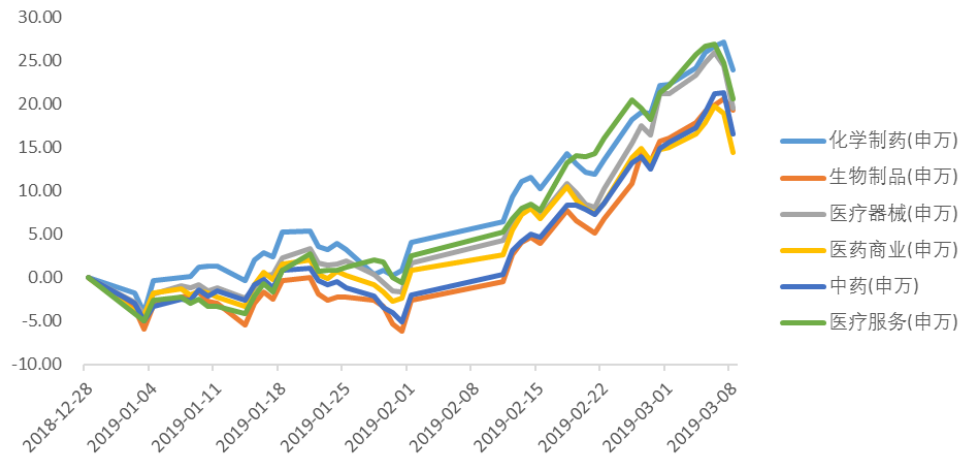
在估值层面，受大盘回暖，年初至今（2019 年 1 月 1 日至 2019 年 3 月 8 日），医药各子板块估值水平均有所上升。细分来看，医疗器械板块估值水平涨幅最大，市盈率较年初（1 月 1 日）上涨 26.24%；商业板块估值水平涨幅最小，市盈率较年初上涨 19.08%，各板块市盈率涨幅比例相差并不明显。

图 4：年初至今（1 月 1 日至 3 月 8 日）医药 6 个子板块涨跌幅情况（%）



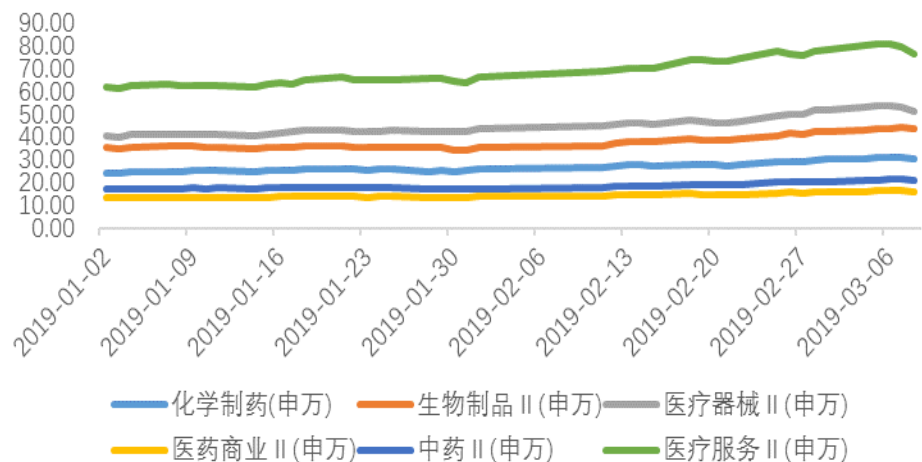
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 5：年初至今（1 月 1 日至 3 月 8 日）医药各子板块市场表现（%）



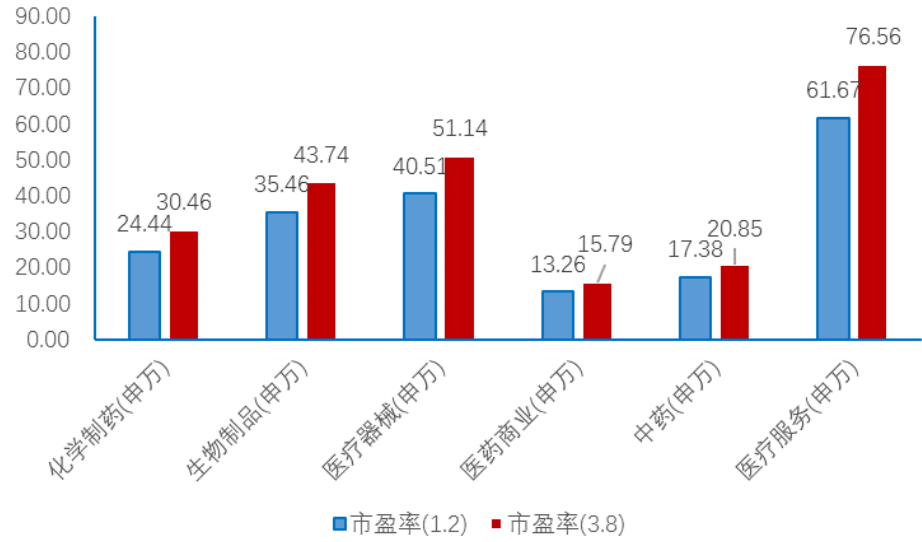
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 6：年初至今医药 6 个子板块市盈率变动情况



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 7：医药各子板块市盈率与年初水平对比



资料来源：wind，渤海证券研究所

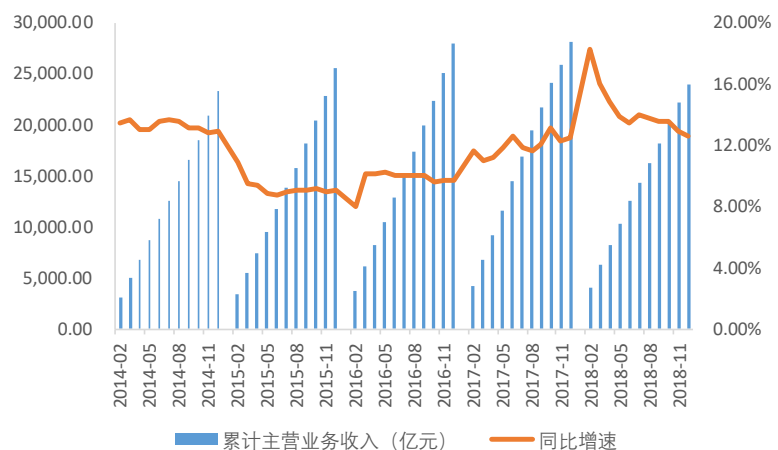
2. 医药行业运行情况

2.1 制造端：收入与利润下行压力加大

2018 年，我国医药制造业累计实现主营业务收入 23,986.30 亿元，同比增长 12.60%，累计主营业务收入增速较上年同期增加了 0.1 个百分点；累计实现利润总额 3094.20 亿元，同比增长 9.50%，累计利润增速较上年同期下降 8.3 个百分点。

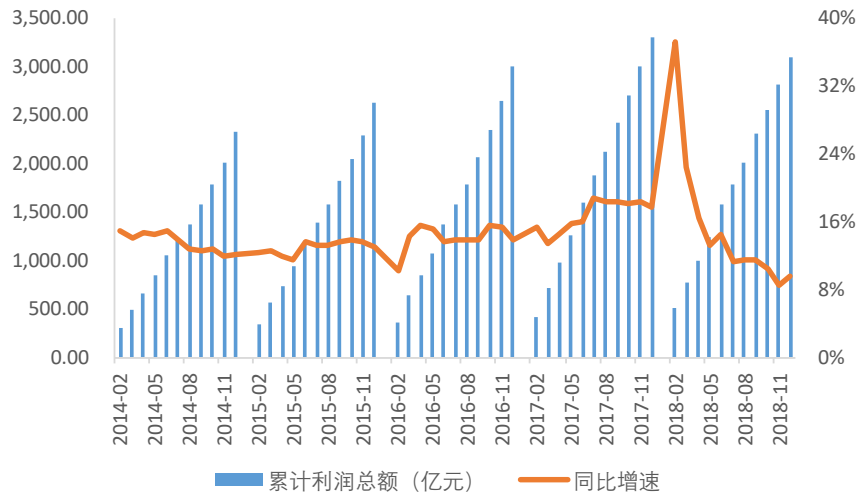
具体来看，2018 年，医药制造业主营业务收入方面的累计同比增速在 2、3 月份分别达到 18.3%、16.1% 这样的奇高数值，我们认为有两方面原因，一是由于年初流感因素带动了抗感染类等药物的火爆销售；二是由于两票制的因素导致制剂生产企业“低开”转“高开”。医药制造业主营业务收入增速同比在 11、12 月份降至低位。利润方面，2018 年医药制造业累计利润总额同比增速也在 2、3 月份达到 37.3%、22.5% 这样的奇高数值，随后逐渐下滑，至 11、12 月份达到最低值。对于 2018 年医药制造业累计主营业务收入增速（12.6%）与利润总额增速（9.5%）出现背离的情况，我们认为主要存在以下三方面的原因：一是由于两票制，医药工业企业“低开”转“高开”的同时，将小商业公司（或代理公司）转到体内，从而销售成本大幅增加；二是国家在去杠杆的背景下，资金成本高企，部分企业的财务成本较上年同比有大幅度的增长，另外由于近年国家鼓励创新，工业企业研发费用整体也出现了较大的增长；三是由于政策影响，一些辅助用药、中药注射剂等生产企业的业绩在近两年出现了大幅的下滑，12 月份实行的 4+7 带量采购政策也使得整个市场较为低迷。

图 8：近年我国医药制药业累计主营业务收入及同比增速情况



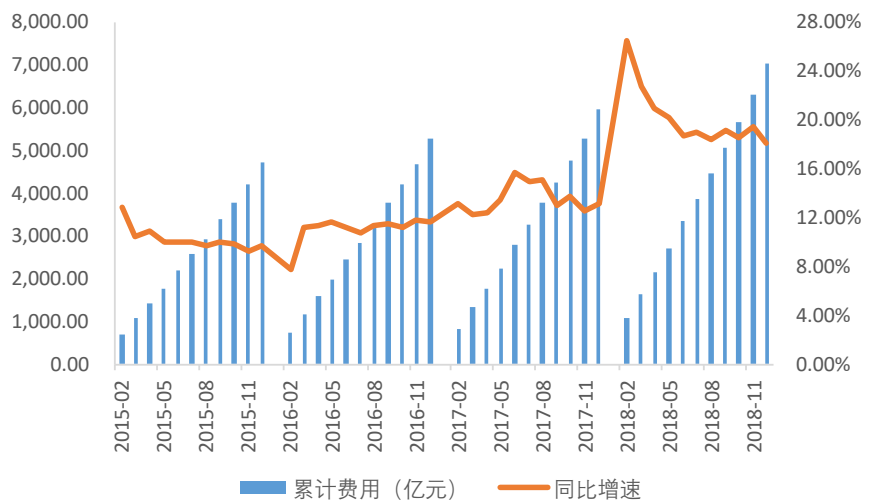
资料来源：wind，渤海证券研究所

图 9：近年我国医药制造业累计利润总额及同比增速情况



资料来源：wind，渤海证券研究所

图 10：近年我国医药制造业累计费用及同比增速情况



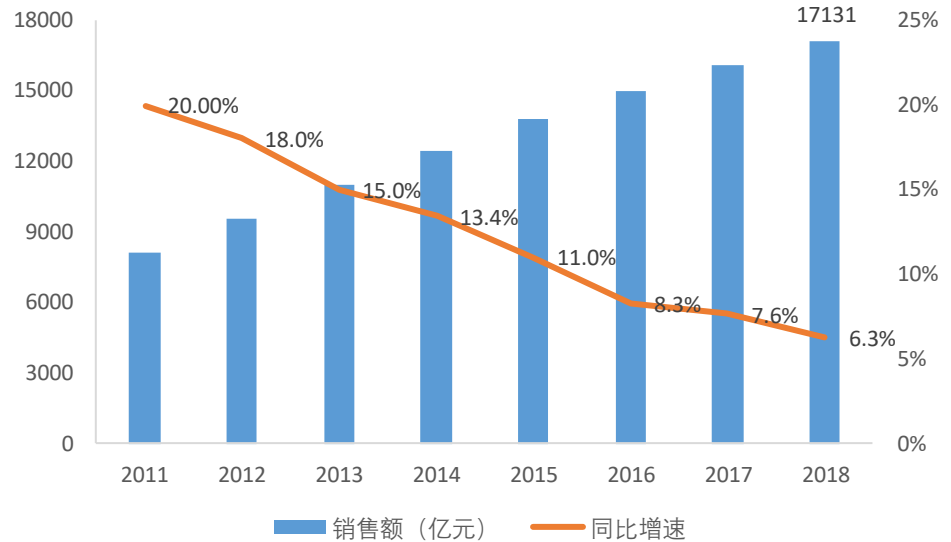
资料来源：wind，渤海证券研究所

从图 10 可以明显看出，由于两票制、药品集中采购、融资成本高企以及加大创新等原因，医药制造业的费用（营业费用、财务费用、管理费用三者之和）累计同比增速自 2017 年下半年开始逐渐走高，并在 2018 年 2 月达到阶段性高点（48.30%）。

2.2 销售端：行业增速放缓，基层终端持续上行

终端销售增速进一步放缓。根据米内网的数据显示，2018 年全国三大终端六大市场（米内网将我国医药销售分为三个六大市场，公立医院终端包括城市公立医院及县级公立医院两大市场，零售药店终端包括实体药店和网上药店两大市场，公立基层终端包括城市社区卫生服务中心和乡镇卫生院两大市场）实现销售额 17131 亿元，同比增长 6.3%，增速进一步放缓。

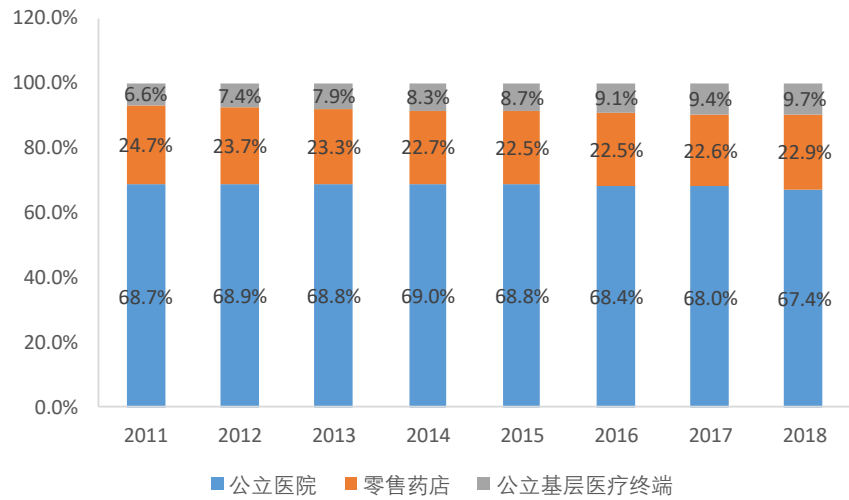
图 11：近年我国医药终端市场销售金额及同比增速情况



资料来源：米内网，渤海证券研究所

从图 12 可以看出，2018 年，三大终端市场中公立医院销售占比为 67.4%，零售药店销售占比为 22.9%，公立基层医院销售占比为 9.7%。从 2011 年至今，公立医院的销售占比小幅下滑；零售药店的销售占比在 2011-2014 年下滑较为严重，近年来则小幅回升；而基层市场的销售占比自 2011 年至今一直保持上升态势。我们认为，随着处方外流、医疗服务下沉，零售药店及基层市场销售占比会继续保持缓慢上涨状态，这将利好基层销售、配送实力强的医药制造企业和医药商业公司。

图 12: 近年我国医药三大终端市场占比情况

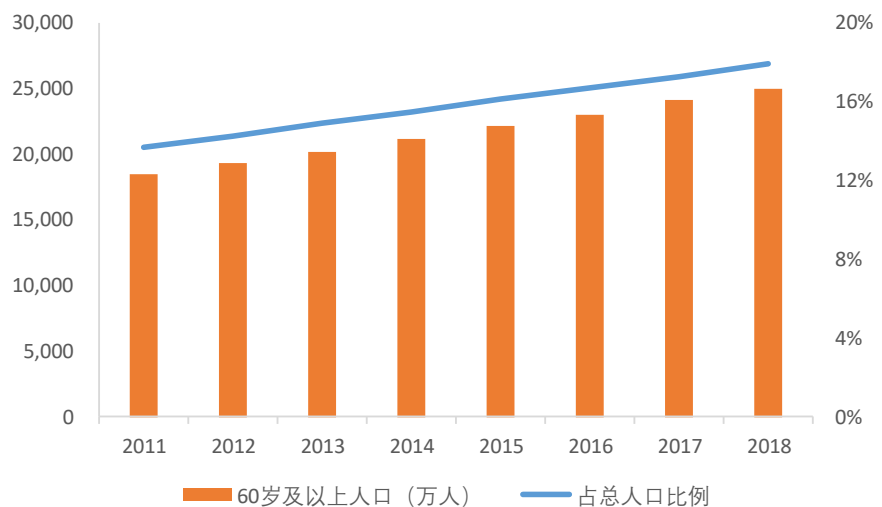


资料来源: 米内网, 渤海证券研究所

2.3 支付端: 医保基金持续承压

我国老龄化程度持续加深。据《2018 社会服务发展统计公报》，2018 年我国 60 岁及以上人口数量为 2.49 亿人，占总人口的比例为 17.9%，近年来比例持续走高，预计 2036 年老年人人口占比将达到 29.1%，届时，我国将进入深度老龄化阶段。据统计，老龄人的医药需求是青年人的 3-5 倍，我国人口老龄化带来了医药需求的持续增长，医保基金面临极大的压力。

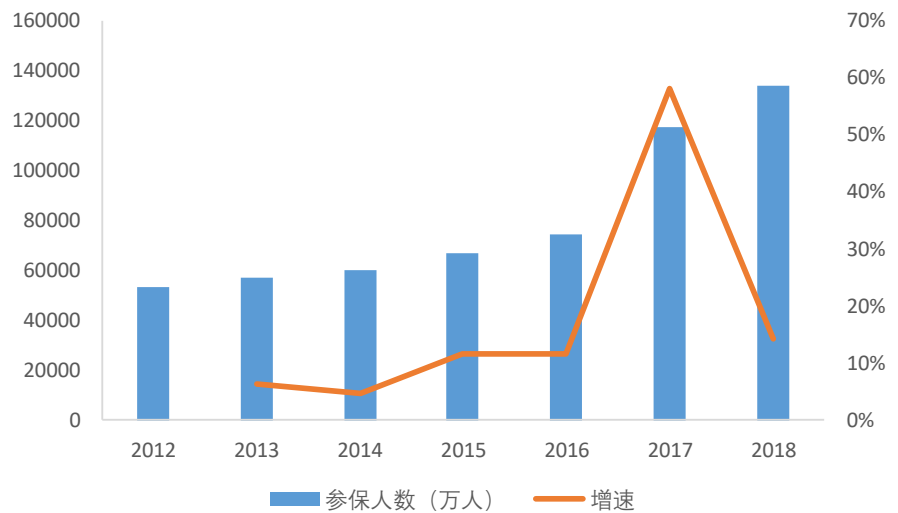
图 13: 近年我国 60 岁及以上人口及占比



资料来源: wind, 渤海证券研究所

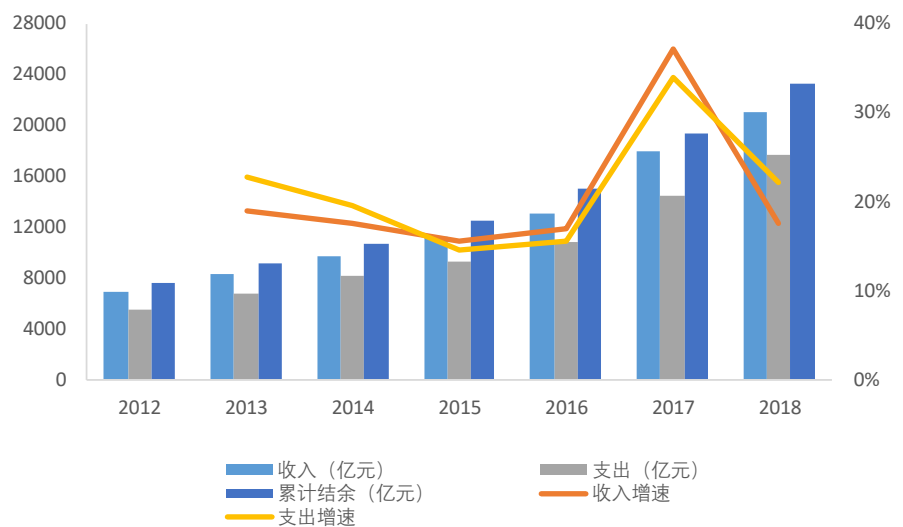
截止 2018 年，我国医保基金总收入 21090.11 亿元，总支出 17607.66 亿元，同比分别增长 17.6%和 22.1%，医保基金累计结存达 23234 亿元，增幅高达 19.8%，但存在支出增速大于收入增速的问题，医保基金承压问题凸显。截止 2018 年末，我国基本医疗保险参保人数为 13.44 亿人，国内人口老龄化问题日趋严重，医保基金承压问题亟待解决。

图 14：近年我国基本医保参保人数



资料来源：人社部，渤海证券研究所

图 15：近年我国基本医保收支状况



资料来源：人社部，渤海证券研究所

2.4 政策端：4+7 带量采购掀起药价下行浪潮

多方发力，以保障 4+7 集采顺利施行。2018 年 12 月 6 日，4+7 带量采购谈判在上海举行，次日拟中选结果公示，试点中选品种价格相比同品种 2017 年最低采购价平均降幅为 52%，最高降幅达 96%，此次集采的超预期降价引起行业巨震，随后国家及地方陆续出台多项政策，以确保集采结果顺利施行，如 2019 年 1 月 17 日，国务院在《国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》中提及公立医疗机构应优先使用中标品种，确保 1 年内完成合同用量，确保药品质量并保证回款，医保基金按不低于采购金额的 30% 提前预付给医疗机构，同时要确保做好政策衔接，三医联动。

表 1：多项配套政策发布以保证 4+7 集采的顺畅施行

时间	部门	政策	主要内容
2018.12.27	药监局	《关于加强药品集中采购和使用试点期间药品监管工作的通知》	切实保证药品集中采购和使用试点期间中标药品的质量，加强药品生产监管和流通使用监管，加强药品抽检和不良反应监测。
2019.01	大连市	《贯彻落实国家组织药品集中采购和使用工作方案（征求意见稿）》	明确全市所有公立医疗机构为国家组织药品集中采购试点工作中选药品的采购主体，确保 1 年内完成合同用量，公立医疗机构要保证从药品入库 30 天内及时回款，同时要畅通医院采购渠道，确保中选药品优先使用，不得以费用总额、“药占比”、医院基本用药品种数量、药事委员会评审以及药品经营企业开户为由影响中选药品的供应与合理使用。
2019.01.17	国务院	《国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》	要求试点地区以量换价，公立医疗机构应优先使用中标品种，确保 1 年内完成合同用量，确保药品质量并保证回款，医保基金按不低于采购金额的 30% 提前预付给医疗机构，同时要确保做好政策衔接，三医联动。
2019.01.18	天津市 集采中心	《落实国家组织药品集中采购和使用工作方案》（征求意见稿）	落实医保基金预付，医保经办机构按照合同采购金额，分两次向定点医疗机构预付医保基金（首次预付比例 50%，在购销合同签订后完成，第二次预付比例 50%，在购销合同签订 6 个月内完成），作为定点医疗机构向企业支付药品采购款的周转金，专款专用。
2019.01.21	辽宁省 集采中心	《关于印发国家组织药品集中采购和使用试点带量购销合同（范本）的通知》	在合同中，甲方代指医疗机构，乙方代指药品生产、配送企业，中选品种有效期至少 9 个月，药品 24 小时配送到位，甲方自收到药品之日起最长不超过 30 天进行结算，若医院不完成采购量，会受到处罚。
2019.03.11	重庆医 保局	《关于执行国家组织药品集中采购和使用	对医疗机构做出要求，医院之前采购的存量药品价格与中选药品价格不一致的，在 2019 年 3 月 20 日前可按原采购价格向患者销售，从 2019 年 3 月 20

试点中选药品价格有 日 0 时起，一律按中选药品价格向患者销售
关事宜的通知》

资料来源：各政府官网，渤海证券研究所

对于未中选品种，目前国家及地方层面也在全面协调药品支付价格，3月5日，国家医保局发布《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》，意见对未中选品种医保支付价格做了界定，未中选药品 2018 年底价格为中选价格 2 倍以上的 2019 年按原价格下调不低于 30% 为支付标准，2 倍以内（含 2 倍）的原则上以中选价格为支付标准，低于中选价格的以实际价格为支付标准，同一通用名下未通过一致性评价的仿制药则不设置过渡期，2019 年支付标准不高于中选药品价格，此前（2 月 19 日）上海在《关于本市做好国家组织药品集中采购和使用试点有关工作的通知》中提高未中选药品自负比例，随后在 3 月 5 日发布《关于国家组织药品集中采购本市部分高价协议药品价格调整的通知》，通知中调整了部分药品纳入上海市医保支付药品的协议采购价，自 2019 年 3 月 20 日起执行，广州、天津、深圳等多省市也在跟进中。

表 2：3 月 5 日上海市部分高价协议药品价格调整

类别	药品通用	规格包装	生产企业	调整后协议采购价 (元)
中选品种纳入本市医保支付药品的协议采购价	甲磺酸伊马替尼片	100mg*60 片/盒,铝塑包装	豪森药业	623.82
	吉非替尼片	250mg*10 片/1 板/盒,铝箔	阿斯利康	547
未中选品种纳入本市医保支付药品的协议采购价	甲磺酸伊马替尼片	100mg*60 片/盒, PVC-铝泡罩包装	Novartis Pharma	7182
	甲磺酸伊马替尼胶囊	100mg*12 粒/盒,铝箔和 PVC/PVDC 硬片包装	正大天晴	124.38
	甲磺酸伊马替尼胶囊	100mg*60 粒/盒,铝箔和 PVC/PVCD 硬片包装	正大天晴	586.39
	甲磺酸伊马替尼片	100mg*60 片/盒, PVC-铝泡罩包装	石药欧意	623.82
	吉非替尼片	0.25g*10 片/盒,铝塑	齐鲁制药	498

资料来源：上海阳光医药采购网，渤海证券研究所

表 3：多省市协调药品支付价格

时间	部门	政策	主要内容
----	----	----	------

2019.02.19	上海	《关于本市做好国家组织药品集中采购和使用试点有关工作的通知》	对于未中选但在医保目录内的药品，将采取梯度降价模式采购，对“价高药”适当提高个人自负比例（老红军、离休人员和一至六级革命伤残军人除外），本市双保参保人员使用“价高药”的，药品自负比例提高 10%（基本药物和医保甲类支付的药品）或 20%（其他药品）。
2019.02.25	辽宁	《关于开展 4+7 城市药品集中采购品种未中选药品梯度降价工作的通知》	1) 已在上海完后梯度降价的药品，执行上海降价结果；2) 原研药、参比制剂、过评仿制药，按照 4+7 联采降价规则，以不高于已在上海完成梯度降价药品的价格由药品生产企业自主申报降价（包装、规格应符合差价比规则）。3) 其他仿制药的采购价须低于同品种中选价方可继续挂网采购。药品生产企业以低于同品种中选价自主申报降价（包装、规格应符合差价比规则）。
2019.03.05	国家医保局	《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》	1) 未中选药品 2018 年底价格为中选价格 2 倍以上的，2019 年按原价格下调不低于 30% 为支付标准；2) 非中选药品 2018 年底价格为中选价格 2 倍以内（含 2 倍）的，原则上以中选价格为支付标准；3) 低于中选价格的，以实际价格为支付标准；4) 同一通用名下未通过一致性评价的仿制药，不设置过渡期，2019 年支付标准不高于中选药品价格。
2019.03.08	天津	《关于开展 4+7 城市药品集中采购未中选品种价格调整工作的通知》	1) 已在上海完后梯度降价的药品，执行上海降价结果；2) 符合 4+7 城市药品集中采购申报要求的同通用名（含剂型）药品，不得高于已在上海完成梯度降价的同通用名药品价格（包装、规格应符合差价比规则）；3) 其他同通用名（含剂型）仿制药，不得高于 4+7 城市药品集中采购中心的同通用名药品价格（剂型、规格、包装应符合差价比规则）。
2019.03.11	北京	《关于国家组织药品集中采购和使用试点未中选药品价格有关事宜的通知》	1) 与中选药品属于同一品种名称下未中选的仿制药、参比制剂、通过质量和疗效一致性评价的仿制药，以上海谈判非中选药品价格为标准，经差比价折算后的价格，与现行全国最低价比较，取低为我市谈判参考价；2) 与中选药品属于同一品种名称下未中选的仿制药、非参比制剂、未通过质量和疗效一致性评价的仿制药，以中选药品价格为标准，经差比价折算后的价格，与现行全国最低价比较，取低为我市谈判参考价。
2019.03.11	广州市医保局	《关于明确国家组织集中采购药品医保支付标准的通知（征求意见稿）》	1) 国家采购中选药品以中选价格作为本市社会医疗保险统筹基金支付标准。2) 国家采购非中选药品 2018 年底价格为中选价格 2 倍以上的，以 2018 年底价格的 70% 作为医保支付标准；国家采购非中选药品 2018 年底价格在中选价格和中选价格 2 倍以内（含 2 倍）的，以中选价格作为医保支付标准。
2019.03.13	深圳	《4+7 城市药品集团采购深圳市补充文件》	1) 符合 4+7 集采文件申报资格而未中选的药品，凡是在 2016 年深圳市公立医院药品集团采购目录已成交的（同通用名、同剂型、同规格、同生产企业），最高价药品，经上海市梯度降价后的价格作为该品种的价格上限，对于其他未中选药品，深圳市药品集团采购平台供医疗机构的价格降幅不得低于其在集团采购平台 2018 年供医疗机构价格与中选药品价格之间价差的 25%。若未中选药品降价后的供医疗机构价格仍高于全国其他省、市其正在执行的终端零售价的，则须按该药品最低终端零售价进行价格调整；2) 符合 4+7 集采文件申报要求而未中选的药品，凡是在 2016

年深圳市公立医院药品集团采购目录未成交的，原则上不将其纳入深圳市药品集团采购平台。若出现未中选药品供医疗机构价格低于中选药品价格等情况，经主管部门组织专家评审同意后，方可纳入深圳市药品集团采购平台。

资料来源：各政府官网，渤海证券研究所

此外，未中选企业为守住甚至增进原有市场份额，主动申报 4+7 集采品种价格下调，齐鲁制药、正大天晴、恒瑞医药已经在多省市开展了相关药品降价，4+7 集采大满贯企业华海药业近日也开始在非试点区域浙江省主动申请下调两个药品（厄贝沙坦片、利培酮片）的价格。

(1) 齐鲁制药

吉非替尼片

对比标的：4+7 中选企业阿斯利康（中选价：547 元；规格：0.25g*10 片/盒）

2018 年 12 月 26 日，陕西省公共资源交易中心公告称 4+7 吉非替尼片（规格：0.25g*10 片）未中标企业齐鲁制药主动申请挂网限价由 1585 元/盒调整为 498 元/盒，调整后的挂网限价即日执行。计算下来，降幅接近 68.5%，此后，齐鲁吉非替尼片(0.25g*10 片/盒)已经在山东、陕西、黑龙江、浙江、吉林、辽宁、北京、甘肃、山西等 9 省市申请将价格下调到 498 元/盒，同时，齐鲁的吉非替尼片(0.25g*10 片/盒)498 元的价格也被纳入上海市医保支付药品的协议采购价。

奥氮平片

对比标的：4+7 中选企业豪森药业（中选价：67.51 元；规格：10mg*7 片）

齐鲁制药在辽宁省下调未中选药品奥氮平片（规格：5mgx14 片；10mgx14 片）价格至 77.43 元/盒和 131.63 元/盒，价格直接挂网。

(2) 正大天晴：甲磺酸伊马替尼片

对比标的：4+7 中选企业豪森药业（中选价：623.82 元；规格：100mg*60 片）

正大天晴的甲磺酸伊马替尼胶囊在 2017 年占中国公立医疗机构终端销售（22+ 亿元）市场份额的 9.9%（一致性评价正在申报中），2019 年 1 月 24 日，公司发布公告下调北京地区甲磺酸伊马替尼胶囊（100mg*12 片；100mg*60 片）价

格，1月31日发布公告下调辽宁地区甲磺酸伊马替尼胶囊（100mg*60片）价格至586.39元，3月6日发布公告下调甘肃地区甲磺酸伊马替尼胶囊（100mg*12片；100mg*60片）价格分别至124.38元和586.39元。

（3）恒瑞医药：盐酸右美托咪定注射液

对比标的：4+7 中选企业扬子江药业（中选价：532元；规格：0.2mg/2mL*4支）

2017年恒瑞医药盐酸右美托咪定在中国公立医疗机构终端销售（24+亿元）占据85.08%的市场份额，2018年12月26日，安徽省医药集中采购平台公告称4+7药品盐酸右美托咪定注射液（2ml:0.2mg）未中标企业恒瑞医药主动申报统一下调省级集采价格至123元/支，目前还在甘肃、浙江、四川等省份下调右美托咪定价格。

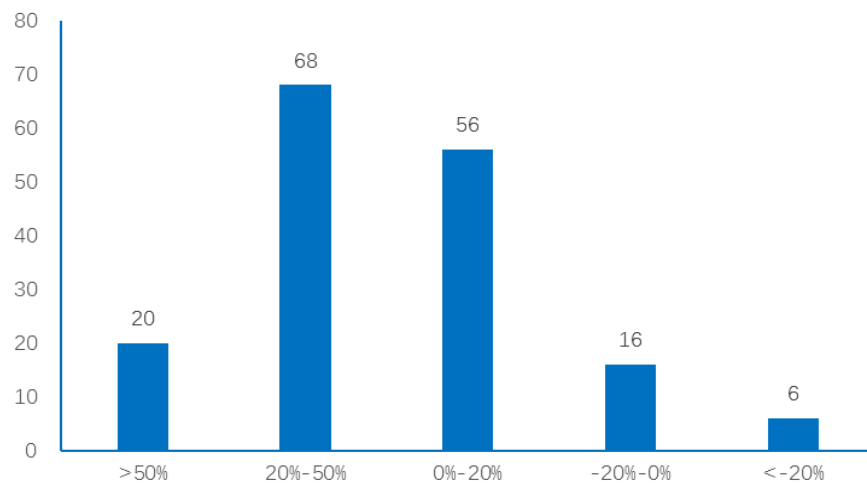
集采的大范围推广是我国医药行业的大趋势，缓解了以往药品集采量价脱离、严重挫败企业入围积极性的弊病，加速行业良币驱逐劣币，仿制药领域大洗牌在即。

3.A 股医药生物上市公司 2018 年业绩或业绩预告总结

3.1 已出 2018 业绩的上市公司整体营收增速较快

目前，申万医药生物板块共计 291 家上市公司，已有 15 家上市公司公布了 2018 年年报，157 家公布 2018 年业绩快报；另有 45 家上市公司对 2018 年业绩做了相应的业绩预告。已出 2018 年年报或业绩快报的 172 家上市公司 2018 年整体营收为 4885.02 亿元，较上年同比增长 26.90%，2017 年该 172 家上市公司整体营收增速为 25.50%，2018 年增速有所提高。利润端来看，此 172 家上市公司 2018 年整体归母净利润为 455.89 亿元，较上年同比减少 2.99%，2017 年该 172 家上市公司整体营收增速为 14.92%，2018 年增速大幅降低并为负值，主要由于 ST 冠幅、千山药机、上海莱士、恒康医疗、信邦制药 5 家公司大额计提商誉减值等原因造成大幅亏损，若剔除这 5 家公司，另外 167 家上市公司 2018 年整体归母净利润为 545.02 亿元，较上年同比增长 19.33%，2017 年该 167 家上市公司整体归母净利润增速为 19.17%，2018 年增速略有上升。

图 26：已公布业绩上市公司营收增速分布情况

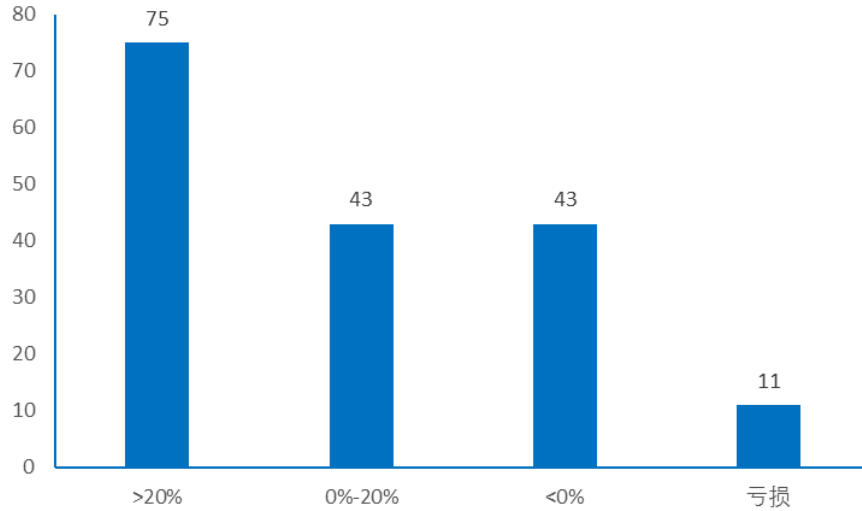


资料来源：Wind，渤海证券研究所

从营收增速分布来看，大部分上市公司表现良好，营收较上年增长的企业有 144 家，占比为 83.72%。从归母净利润来看，有 11 家上市公司业绩亏损，占比约 6.40%；归母净利润增速大于 0 或扭亏为盈的上市公司有 118 家，占比约 68.60%；54 家上市公司归母净利润较上年有所减少；归母净利润增速大于 20%或大幅扭

亏的企业有 75 家，占比 43.60%，总体来看医药板块业绩良好的公司占比还是较高。

图 37：已公布业绩上市公司归母净利润增速分布情况

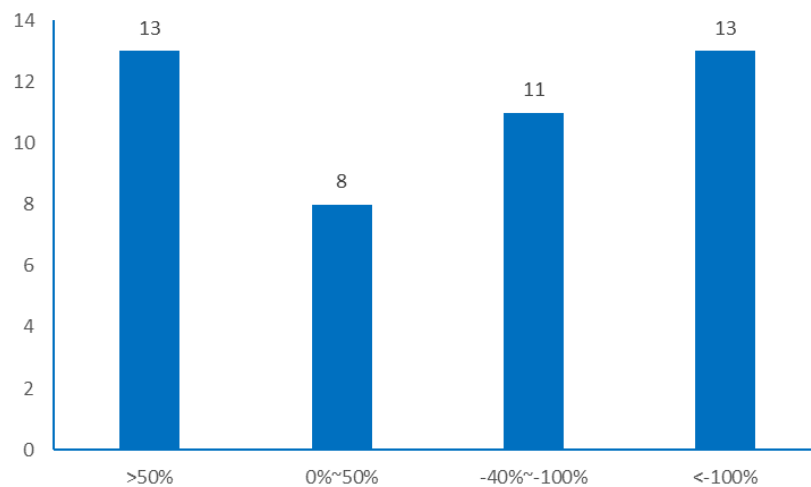


资料来源：Wind，渤海证券研究所

3.2 上市公司盈利预告分析

申万医药生物板块 291 家上市公司有 205 家公司对 2018 年做过盈利预告，剔除已发 2018 年年报或业绩快报之后还剩余 45 家；21 家上市公司预告盈利较 2017 年有所增长，24 家上市公司预告盈利较 2017 年大幅降低。

图 48：已公布盈利预告上市公司净利润增速分布情况（按下限统计）



资料来源：Wind，渤海证券研究所

从具体分布来看，13 家上市公司盈利情况较上年增长超过 50%，8 家上市公司盈利情况较上年增长 0%-50%，11 家上市公司盈利较上年大幅下降 40%-100%，另有 13 家公司由赢到亏。从这 45 家上市公司业绩预告来看，2018 年整体业绩较差，但由于此样本相对医药生物 291 家上市公司来说较小，从已公布业绩或业绩预告的全体公司来看，整个医药板块 2018 年整体业绩表现良好（剔除个别由于计提大量减值等原因而造成业绩大幅亏损的公司）。

4. 投资策略

4.1 恒瑞医药：研发管线丰富的国内创新药龙头

多产品支撑，专业化营销网络推动公司业绩稳增。公司是国内知名的抗肿瘤药、手术用药和造影剂供应商，2018 年实现营收 174.18 亿元，同比增长 25.89%，肿瘤药业务保持领先地位（73.95 亿元，占比营收 42.45%），手术麻醉和造影剂同步发展，新成立肿瘤、影像、综合三个销售事业部和战略发展部进行分线销售，专业化的营销网络持续推动公司业绩稳健增长，其中盐酸右美托咪定注射液、甲磺酸阿帕替尼片、碘克沙醇注射液产销量增长较快，分别为 32.18%、68.37%、57.36%。

研发强度较高，后续管线丰富。公司持续加大项目研发和创新发展，2018 年累计投入研发资金 26.70 亿元（+51.81%，全部费用化），研发强度高达 15.33%，后续研发管线丰富。公司创新模式正向源头创新迈进，创新布局从小分子药物向大分子药物转变，率先在国内申请国际领先的抗体毒素偶联物 ADC 药物（生物导弹）。截至目前公司 4 个创新药艾瑞昔布、阿帕替尼、硫培非格司亭和吡咯替尼上市，SHR0302 片、INS068 注射液、SHR0410 注射液 3 个产品也获准在海外开展临床试验，2018 年取得创新药制剂生产批件 2 个，创新药临床批件 16 个，为公司业绩提供有力驱动。

4.2 复星医药：控股子公司复宏汉霖为国内单抗领军企业

布局医药全产业链，业绩增长稳健。复星医药主要从事药品制造与研发、医疗服务、医疗器械与医学诊断、医药分销与零售，其中以药品制造与研发为核心，并以医疗服务为发展重点。公司业务领域覆盖医药健康全产业链，相对于其它以单一业务或者单个产品为业务基础的公司而言，公司业务布局能够最大程度地分享中国医药健康行业的持续增长机会，并能通过业务板块间的资源共享产生协同效应，同时能规避单一细分行业的波动带来的业务风险。2007-2017 年，公司实现扣非净利润约 22%的年复合增长率，业绩持续稳健增长。

控股子公司复宏汉霖为国内单抗领军企业，拥有多个重磅储备品种。公司控股子公司上海复宏汉霖生物技术股份有限公司（公司持股比例约 62.44%）为国内领

先的单抗药物先行者，现已建立了完善的抗体药物研发、开发与生产体系。目前，复宏汉霖共有 9 个单抗品种（包括 4 个创新单抗）、13 个适应症于中国大陆获临床试验批准，2 个单抗产品、1 个联合疗法于中国大陆获临床试验申请受理，其中：5 个产品已经进入临床 III 期；3 个创新单抗于美国、台湾地区获临床试验批准；1 个创新单抗于澳大利亚获临床试验批准；注射用重组抗 HER2 人源化单克隆抗体于中国大陆及欧洲同步推进临床试验；利妥昔单抗注射液于 2019 年 2 月获批上市，是国内获批上市的首个生物类似药，主要用于非霍奇金淋巴瘤的治疗。强大的生物创新药研发管线为公司长远发展提供了强劲动力。

4.3 长春高新：国内领先的基因工程制药企业

深耕生长激素市场二十年，为该领域绝对龙头。公司控股子公司（持股比例 70%）金赛药业是公司利润的主要来源，自 1998 年推出国产第一支生长激素粉剂以来，金赛药业逐步确立了自身在生长激素领域的领先地位（2005 年上市亚洲第一支生长激素水剂，2014 年上市全球第一支聚乙二醇长效生长激素）。目前，金赛药业是国际唯一的长效、水剂、粉剂三大系列重组人生长激素生产基地，拥有亚洲最大的重组人生长激素生产线，并已帮助全球 20 万矮小儿童实现了长高梦想。保守估计国内生长激素行业市场空间超过 200 亿元，而 2017 年国内生长激素终端销售额还不到 30 亿元，拓展潜力巨大。我们预计国内生长激素行业近年增速将达到 30% 以上，公司作为该领域的绝对龙头，必将领跑行业快速发展。

重视研发，多点开花助力公司良性发展。公司多年来十分重视产品研发，每年的研发支出占当年营业收入的比例居 A 股医药制造业上市公司前列。在公司大力的研发投入下，除生长激素系列产品外，公司还于 2015 年在国内首先上市了促排卵重组人促卵泡激素金赛恒，解决了促卵泡素长期依赖进口的局面；在 2016 年上市了全球第一支生长激素隐针电子注射笔，更好地保证了生长激素产品的治疗效果。产品储备方面，艾塞那肽已完成研发阶段结题报告，目前正根 CDE 的发补要求积极开展相关研究和试验；鼻喷流感疫苗项目完成 III 期临床试验，已申报生产；带状疱疹活疫苗正在进行 III 期临床试验，上市可期。此外，公司还在微球、单抗等领域有所布局，不断丰富和优化的产品线为公司中长期发展奠定了坚实基础。

4.4 科伦药业：大输液龙头，创新药研发管线丰富

公司为大输液绝对龙头，公司营养型输液种类和包材形式近年来持续优化，我们看好公司在营养型输液领域中的进口替代，继续抢占市场份额，成为营养型输液新龙头。抗生素全产业链业务核心项目川宁生物 2018 年 1 月通过环保验收，2018 年 4 月全面满产，公司正式解决了抗生素中间体这个世界性的环保难题。2018 年上半年川宁实现收入 16.45 亿元，净利润 3.50 亿元。我们认为拥有“环保”、“成本”两大优势的川宁，将会充分受益于供给侧改革所带来的产能出清，此块业务将会为公司发展其他业务提供长期持续的现金流保障。

在创新业务领域，公司约有 340 项国内仿制药立项；BE 项目当前共 84 项，已完成 BE 且等效 21 项，其余计划三年内完成；提前布局注射剂一致性评价。创新小分子方面，在研 40 项，覆盖肿瘤肝病麻醉镇痛等领域，完成 4 项 IND；靶点研究中，21% 的项目为未完成 II 期临床的靶点(fast follow-on)；2018 年开始介入临床前的靶点(fist in class)，占比 18%。生物大分子方面，在研 30 项，IND 申报 5 项，获批 5 项；A140 进入临床 III 期，PD-L1 启动临床 II 期，HER2-ADC 启动中美 I 期临床。新型给药系统药物方面，约 20 项新型给药系统药物立项，其中紫杉醇（白蛋白结合型）BE 已经完成，伊立替康脂质体、阿立哌唑长效注射液等处于临床阶段；公司共计 9 个品种，12 个品规通过一致性评价，品规数量排名全国第四。

4.5 国药一致：“批零一体”的区域连锁龙头

作为国内“批零一体”领军企业，公司分销业务通过不断整合已经深度渗透终端市场，2013 年完成两广网络建设，业务延伸到县级区域，2014 年加快三级公司整合，2015 年实现全网运营，2016 年进一步得到拓展，其中：一级以上医院 1660 家，基层医疗客户 3348 家，零售终端客户 1447 家，分销业务现已实现两广区域规模第一，两广区域细分市场领先，器械、电子商务等业务在行业内相对领先。

在医药零售领域，公司属下国大药房全国销售规模排名第一，零售连锁网络遍布 19 个省、自治区及直辖市，遍及近 70 个大中城市，截至 2018 年半年度，国大药房拥有门店 4004 家，共覆盖全国 19 个省、自治区、直辖市，进入近 70 个大中城市，形成覆盖华东、华北、华南沿海城市群的药店网络，并逐步扩散进入西北、中原和内陆城市群，规模超过 100 亿，保持销售规模行业第一，其经营商品品规近 12 万种，商品体系覆盖面广、专业化高、品种丰富，且旗下子公司医保资源获取能力普遍较高，医保销售占比较高，经营稳定。

4.6 一心堂：西南地区零售药店龙头

公司不断拓展全国区域布局，增速可观。公司是国内零售药店领军企业，现初步形成了以西南为核心经营地区、华南为战略纵深经营地区、华北为补充经营地区格局，截止 2018 年末，公司拥有门店 5758 家，较上年年末新增门店 692 家，全年实现营收 91.76 亿元，同比增长 18.39%，其中以零售业务收入为主（94.81%），从区域经营情况来看，云南区域营收增长为 19.41%，省外各区域通过近两年的大力拓展也获得较快发展，四川、广西、贵州营收同比增长 27.71%、20.29%、20.47%，均高于公司合并口径 18.39% 的同比营收增速。

政策利好，门店收入将迎来新的增长点。目前公司 DTP 销售品种 103 个，占比总营收 0.82%，过机毛利 8.63%，由于其销售额增长将直接导致利润增加，且该部分商品的顾客粘性更强，对提升客单价、交易次数均有贡献。此外，公司目前开通特慢病医保支付的门店 341 家，该部分门店平均单店收入比公司店均收入高 51.93%，比公司医保门店店均收入高 25.60%，预期随着处方外流、DTP 品种引进、带量采购品种药店渠道拓展、特慢病账户支付的开放，公司门店未来的收入增长迎来新的增长点。

4.7 凯莱英：CDMO 赛道的一体化领军企业

公司是国内领先的 CDMO 企业，致力于全球制药工艺的技术创新和商业化应用，始终视技术为核心竞争力，2018 年前三季度继续保持 8% 以上的高研发强度，研发团队逾千人，公司自主研发的绿色连续性反应技术和生物转化技术处于国际领先地位，连续性反应技术实现实验室反应类型模块化和自动化以及中试及商业化应用，并成功开发了模块化全连续反应系统，成功将连续膜分离技术应用于临床项目研发及生产，为有机合成提供了新途径和新方法，在绿色制药技术的制高点，打造低能耗、低排放、高效率的绿色经营模式。

2017 年以来，公司的一体化医药服务生态圈日益完善，在政策红利下，逐步打造化合物工艺开发优化、制剂研究、临床研究、注册申报、上市后原料药和 MAH 委托生产的“药物一体化服务生态圈”的构建。6 月 5 日，公司分别与昭衍新药、Covance Inc. 签署战略合作框架协议，互为战略合作伙伴，共同为双方客户提供新药开发一站式服务，在客户共享基础上探索多种合作模式，全力配合支持合作事项，并与 Covance 实行“打包报价”，实现潜在客户拓展，助推公司一体化模式构建。

4.8 乐普医疗：可降解支架引领潮流

重磅创新产品获批，短期独享市场红利。2019年2月27日，公司自主研发的重磅产品生物可吸收冠状动脉雷帕霉素洗脱支架系统（NeoVas）获批，NeoVas是国内首款获准上市的生物可吸收支架，标志我国在该领域的研发制造能力已达到国际领先水平，将引领PCI技术进入“可降解时代”，公司将以此为契机进一步调整优化NeoVas、Nano、GuReater和Partner产品销售结构及营销策略，继续扩大国内市场份额，并开展国际全降解支架的临床研究。

实现糖尿病领域里程碑式布局。2018年上半年，公司投资糖尿病领域重磅药物，二、三代胰岛素原料药及制剂品种，实现公司在糖尿病领域的里程碑布局，公司参股公司辽宁博鳌生物重磅产品甘精胰岛素注射液III期临床试验已完成全部临床入组，临床随访进展顺利，截至2018年上半年已完成临床入窗随访40%，门冬胰岛素及注射液、重组人胰岛素及精蛋白锌重组人胰岛素混合注射液30R的临床申请已获得CFDA受理，考虑到我国糖尿病发病率极高，但基层患者初期糖尿病检疗意识不强、依从性较低，预期市场增长潜力巨大。

4.9 安图生物：推出国内首条大型流水线

公司是国内免疫诊断龙头企业，设立初期以酶联免疫为主，2007年国内首批推出微孔板化学发光仪，2013年取得技术突破，推出全自动磁微粒化学发光仪，2017年公司磁微粒化学发光收入在6亿元左右，占公司总收入比例超过40%。公司自主研发生产了Autolumo A2000/A2000 plus全自动化学发光测定仪检测速度达到200T/h，仅落后于贝克曼和新产业，2017年9月公司推出国内首条大型流水线Autolas A-1，成为全球第七家流水线推出企业，目前国内三级医院TLA渗透率仅约为10%，而日本同级医院渗透率早已超过70%，存在很大的增量空间，2018年5月公司微生物质谱仪Autof ms1000获得注册证，打破海外企业在质谱仪器市场的垄断地位。

此外，公司高度重视研发储备，2018年上半年研发投入9093.38万元，占比营收10.72%，研发人员占总数的28.73%，其中本科及以上学历人员达88.42%。目前公司已获得440项产品注册（备案）证书，96项产品的欧盟CE认证。公司配备有优秀的营销团队，基本形成了覆盖全国的营销网络，目前公司产品进入二级医院及以上终端用户4500多家，其中三级医院1381家，占全国三级医院总量的61.87%，公司产品则有望依托公司领先的技术优势与广阔的营销渠道实现对进口产品的逐步替代。

4.10 基蛋生物：进口替代空间庞大的POCT领域优质企

业

产品类别丰富，市场拓展不断跟进。公司是国内 POCT 领域龙头企业之一，专注于 POCT 产品的产研销，2017 年实现营收 4.89 亿元，自 2015 年来以 32.94% 的高复合增速水平快速增长，目前公司已经推入市场的产品有 CM-800 全自动生化分析仪及其系列配套试剂，Getein1200 荧光免疫定量分析仪计划于 2018 年年底推向市场，计划 2019 年将 POCT 系列的促甲状腺激素检测试剂盒（胶体金法/干式免疫荧光法）及中性粒细胞明胶酶相关脂质运载蛋白/N-端脑利钠肽前体二合一检测试剂盒（干式免疫荧光法）、发光心肌系列试剂，Getein3600 生化免疫定量分析仪及其系列配套试剂、Getein200 便携式生化免疫分析仪及其系列配套试剂推入市场，公司掌握了基因工程技术、单/多克隆抗体制备技术、小分子全合成技术等重要上游合成技术，进口原料依赖性降低，生产成本大幅度下降，同时公司不断强化市场服务网络，2018 年上半年分别在黑龙江、新疆设立了控股子公司，进一步提升各区域终端服务水平，盈利水平有望持续提升。

行业正处发展风口，进口替代加速推进。相比于国外 POCT 在 IVD 市场占据 20% 的份额，我国仅为 10%-15%，且以进口产品为主，叠加分级诊疗推进，即时快捷、极具性价比的国产 POCT 产品将迎来突破性发展，预计可释放约 40 亿元的市场空间，以公司为首的国产优质 POCT 企业将迎来重磅利好。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门经理)
+86 22 2845 1975
张源
+86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

电力设备与新能源行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857
刘秀峰
+86 10 6810 4658
滕飞
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

赵波
+86 22 2845 1632
甘英健
+86 22 2383 9063
陈晨
+86 22 2383 9062

通信行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602

公用事业行业研究

刘蕾
+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
杨旭
+86 22 2845 1879

非银金融行业研究

洪程程
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

机械行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

电子行业研究

王磊
+86 22 2845 1802

固定收益研究

冯振
+86 22 2845 1605
夏捷
+86 22 2386 1355
朱林宁
+86 22 2387 3123
李元玮
+86 22 2387 3121

金融工程研究

宋旻
+86 22 2845 1131
李莘泰
+86 22 2387 3122
张世良
+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
孟凡迪
+86 22 2383 9071

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理

齐艳莉
+86 22 2845 1625

机构销售&投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
刘璐

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

白琪玮
+86 22 2845 1659

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码：300381

电话：(022) 28451888

传真：(022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码：100086

电话：(010) 68104192

传真：(010) 68104192

渤海证券研究所网址：www.ewww.com.cn