

## 医药生物行业

### 布局创新产业链，关注一季度绩优标的

行业评级 **买入**

前次评级 买入

报告日期 2019-04-07

#### 核心观点:

● **3月生物医药行业(申万)上涨11.3%，整体表现较佳**

2019年3月份wind全A指数上涨7.98%、沪深300指数上涨5.53%，生物医药行业(申万)上涨11.03%，在所有申万一级子行业中涨幅排名第9位，市场表现较好，涨幅超过沪深300指数和wind全A指数。3月31日，申万医药生物板块PE TTM(整体法，剔除负值)为33.0倍，在28个申万一级子行业中处于中上水平；从2012年以来7年的历史数据来看，行业估值溢价率平均为130.3%，而目前生物医药行业(申万)的估值溢价率为85.5%，处于7年来的最低估值附近；我们认为2018年6月以来板块的大幅下跌基本反映了带量采购等负向政策的潜在影响，但是个股分化明显。

● **关注行业“民生”建设政策主线**

3月28日，CDE发布第二批临床急需境外新药，共30个品种入选；本次纳入的30个品种包括15个罕见病用药、9个疗效显著品种、3个涉及重大公共卫生的治疗用药、2个儿童用药和1国内尚无治疗药物的疾病治疗用药。2018年11月，CDE发布第一批临床急需境外新药名单，共40个品种纳入，主要为罕见病用药。NMPA/CDE从国内患者药物可及性出发，加快境外上市新药(罕见病、疗效显著优势)国内上市，填补国内部分领域治疗空白，纳入药品品种与国内药企研发布局重叠度底，对国内创新药影响较小，建议持续关注国内研发体系完善、研发决策和执行高效的企业。

● **国产创新药迎来收获期，关注进口新药国内外上市时间差**

3月，CDE共承办IND新药17个，其中生物制品4个(含1个疫苗)，化药13个。3月CDE承办的IND涉及国内上市企业有华东医药、中国生物制药、天士力、智飞生物等；诺华治疗年龄相关湿性黄斑变性和糖尿病视网膜病变的Brolucizumab注射液也在其中，该产品目前正在美国进行III期临床研究。3月CDE共承办2个新药的上市申请，分别为Shire的lanadelumab注射液和礼来的Ixekizumab注射液。2019年1季度，NMPA共批准7个新药上市，均为进口，其中包括长效GLP-1受体激动剂度拉糖肽、基因治疗药物诺西那生钠。

● **原料药：肝素出口价格持续回暖，关注化工行业整顿**

2019年2月肝素出口均价为6470.9美元/kg，同比上涨32.94%，环比上涨16.93%；近期，江苏省内化工园区出现安全生产事故，涉及维生素品种包括生物素、维生素B1、维生素B6等，建议关注相关标的。

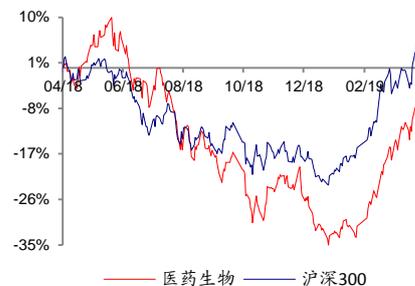
● **投资策略：布局创新药产业链，关注一季报绩优标的**

医药产业目前进入深层次转型期，创新药、拥有技术难度的高壁垒产品将成为大势所趋，创新药布局丰厚短期迎来收获企业、创新产业链相关企业最有望受益。此外，重点关注政策免疫相关子行业：创新疫苗处于快速放量期，是好行业的最好成长阶段。专科医疗服务业绩快速成长，估值虽然略高，静待时间的玫瑰。4月投资组合：恒瑞医药，科伦药业，长春高新，康泰生物，康弘药业，华兰生物，通策医疗，药明康德(A、H)，爱尔眼科。

● **风险提示**

控费政策推进速度高于预期；药品审评进度低于预期；中美贸易战影响大于预期

#### 相对市场表现



- 分析师:** 罗佳荣  
SAC 执证号: S0260516090004  
021-60750612  
luojiarong@gf.com.cn
- 分析师:** 吴文华  
SAC 执证号: S0260516090001  
SFC CE No. BFX489  
021-60750628  
wuwenhua@gf.com.cn
- 分析师:** 孙辰阳  
SAC 执证号: S0260518010001  
021-60750628  
sunchenyang@gf.com.cn

请注意，罗佳荣、孙辰阳并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

#### 相关研究:

- 智飞生物(300122.SZ):业绩符合预期，重磅产品助推公司业绩高增长 2019-04-04
- 广发医药“科创”系列报告:特宝生物:国内聚乙二醇蛋白质长效药物领域领军企业 2019-03-31
- 华兰生物(002007.SZ):重庆公司表现亮眼，疫苗业务助推业绩高增长 2019-03-29

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/4/4	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
恒瑞医药	600276.SH	买入	CNY	66.14	66.22	1.1*	1.19	60.13	55.58	58.03	42.65	20.2	21.4
长春高新	000661.SZ	买入	CNY	308.49	290.88	5.92*	8.08	52.11	38.18	20.99	14.58	19.3	20.8
爱尔眼科	300015.SZ	买入	CNY	33.60	44.33	0.42*	0.57	80.00	58.95	42.80	34.36	15.5	17.0
济川药业	600566.SH	买入	CNY	36.90	-	2.05	2.56	18.00	14.41	13.87	11.14	32.2	38.6
华东医药	000963.SZ	买入	CNY	33.60	-	1.51	1.86	22.25	18.06	14.86	12.25	26.1	30.2
片仔癀	600436.SH	买入	CNY	118.48	-	1.87	2.41	63.36	49.16	57.85	41.66	21.9	22.0
华兰生物	002007.SZ	买入	CNY	44.74	47.40	1.22*	1.58	36.67	28.32	27.59	19.96	19.8	22.1
东阿阿胶	000423.SZ	买入	CNY	49.23	-	3.53*	3.91	13.95	12.59	11.01	9.07	19.1	17.4
康弘药业	002773.SZ	买入	CNY	52.85	45.27	1.03	1.42	51.31	37.22	42.90	29.05	17.4	18.3
天士力	600535.SH	买入	CNY	23.86	-	1.08	1.33	22.09	17.94	14.03	12.17	15.8	16.4
云南白药	000538.SZ	买入	CNY	84.86	-	3.2*	3.62	26.52	23.44	22.98	20.22	15.6	15.0
仁和药业	000650.SZ	买入	CNY	7.12	-	0.45	0.58	15.82	12.28	7.42	5.53	15.5	16.8
博雅生物	300294.SZ	买入	CNY	30.81	37.50	1.01	1.34	30.50	22.99	22.12	16.95	15.2	16.7
泰格医药	300347.SZ	买入	CNY	64.18	-	0.85	1.17	75.51	54.85	51.30	37.06	14.6	16.6
羚锐制药	600285.SH	买入	CNY	9.97	-	0.44	0.55	22.66	18.13	15.48	13.74	12.2	15.3
中新药业	600329.SH	买入	CNY	16.76	-	0.67*	0.86	25.01	19.49	23.81	19.68	10.9	13.0
通策医疗	600763.SH	买入	CNY	68.31	79.65	1.02*	1.33	66.97	51.36	42.77	34.57	24.8	24.4
美年健康	002044.SZ	买入	CNY	18.68	-	0.28	0.4	66.71	46.70	31.96	22.71	11.2	13.6
药明康德	603259.SH	买入	CNY	93.12	114.40	1.81*	2.04	51.45	45.65	44.38	33.31	11.5	11.5
药明康德	2359.HK	买入	HKD	97.85	126.47	2.12*	2.39	46.18	40.98	44.38	33.31	11.5	11.5
康泰生物	300601.SZ	买入	CNY	56.65	51.84	0.71	0.96	79.79	59.01	70.27	49.85	29.7	28.6
智飞生物	300122.SZ	买入	CNY	45.69	57.40	0.91*	1.64	50.21	27.86	38.68	24.20	34.7	42.6

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心(\*已披露 2018 年年报)

## 目录索引

行情回顾：3月医药板块市场表现较佳，估值仍处于历史底部 .....	6
1.1 3月生物医药行业(申万) 上涨 11.3%，市场表现较佳 .....	6
1.2 医药股估值溢价率处于历史底部 .....	6
1.3 个股表现分化明显，小市值公司占比明显增加 .....	7
政策趋势：关注行业“民生”建设政策主线 .....	7
2.1 第二批临床急需境外新药名单发布 .....	7
2.2 带量采购跟踪：各地跟进落实 4+7 带量采购 .....	9
细分领域：进口新药时间差缩窄，关注政策免疫相关行业 .....	11
3.1 创新药：3月份 17 个国产新药 IND，关注进口新药国内外上市时间差 .....	11
3.2 生物药：伴随着度拉糖肽国内获批上市，国内外 GLP-1 产品代际差异进一步缩窄 .....	13
3.3 中药：OTC 不受政策影响，增速较高估值偏低 .....	14
3.4 医疗服务：一季度经营维持快速增长，消费升级趋势持续 .....	15
3.5 医药商业：药店分级对上市公司影响有限，短期医保监管压力仍持续 .....	17
3.6 医疗器械-ICL：政策推动行业发展，竞争格局有望改善 .....	18
行业重要数据跟踪：肝素出口价格持续回暖，关注化工行业整顿 .....	24
4.1 原料药价格：抗生素价格平稳，肝素出口价格持续回暖 .....	24
4.2 中药材价格：环比 2 月略有增长 .....	26
4.3 疫苗与血制品批签发数据动态跟踪 .....	27
2019 年 4 月股东大会信息 .....	28
风险提示 .....	30

## 图表索引

图 1: 2019 年 3 月医药板块与大盘走势比较 .....	6
图 2: 2019 年 3 月各板块涨跌幅情况 .....	6
图 3: 3 月底各板块动态市盈率比较(申万指数, TTM).....	6
图 4: 申万医药板块相对 A 股整体 PE 估值溢价率(TTM).....	6
图 5: 3 月医药板块(申万)涨跌幅前十个股 .....	7
图 6: 3 月医药板块(申万)上市公司市值分布情况 .....	7
图 7: 第二批临床急需境外新药纳入原因分析 .....	8
图 8: CDE 近一年承办的新药 IND(首次)数量 .....	12
图 9: 2012-2018 年公司收入快速增长 .....	16
图 10: 近两年通策医疗扣非利润加速增长.....	16
图 11: 2016-2018 年门诊数量稳步上升.....	16
图 12: 2016-2018 年公司牙椅数目不断增加 .....	16
图 13: 爱齐科技 2009-2018 的半年度案例数量持续加速增长.....	17
图 14: 国内执业药师注册人数及社会药店执业药师人数整体不足 .....	18
图 15: 我国 ICL 历年收入规模和增速.....	19
图 16: 我国 ICL 市场渗透率和日本、欧洲、美国对比 .....	19
图 17: 日本国民医疗费和在 GDP 中的比重 .....	20
图 18: 日本 ICL 主要 4 家企业的历年收入 .....	20
图 19: Tella+BML 的历年收入 .....	20
图 20: 各个月度总诊疗人次按照医院等级的分布情况 .....	21
图 21: 机构提供的检验项目数对比.....	22
图 22: ICL 历年成立数量 .....	23
图 23: 2017 年国内几家主要 ICL 企业的市场份额.....	23
图 24: 肝素原料药出口数量和均价.....	25
图 25: 2013 年至今中药材天地网综合 200 指数变化情况 .....	26
表 1: 第二批临床急需境外新药 .....	8
表 2: 带量采购各省跟进进度情况.....	10
表 3: 2019 年 3 月 CDE 承办的新药 IND(首次).....	12
表 4: 2019 年 3 月 CDE 承办的 NDA .....	13
表 5: 2019 年 1 季度 NMPA 批准上市新药.....	13
表 6: 2019 年 1 季度 FDA 批准上市的新药 .....	13
表 7: A 股主要中药 OTC 企业 .....	15
表 8: 分级诊疗以及相关利好 ICL 的政策文件 .....	21
表 9: 行业主要企业数据 .....	23
表 10: 维生素主要品种 3 月价格变化.....	24
表 11: 2019 年 3 月抗生素中间体品种涨跌情况.....	25

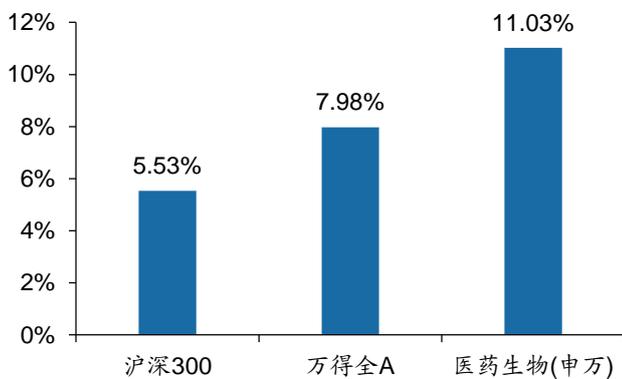
表 12: 2019 年 3 月, 5 味价格下跌, 5 味上涨 .....	26
表 13: 2019 年 3 月, 13 味主要中药材价格保持稳定 .....	26
表 14: 2019 年一季度重点疫苗批签发情况 (万支) .....	27
表 15: 2019 年 1-2 月血制品签发情况 (万瓶) .....	28
表 16: SW 医药板块 2019 年 4 月股东大会召开信息 .....	28

## 行情回顾：3月医药板块市场表现较佳，估值仍处于历史底部

### 1.1 3月生物医药行业(申万) 上涨 11.3%，市场表现较佳

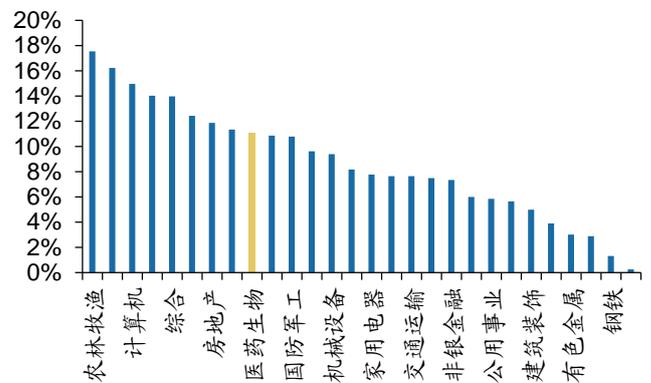
2019年3月份wind全A指数上涨7.98%、沪深300指数上涨5.53%，生物医药行业(申万) 上涨11.03%，在所有申万一级子行业中涨幅排名第9位，市场表现较好，涨幅超过沪深300指数和wind全A指数。各行业板块中，农林牧渔(申万)和计算机(申万)最高(截至19年3月31日)，均超过15%。

图1：2019年3月医药板块与大盘走势比较



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图2：2019年3月各板块涨跌幅情况

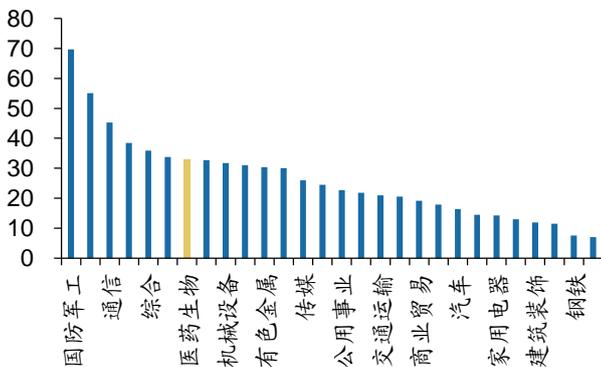


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

### 1.2 医药股估值溢价率处于历史底部

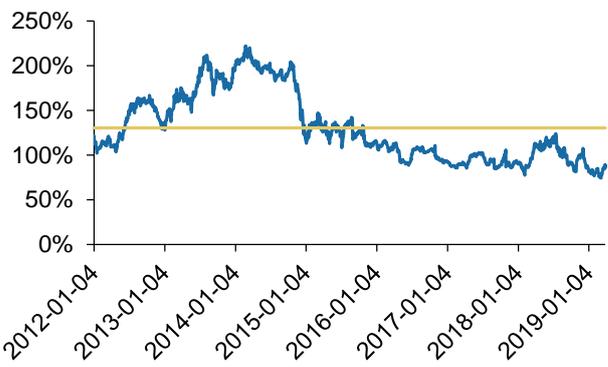
3月31日，申万医药生物板块PE TTM(整体法，剔除负值)为33.0倍，在28个申万一级子行业中处于中上水平。从2012年以来7年的历史数据来看，行业估值溢价率平均为130.3%，而目前生物医药行业(申万)的估值溢价率为85.5%，处于7年来的最低估值附近。我们认为2018年6月以来板块的大幅下跌基本反映了带量采购等负向政策的潜在影响(数据截止于19年3月31日)。

图3：3月底各板块动态市盈率比较(申万指数，TTM)



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图4：申万医药板块相对A股整体PE估值溢价率(TTM)

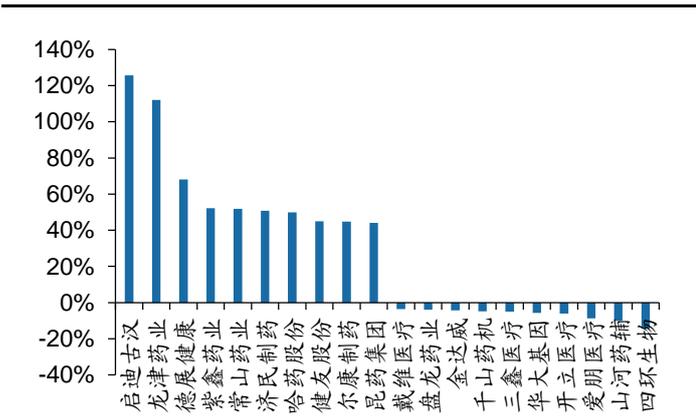


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

### 1.3 个股表现分化明显，小市值公司占比明显增加

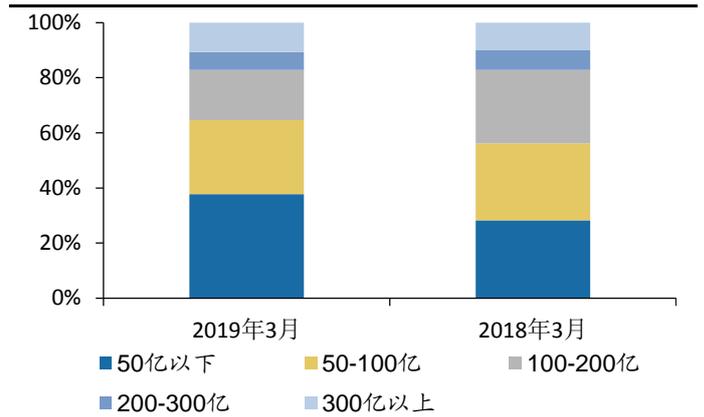
申万医药板块涨幅前十的个股包括启迪古汉、龙津药业、德展健康、紫鑫药业、常山药业等，下跌居前的有四环生物、山河药辅、爱朋医疗、开立医疗、华大基因等等。根据19年3月底医药上市公司市值分布来看，相对上年同期，300亿以上市值公司占比有所上升，100-200亿的市值的公司数量占比明显缩小，50亿以下市值的公司明显增加，比例从18年3月份的28.2%提高到19年3月份的37.8%(截止3月31日)。

图5: 3月医药板块(申万)涨跌幅前十个股



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图6: 3月医药板块(申万)上市公司市值分布情况



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

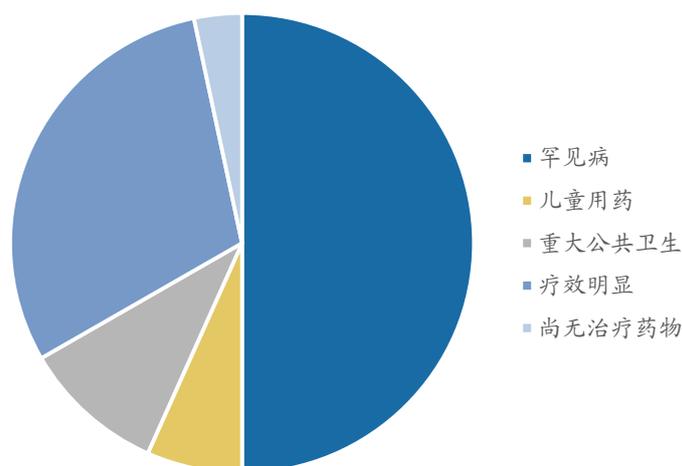
## 政策趋势: 关注行业“民生”建设政策主线

### 2.1 第二批临床急需境外新药名单发布

3月28日, CDE发布第二批临床急需境外新药, 共30个品种入选; 本次纳入的30个中品种包括15个罕见病用药、9个疗效显著品种、3个涉及重大公共卫生的治疗用药、2个儿童用药和1国内尚无治疗药物的疾病治疗用药。

2018年11月, CDE发布第一批临床急需境外新药名单, 共40个品种纳入, 主要为罕见病用药。NMPA/CDE从国内患者药物可及性出发, 加快境外上市新药(罕见病、疗效显著优势)国内上市, 填补国内部分领域治疗空白; 纳入药品品种与国内药企研发布局重叠度底, 对国内创新药影响较小, 建议持续关注国内研发体系完善、研发决策和执行高效的企业。

图7: 第二批临床急需境外新药纳入原因分析



数据来源: CDE, 广发证券发展研究中心

表1: 第二批临床急需境外新药

序号	药品名称(活性成分)	企业	首次批准日期	适应症
1	Biopten Granules 10%, 2.5%(sapropterin hydrochloride)	Daiichi Sankyo Co., Ltd.	2013/8/20	a 型高苯丙氨酸血症、BH4 反应性高苯丙氨酸血症
2	Levemir Insulin Detemir[rDNA origin] Injection	NOVO NORDISK INC	2007 年	Noonan 综合症、Prader-Willi 综合症
3	Crysvita (Burosumab)	Kyowa Kirin Limited	2018/2/19	X 连锁低磷佝偻病
4	Increlex (Mecasermin [rDNA origin]) Injection	Tercica, Inc.	2005/8/30	儿童严重原发性胰岛素样因子 1 缺乏; 生长激素受体基因缺陷; 体内出现生长激素中和和抗体导致的生长不足的患儿
5	Aldurazyme (laronidase)	BIOMARIN PHARMACEUTICAL INC.	2003/4/30	黏多糖贮积症 I 型
6	Elaprase (Indursulfase) Injection	Shire Human Genetic Therapies, Inc.	2006/7/24	黏多糖贮积症 II 型
7	Fabrazyme(Agalsidase Beta)	Genzyme Europe B.V.	2001/3/8	法布雷病
8	Replagal(Agalsidase alfa)	Shire Human Genetic Therapies AB	2001/3/8	法布雷病
9	Galafold(Migalastat hydrochloride)	Amicus Therapeutics UK Ltd	2016/5/25	法布雷病
10	Erleada (apalutamide)	Janssen Biotech, Inc.	2018/2/14	非转移性去势抵抗性前列腺癌(NM-CRPC)
11	Lysodren(mitotane)	Bristol-Myers Squibb Company	1970/7/8	肾上腺皮质癌
12	ALPROLIX [Coagulation Factor IX (Recombinant), Fc Fusion Protein]	Bioverativ Therapeutics Inc	2014/3/28	乙型血友病
13	Inavir (laninamivir octanoate hydrate)	Daiichi Sankyo Co., Ltd.	2010/9/10	治疗和预防 A 型和 B 型流感病毒感染
14	Xofluza(Baloxavir marboxil)	盐野义制药	2018/2/23	治疗甲型和乙型流感

15	Maviret(Glecaprevir/Pibrentasvir)	AbbVie Deutschland GmbH Co. KG	2017/7/26	丙肝
16	BIKTARVY(bictegravir, emtricitabine, and tenofovir alafenamide) Tablets	Gilead Sciences,Inc.	2018/2/7	艾滋病
17	Tracleer 32 mg dispersible tablets	Janssen-Cilag International N V	2009/6/3	肺动脉高压
18	Revatio (Sildenafil Citrate)	Pfizer Inc.	2009/11/18	肺动脉高压
19	Careload LA (Beraprost sodium)	東レ株式会社	2007/10/19	肺动脉高压
20	Praluent Alirocumab	Sanofi-Aventis U.S. Inc.	2015/7/24	高胆固醇血症
21	Ruconest (Recombinant human C1-inhibitor)	Pharming Group N.V.	2010/10/28	遗传性血管性水肿
22	STELARA (ustekinumab) Injection	Janssen Biotech, Inc.	2016/9/23	克罗恩病(CD)
23	Lokelma(sodium zirconium cyclosilicate)	AstraZeneca AB	2018/3/22	高钾血症的成年患者的治疗
24	Verkazia(ciclosporin)	Santen OY	2018/7/6	4岁以上儿童及青少年严重性春季角膜结膜炎(VKC)
25	Humira (adalimumab)	AbbVie Deutschland GmbH Co. KG	2016/6/24	非感染性中间葡萄膜炎、后葡萄膜炎和全葡萄膜炎
26	Lemtrada (Alemtuzumab)	Sanofi Belgium	2013/9/12	多发性硬化
27	Radicava (Edaravone)	Mitsubishi Tanabe Pharma Corporation	2015/6/1	肌萎缩侧索硬化
28	Vigadrone(vigabatrin)	AUCTA PHARMS	2018/6/21	1个月到2岁婴儿的婴儿痉挛症(IS); 与其他疗法一起用于治疗10岁及以上成年人和儿童的顽固性复合部分发作性癫痫(CPS)
29	DUPIXENT Injection	Regeneron Pharmaceuticals, Inc.	2017/3/28	中至重度特应性皮炎
30	Eucrisa (crisaborole) Ointment	Anacor Pharmaceuticals, Inc.	2016/12/14	2岁及以上轻度至中度特应性皮炎

数据来源：CDE，广发证券发展研究中心

## 2.2 带量采购跟踪：各地跟进落实4+7带量采购

**多省市跟进4+7带量采购。**截止2019年3月底，先后有上海、天津、辽宁（沈阳、大连）、福建、北京、西安、深圳、重庆、成都、广州11省市跟进落实国家带量采购政策。其中上海市最先落实带量采购政策，规定全市医疗机构优先采购和使用4+7城市集中采购中选药品，未中选药品也要大幅降价。随后，天津、辽宁（沈阳、大连）、福建、北京、西安、深圳、重庆、成都、广州10省市跟进落实。各省市根据当地具体情况，对采购量、配送时间、回款时间、医保支付均做出了明确的规定，以保证带量采购政策顺利实施。

表2: 带量采购各省跟进进度情况

	上海市	天津市	辽宁省	福建省	北京市	西安市	深圳市	重庆市	成都市	广州市
时间	2018年11月21日	2019年1月18日	2019年1月21日	2019年2月14日	2019年2月13日	2019年2月28日	2019年2月28日	2019年3月13日	2019年3月15日	2019年3月27日
中选产品量	所有医保定点医疗机构优先采购和使用4+7城市集中采购中选药品, 使用量原则上与上一年水平相当		无故完不成采购量, 视为违约	以年度药品总用量的60%估算中选药品的采购基础量		不完成采购任务的医疗机构将视情况扣减医保结算额度。				
未选中产品价格	中选品种采购量不得超过中选品种, 实施梯度降价, 并且提高其自付比例10%-20%	任务量完成后的剩余用量, 各公立医疗机构仍可采购市医药采购综合应用管理平台中其他价格适宜的品种, 原则上数量按比例关系折算后不得超过中选品种使用量。	提前完成采购量, 超出部分按中选价采购, 中选价格作为医保标准, 原则上对同一通用名原研药、参比制剂、通过一致性评价品种相同支付标准。		未中选品种降价要求参照上海市, 直接采用上海市谈判结果。		实行深圳GPO谈判的未中选药品, 2019年的降价金额需维持在2018年采购价与中选药品价格的价差30%以上。	医疗机构在优先使用中选药品数量的前提下, 可采购非中选药品, 采购的非中选药品数量按比例关系折算后不得超过中选品种。	鼓励非中选药品降价, 非中选药品与联采办(或上海市)形成的梯度降价结果保持价格联动, 所有非中选药品不高于上海最高价药品降价结果。	非中选药品为中选价格2倍以上以2018年底价格70%为支付标准; 非中选药品在中选价格和中选价格2倍内, 以中选价格作为支付标准。
医保支付价			中选价格作为医保支付标准	统一医保支付价(相差大要谈判, 2-3年完成, 与国务院方案一致)			集中采购价作为医保支付标准, 价格高于支付标准的药品, 超出支付标准部分自付20%。			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
配送	独家配送, 落实4+7城市药品集中采购要求遵循一个中选品种仅委托一家药品配送企业负责配送原则。		配送单位每次配送的时间和数量以医疗机构的采购订单为准, 须保证12小时内响应, 24小时内配送到位, 配送时应提供同批号的药检报告书。		生产企业还需向医疗机构进行产品介绍和保障正常配送供货等服务。	鼓励生产企业直接配送或市属短缺药品配送基地配送。	企业委托1-3家配送企业, 公立医院在生产企业指定配送企业中每个中选品种选择1家配送企业, 开具单独发票, 订单12小时响应, 24小时配送。		设立了试点品种成都采购专区, 供成都地区相应医疗机构采购。	
回款要求	采购周期执行半年或采购量达到协议约定采购量50%后, 工作机构向指定配送企业支付全部货款的45%; 在签订《药品集中采购中选品种购销三方协议》后5个工作日内, 工作机构向指定配送企业支付全部货款的50%。	8个工作日药企收到回款医疗机构、中选生产企业、中选经营企业按中选价格签订带量购销合同, 合同明确1年内完成医疗机构上报中选品种用量以及药款拨付要求和违约责任。	沈阳、大连在药品入库次月结算完毕, 原则上不超过30天, 鼓励探索医保基金直接结算。		回款有保证, 医保结余医院自用, 鼓励医疗机构优先使用中选药品, 医保结余资金留用	医保基金按照医疗机构约定采购金额的50%预付周转金, 采购量达到协议约定采购量50%后, 向医疗机构再预付40%的货款。	医院在验收入库后平台确认收货, 配送企业5个工作日内提交发票, 公立医院确认发票30日内支付全部药品交易款。			

落地 执行 时间	自 2019 年 3 月 20 日 起生效执行	工作推进阶段为 2019 年 3 月—2020 年 2 月	沈阳、大连 3 月 20 日统一执行国 家集中采购结果	厦门 3 月 15 日 启动采购和使用	自 3 月 23 日起 25 种国家集中采 购中选产品已经 开始大幅降价	2019 年 2 月 26 日至 3 月 24 日试 运行, 3 月 25 日 起执行	3 月 28 日正式实 施国家组织采购 药品	2019 年 3 月 20 日起实施	2019 年 3 月 25 日 起实施	2019 年 4 月 1 日 起实施
----------------	----------------------------	-------------------------------------	-----------------------------------	------------------------	---	--	------------------------------	-----------------------	------------------------	-----------------------

数据来源: 各省市人社局、广发证券发展研究中心

**中选产品, 多手段确保使用。**上海明确本市所有医保定点医疗机构(以下统称“医疗机构”)优先采购和使用4+7城市集中采购中选药品, 使用量原则上应与上一年度水平相当; 西安市明确不完成采购任务的医疗机构将视情况扣减医保结算额度; 辽宁省明确无故完不成采购量, 视为违约; 福建省明确以年度药品总用量的60%估算中选药品的采购基础量。

**未中选产品, 需要梯度降价。**上海市明确未中选也要大幅降价, 符合本次集中采购申报要求的同品种未中选的最低价药品, 必须在本市2017年中标价(或挂网价)基础上, 根据价差实现梯度降价后(以中选价托底)方可继续采购使用, 价差较大的须进一步加大降价幅度, 实际采购价由生产企业和医疗机构通过挂网公开议价采购确定; 北京市也明确未中选品种降价要求参照上海市, 直接采用上海市谈判结果; 深圳市明确未中选药品2019年的降价金额需维持在2018年采购价与中选药品价格的价差30%以上。

**医保支付政策相配套。**福建省和国务院方案一致, 提出统一医保支付价, 相差大的要谈判, 2-3年逐渐完成。上海市将逐步探索医保支付与采购协同机制, 并将对上海医保支付标准进行调整; 上海市城镇职工基本医疗保险和城乡居民基本医疗保险参保人员使用“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)。实行个人定额自负的抗癌药, 参照上述药品适当上调定额自负标准; 深圳市明确以集中采购价作为医保支付标准, 患者使用价格高于支付标准的药品, 超出支付标准的部分由患者自付20%。

**明确回款要求。**上海和国务院提出的政策相一致, 明确采购周期执行半年或采购量达到协议约定采购量50%后, 工作机构向指定配送企业支付全部贷款的45%; 在签订《药品集中采购中选品种购销三方协议》后5个工作日内, 工作机构向指定配送企业支付全部贷款的50%; 深圳市明确医院在验收入库后平台确认收货, 配送企业五个工作日内提交发票, 公立医院确认发票30日内支付全部药品交易款。

**3月份带量采购试点基本全部落地。**厦门3月15日启动采购和使用; 上海自2019年3月20日起生效执行; 重庆2019年3月20日起实施; 沈阳、大连3月20日统一执行国家集中采购结果; 西安自2019年2月26日至3月24日试运行, 3月25日起执行; 成都市自2019年3月25日起实施; 深圳3月28日正式实施国家组织采购药品; 广州市自2019年4月1日起实施; 天津工作推进阶段为2019年3月—2020年2月。

## 细分领域: 进口新药时间差缩窄, 关注政策免疫相关行业

### 3.1 创新药: 3月份17个国产新药IND, 关注进口新药国内外上市时间差

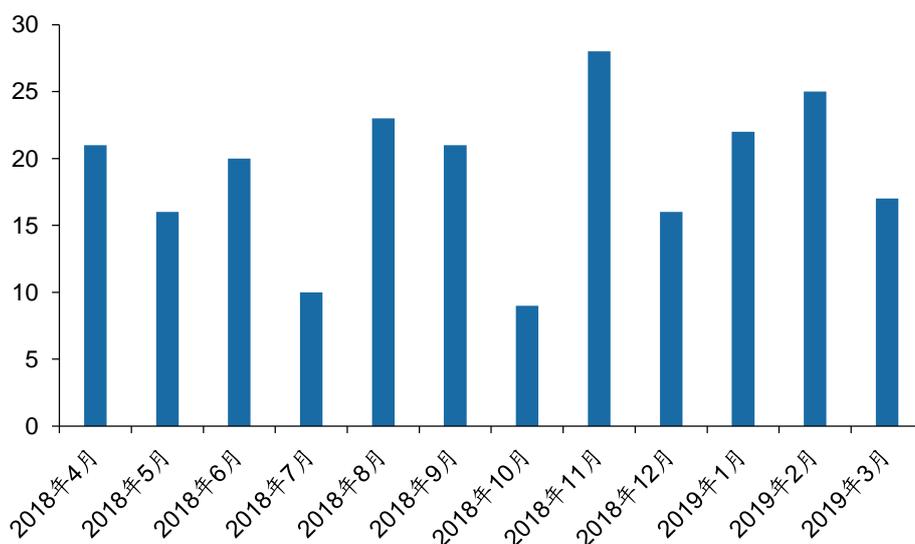
2019年3月IND和NDA情况: 2019年3月, CDE共承办IND新药共17个, 其中

生物制品4个(含1个疫苗)，化药13个。3月CDE承办的IND涉及国内上市企业有华东医药、中国生物制药、天士力、智飞生物等；诺华治疗年龄相关湿性黄斑变性和糖尿病视网膜病变的Brolucizumab注射液也在其中，该产品目前正在美国进行III期临床研究。

**表3: 2019年3月CDE承办的新药IND(首次)**

序号	药品	企业	靶点/机制	国外最新进展
1	Lefamulin 注射液和片	上海仑胜医药科技有限公司	抗生素	Pre-Registered
2	TTP273 片	杭州中美华东制药有限公司	GLP-1 R	II 期
3	Brolucizumab 注射液	诺华(中国)生物医学研究有限公司	VEGF	III 期
4	注射用 SNG1005	香港欣诺康医药科技有限公司	--	--
5	TQA3563 片	正大天晴药业集团股份有限公司	--	--
6	CX510 片	杭州三因泰医药科技有限公司	--	--
7	XNW1011 胶囊	苏州信诺维医药科技有限公司	BTK	--
8	XNW7201 片	苏州信诺维医药科技有限公司	--	I 期
9	TSL-0319 胶囊	江苏天士力帝益药业有限公司	DPP4	--
10	XZP-5809-TT1 片	山东轩竹医药科技有限公司	--	--
11	四价重组诺如病毒疫苗(毕赤酵母)	安徽智飞龙科马生物制药有限公司	疫苗	--
12	GFH018 片	浙江劲方药业有限公司	--	--
13	REGEN001 细胞自体回输制剂	江西省仙荷医学科技有限公司	--	--
14	VNRX-5133 for Injection	VenatoRx Pharmaceuticals, Inc.	β-内酰胺酶	I 期
15	101BHG-D01 吸入气雾剂	北京硕佰医药科技有限责任公司	MR/β2	--
16	注射用 LH021	广州领晟医疗科技有限公司	BMP-2 类似物	--
17	CD24Fc 注射液	苏州昂康免疫科技有限公司	CD24	--

数据来源: insight, 广发证券发展研究中心

**图8: CDE近一年承办的新药IND(首次)数量**


数据来源: CDE, 广发证券发展研究中心

2019年3月，CDE共承办2个新药的上市申请，均为进口，分别为Shire的lanadelumab注射液和礼来的Ixezumab注射液；lanadelumab注射液用于预防遗传性血管水肿(12岁及以上)，Ixezumab注射液用于银屑病治疗。

表4: 2019年3月CDE承办的NDA

序号	药品	企业	靶点	适应症	国外上市
1	lanadelumab 注射液	Shire	KLKB1	预防遗传性血管性水肿(12岁及以上)	2018
2	Ixezumab 注射液	礼来	IL-17R	银屑病	2016

数据来源: CDE, 广发证券发展研究中心

2019年1季度，NMPA共批准7个新药上市，7个新药均为进口，其中包括2个抗感染药物特地唑胺和西他沙星、1个长效GLP-1受体激动剂度拉糖肽、1个精神疾病治疗药物鲁拉西酮、1个肠易激综合征治疗药物利那洛肽、以及1个基因治疗药物诺西那生钠。

表5: 2019年1季度NMPA批准上市新药

药品	商品名	企业	适应症	靶点/机制	首次上市时间
注射用磷酸特地唑胺和磷酸特地唑胺片	赛威乐	Bayer	ABSSSI	MAO、BCRP	2014
盐酸鲁拉西酮片	罗舒达	Sunovion	精神分裂症、双相障碍	5-HT、DRD2	2011
诺西那生钠注射液	Spinraza	Biogen	脊髓性肌萎缩	SMN2 表达增强剂(反义寡核苷酸)	2017
利那洛肽胶囊	令泽舒	Ironmoow	肠易激综合征、便秘	GC-CR	2012
度拉糖肽注射液	度易达	Lilly	2型糖尿病	GLP-1R	2014
西他沙星片	Gracevit	Daiichi	细菌感染	氟喹诺酮类	2008

数据来源: NMPA, 广发证券发展研究中心

2019年1季度，FDA共批准6个新药上市，包括2个生物药、4个化药；其中caplacizumab-yhdp为单域抗体药物，用于治疗成人获得性血小板减少性紫癜。

表6: 2019年1季度FDA批准上市的新药

药品	商品名	企业	适应症	靶点/机制	批准日期
siponimod	Mayzent	Novartis	成人复发多发性硬化症	S1P5、S1P1	3/26/2019
solriamfetol	Sunosi	Jazz	发作性睡病或阻塞性呼吸睡眠综合征	DNR	3/20/2019
brexanolone	Zulresso	Sage	产后抑郁	GABA(A) Receptor	3/19/2019
triclabendazole	Egaten	Novartis	肝吸虫病	DNMT1	2/13/2019
caplacizumab-yhdp	Cablivi	Ablynx	成人获得性血小板减少性紫癜	vWF	2/6/2019
prabotulinumtoxin A-xvfs	Jeuveau	EVOLUS	改善皱眉肌相关眉间肌肉活跃	肉毒素类	2/1/2019

数据来源: FDA, 广发证券发展研究中心

### 3.2 生物药: 伴随着度拉糖肽国内获批上市, 国内外 GLP-1 产品代际差异进一步缩窄 GLP-1受体激动剂具有多重临床优势, 治疗地位不断提升。GLP-1受体激动剂

作为新一代降糖药，其降糖效果仅次于胰岛素，具有降糖效果强、低血糖风险低、减肥效果明显和心血管获益等多重临床优势，目前国内外多个2型糖尿病防治指南与共识不断强调并提升其在临床治疗的重要性与地位。糖尿病为进展性疾病，而GLP-1受体激动剂作为口服降糖药与胰岛素治疗之间的过渡疗法，具有延缓疾病进展的生物学作用，从当前临床应用趋势看，GLP-1受体激动剂是目前全球最具市场潜力的降糖药。

**全球GLP-1激动剂市场规模近90亿美元，国内外产品的代际差异正逐渐缩窄。**根据诺和诺德官网披露，近年来全球GLP-1受体激动剂市场的复合增长率高达35.7%，远高于糖尿病用药整体市场以及注射降糖药细分市场的增长率，2018年全球市场（包含复方制剂）规模约88.27亿美元，根据EvaluatePharma预测2022年全球市场规模将超过120亿美元。由于目前GLP-1治疗费用较其他降糖药高，其使用呈现出明显的经济地域差异，北美和欧洲分别占据全球GLP-1受体激动剂市场的46%、37%，中国尚处于市场导入早期，仅占全球1%市场。但随着国内相关企业研发进度的推进，更具性价比的国产产品以及长效产品预计将会陆陆续续上市，国内外产品的代际差异正逐渐缩窄，届时国内GLP-1受体激动剂的市场渗透率将会明显提升。

**索马鲁肽为当前全球最好的GLP-1受体激动剂，新型长效、口服剂型以及多靶点是研发方向。**纵观GLP-1受体激动剂的研发历程，为了提高患者依从性、降低用药频次、提升疗效（降糖、减重、心血管受益等），长效、口服剂型以及多靶点受体激动剂是重点发展方向。目前，全球已上市的GLP-1主要共有7款产品，3款短效剂型（艾塞那肽、利司那肽、利拉鲁肽）、4款长效剂型（艾塞那肽微球、阿必鲁肽、度拉糖肽、索马鲁肽）。索马鲁肽是目前全球最好的长效产品，头对头临床试验中在降血糖、减重、心血管受益等方面均表现出优于西格列汀、甘精胰岛素、长效艾塞那肽甚至度拉糖肽，口服索马鲁肽同样在与恩格列净、西格列汀、利拉鲁肽头对头临床试验中展现出更优的临床效果。此外，多靶点的受体激动剂如GLP-1/GIP/Glucagon同样为国际研发的热点，初步临床结果已展现出较GLP-1单药更优异的临床效果，重点关注礼来的GLP-1/GIP双靶点的Tirzepatide。

**国内GLP-1受体激动剂药物研发如火如荼，多家企业均有重点布局。**国内GLP-1药物研发火热，根据CDE披露，短效在研产品中已有多个艾塞那肽、利拉鲁肽仿制药以化药进行注册报产，长效在研产品中豪森药业的聚乙二醇洛塞那肽已报产，有望于今年获批上市成为我国第三个长效GLP-1，礼来的度拉糖肽已于2019年2月份于国内获批上市，诺和诺德的索马鲁肽正处于临床3期中。其他在研管线中有多个GLP-1创新药进度较快，比如宝丽健生物的重组促胰岛素分泌素已经完成III期临床、石药集团中奇制药的rE4以及华东医药的利拉鲁肽正处于III期临床中、鸿运华宁的Glutazumab处于临床1期，恒瑞的SHR2042（口服）已获临床批件等。

糖尿病作为全球最大的慢性病种之一，用药市场规模较大，国内多家上市公司均在该领域进行重点布局。我们基于各公司研发管线以及在内分泌领域的渠道优势与商务能力，建议关注：华东医药、通化东宝、乐普医疗、翰宇药业及港股联邦制药、三生制药、东阳光药、石药集团等。

### 3.3 中药：OTC 不受政策影响，增速较高估值偏低

不受医保控费影响，OTC产品价格存在提升空间。中药OTC大部分产品属于

患者自费领域，基本不受医保控费、带量采购的影响。2015年5月药价放开，企业经过1年的观察以后，2016年开始尝试提价，2017年更多企业的产品开始提价，预计未来依然存在提价空间。

**稀缺品牌OTC品牌壁垒高、大众品牌OTC高增速低估值。**我们对已经公布2018年报和快报的12家中药OTC上市公司进行统计，2018年行业收入为1256.25亿元，同比增长30.15%，归母净利润为146.52亿元，同比增长21.12%。根据属性的差异，我们将OTC分为具备独家特性的稀缺品牌型OTC企业，包括东阿阿胶、云南白药、同仁堂、片仔癀，2018年合计收入增长8.77%，归母净利润增长9.14%，整体法TTM估值30.11倍；偏大众消费产品的品牌OTC企业包括华润三九、中新药业、葵花药业等，2018年合计收入增长51.99%，归母净利润增长37.64%，整体法TTM估值19.94倍。

表7: A股主要中药OTC企业

公司	代码	营业收入(亿元)及增速(%)				归母净利润(亿元)及增速(%)				PE (TTM)	
		17A	18A	17A	18A	17A	18Q3	17A	18A		
云南白药	000538.SZ	243.15	267.08	8.50	9.84	31.45	33.07	7.71	5.14	26.93	
东阿阿胶	000423.SZ	73.72	73.38	16.70	(0.46)	20.44	20.85	10.36	1.98	14.89	
同仁堂	600085.SH	133.76	142.09	10.63	6.23	10.17	11.34	9.02	11.49	36.19	
片仔癀	600436.SH	37.14	47.98	60.85	29.19	8.07	11.28	50.53	39.83	61.43	
<b>稀缺品牌 OTC</b>											
估值(整体法)						<b>8.77%</b>				<b>9.14%</b>	<b>30.11</b>
中新药业	600329.SH	56.89	63.59	(7.92)	11.77	4.76	5.62	12.70	17.98	21.87	
葵花药业	002737.SZ	38.55	44.72	14.61	16.00	4.24	5.63	39.92	32.85	19.42	
华润三九	000999.SZ	111.20	134.28	23.81	20.75	13.02	14.32	8.67	10.02	19.71	
健民集团	600976.SH	27.12	21.61	14.72	(20.28)	0.91	0.81	40.40	(10.53)	32.90	
江中药业	600750.SH	17.47	17.55	11.83	0.49	4.18	4.70	10.02	12.55	16.15	
广誉远	600771.SH	11.69	16.19	24.73	38.51	2.37	3.74	92.82	57.98	27.89	
<b>大众品牌 OTC</b>											
估值(整体法)						<b>51.99%</b>				<b>37.64%</b>	<b>19.94</b>

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心(PE时间为2019/3/31)

### 3.4 医疗服务: 一季度经营维持快速增长, 消费升级趋势持续

一季度医疗服务行业维持2018年四季度以来的高景气度, 整体维持较快增长, 从去年年报数据的分析可以看出2018年行业的高成长性: 近期通策医疗发布了2018年年报, 收入15.46亿, 增长31.05%, 归母净利润3.32亿, 增长53.34%, 扣非净利润3.27亿, 增长53.56%, 符合预期。四季度单季实现收入3.83亿, 增长23.58%, 归母净利润5670万, 增长63.89%, 扣非净利润5614万, 增长67.49%, 整体看经营景气度仍非常高, 口腔门诊量184万人次, 增长17%, 客单价也保持较快增速。

通策总院和分院共同发力, 盈利能力继续提升。杭口总院收入5.7亿, 增长17.88%, 占区域集团收入42.50%, 占比呈下降趋势, 对总院的依赖性进一步下降; 分院医疗收入0.77亿元, 同比增长35.77%, 区域分院占集团总收入57.50%, 同比增长3.49%, 贡献比例稳步提高。同时分院的门诊人次增速达到19.75%, 高于

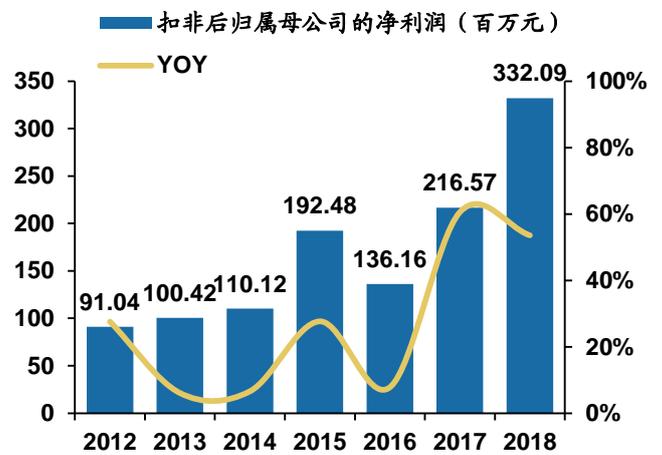
总院的8.47%。总体形成以杭州口腔总院为核心，城西分院和宁波口腔贡献主要业绩增量，其他分院保持快速增长的格局。种植、正畸、儿科等核心科室均保持36%以上的收入增速，后续随着蒲公英计划落地公司影响力有望快速提升。

图9：2012-2018年公司收入快速增长



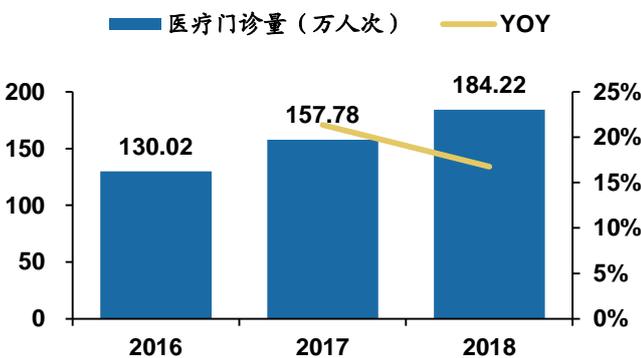
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图10：近两年通策医疗扣非利润加速增长



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图11：2016-2018年门诊数量稳步上升



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

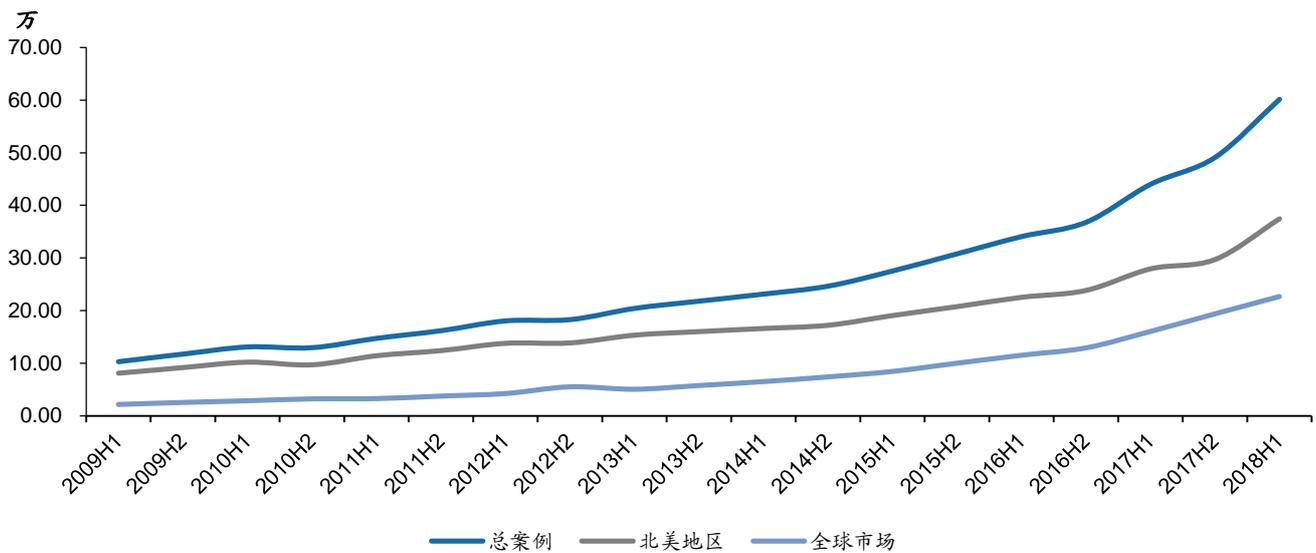
图12：2016-2018年公司牙椅数目不断增加



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

近期我们对比研究了海外的口腔高端材料供应商的数据，进一步验证了行业的高景气度。隐形矫治是口腔正畸领域具革命性的创新技术，隐形矫治器“隐适美”的供应商爱齐科技是引领全行业的上游制造商，2017年和2016年，公司89%的收入均来自Clear Aligner即隐形矫治器，产品毛利率77.9%。公司2018年前三季度营收98.5亿元，同比增长41.1%以上。是对口腔行业高端需求快速增长的重要验证。

图13: 爱齐科技2009-2018的半年度案例数量持续加速增长



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

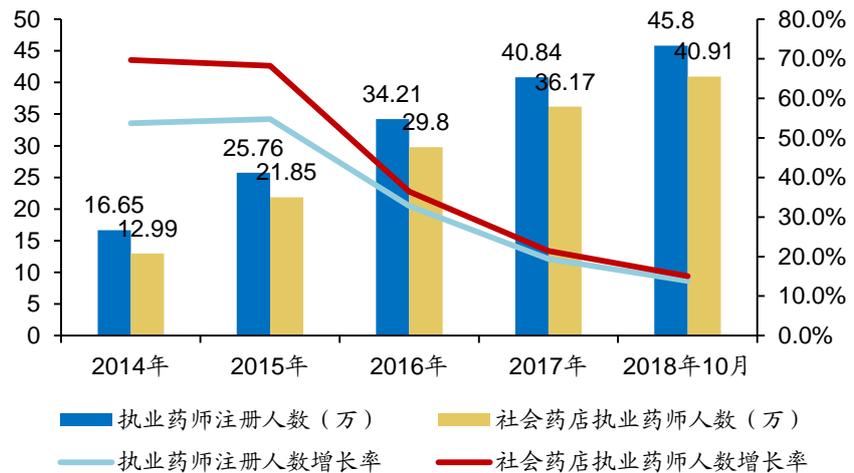
2017全年, 中国成为该公司的战略布局地区: 爱齐科技于成都开设线下隐适美治疗设计方案中心, 全球仅三家; 2017年11月, 与中国政府签署至少4600万美元投资协议, 在资阳建立隐形牙套生产工厂。在上海、北京、广州等六个城市设立办事处。2018年4月25日, 爱齐科技宣布iTero Element口内扫描仪通过中国食品药品监督管理局的市场批准, 开始在中国提供此扫描仪。三季度末公司在中国的长期资产达到3395.5万美元, 而这个数字在2016年仅为46.1万美元。2018年前三季度, 公司在中国的营业收入达8.04亿元, 占总营业收入的8.16%。可见中国市场的需求的快速增长也成为该公司持续增长的重要动力。

综上, 从上游最大供应商的数据可以显著看到口腔行业需求的逐步加速增长, 高端隐形矫正需求推动消费升级, 其他矫治需求以及种植牙的需求也在持续升级, 看好通策医疗等行业龙头在行业加速成长的趋势中, 维持快速增长和市占率的持续提升。

### 3.5 医药商业: 药店分级对上市公司影响有限, 短期医保监管压力仍持续

执业药师是今年药店分级改革的核心变量, 对上市公司的影响有限。药店分级整体要求趋严当然也会带来管理和经营成本的提升, 其中执业药师和信息化系统是增加的主要成本; 从执业药师数量看: 2018年10月全国药店执业药师总数约41万人, 目前仅够覆盖80%左右的药店, 整体供给不足。

图14: 国内执业药师注册人数及社会药店执业药师人数整体不足



数据来源: 执业药师资格认证中心, 广发证券发展研究中心

对于上市公司, 执业药师数量的配比普遍较高, 我们预计政策全国化落地整体利好上市公司。从执业药师认证中心的数据看, 几家行业龙头的执业药师配置比例普遍较高, 且这仅是2017年3月数据, 后续上市公司也已经纷纷储备更多的执业药师人才, 预计多数上市公司门店目前已经符合药店分级政策的三级门店的最高要求。

一二级市场估值价差仍维持在70%或更高, 严监管下标的的质量的重要性提升。2017年几家上市药店单独公告的收购的P/E均值在前一年业绩的21倍左右, 2018年提升到27倍, 2017年收购的PS估值在1.06倍左右, 2018年提升到1.38倍。从一二级市场价差看, 四家上市药店的平均按2017年业绩的PE估值是45倍、PS估值是2.65倍, 粗略计算一二级市场价差约在70%-90%之间, 且各家收购的价格均低于自身的PE和PS。

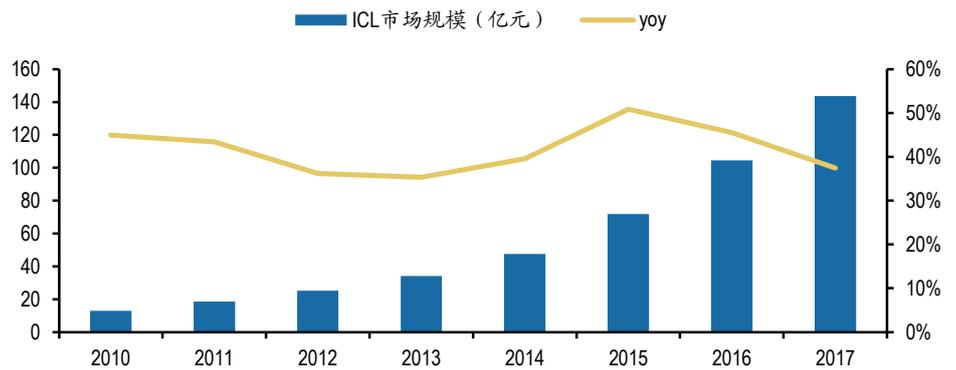
对药店的医保使用规范化的监管仍在持续, 非上市药店影响较大。我们预计一级市场估值在目前监管条件下有望进一步下降, 给上市公司带来整合空间, 同时由于非上市药店多数有不同程度的不规范, 收购标的严格尽调更加重要。预计未来上市药店仍将以一定的进度持续推动行业整合, 集中度有望进一步提升, 建议持续关注益丰药房、一心堂、老百姓、大参林、国药一致。

### 3.6 医疗器械-ICL: 政策推动行业发展, 竞争格局有望改善

#### 1) 政策提升普检渗透率, 技术推动特检业务

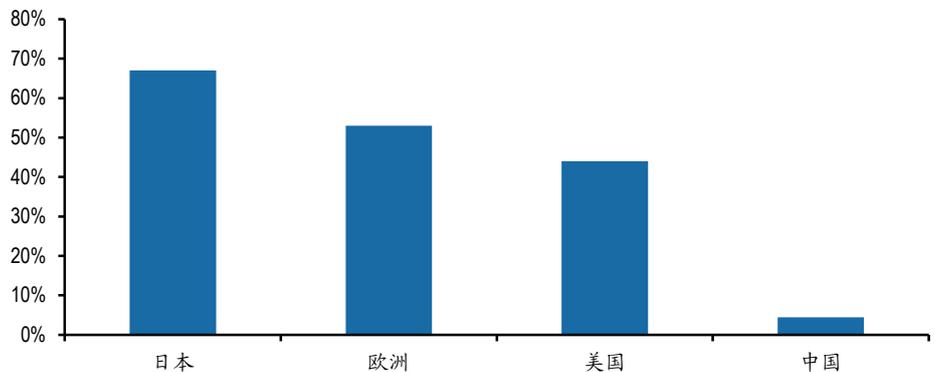
据前瞻产业研究院数据2017年我国ICL市场规模为144亿元, 同比增长37.42%, 过去8年保持了41.57%的复合增速。2017年, 仅占整体检查市场收入的4.46%, 相比日本、欧美、美国的67%、53%、44%, 明显偏低。主要的原因是这三个国家和地区民营诊所占比高, 公立医院对于成本控制压力大, 有更强的外包意愿。

图15: 我国ICL历年收入规模和增速



数据来源: 前瞻产业研究院, 广发证券发展研究中心

图16: 我国ICL市场渗透率和日本、欧洲、美国对比



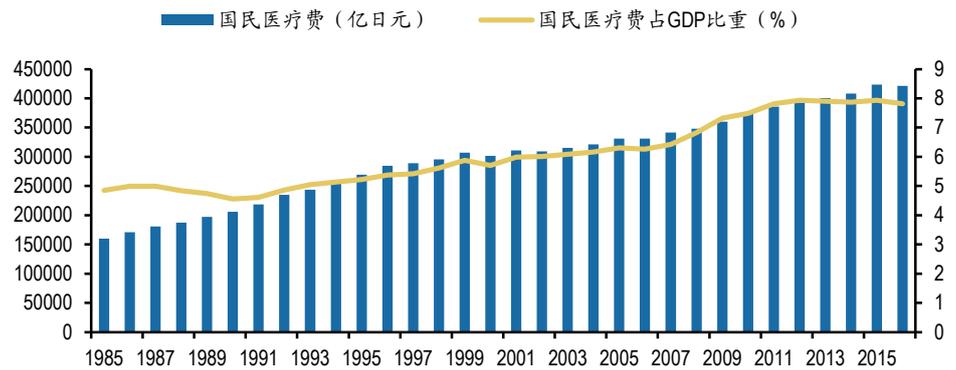
数据来源: 前瞻产业研究院, 广发证券发展研究中心

国内检验项目收费价格逐年降低，短期影响企业利润，长期有望倒逼医院外包。金域招股书显示，2013年到2017上半年，除了免疫检测引进新项目导致业务结构变化以外，其他项目价格逐年下降，降幅在5%-15%之间。由于大部分项目收费价格由物价部门制定，公司给予医院一定的扣率，扣率不会经常变动，可以推断终端收费价格也是逐年按照接近幅度下降，医院在人员、设备成本固定的情况下，成本压力将倒逼检验外包。

我们认为外包渗透率提升更可能是在某一时间出现拐点，而非线性逐渐提高。一方面是医院检验项目固定，当到达盈亏平衡点的时候，医院将大范围外包；另一方面随着检验设备的更替，当设备出现更替拐点的时候，医院也将加大外包力度。

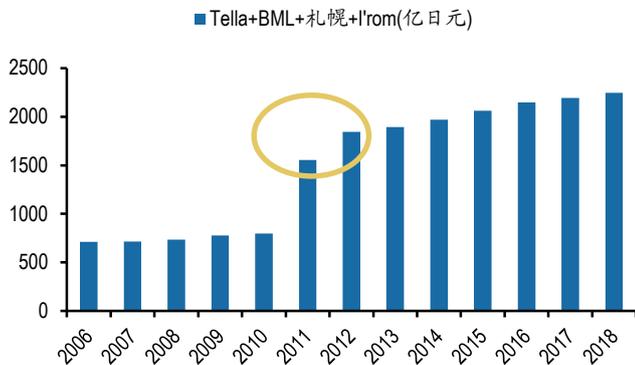
从日本经验看，由于日本医疗器械的使用最终都通过国家健康保险体系报销，项目收费的调整对于检验的影响就更大，从2002年开始日本的器械使用报销价格（包含体外检验）每两年调整一次，最终在2011年左右，ICL行业出现渗透率显著提升。

图17: 日本国民医疗费和在GDP中的比重



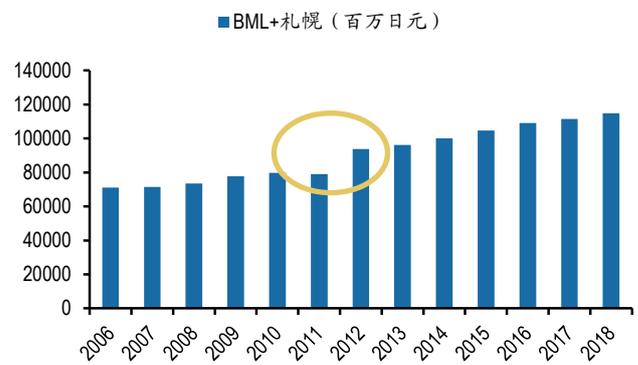
数据来源: 厚生劳动省, 广发证券发展研究中心

图18: 日本ICL主要4家企业的历年收入



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图19: Tella+BML的历年收入

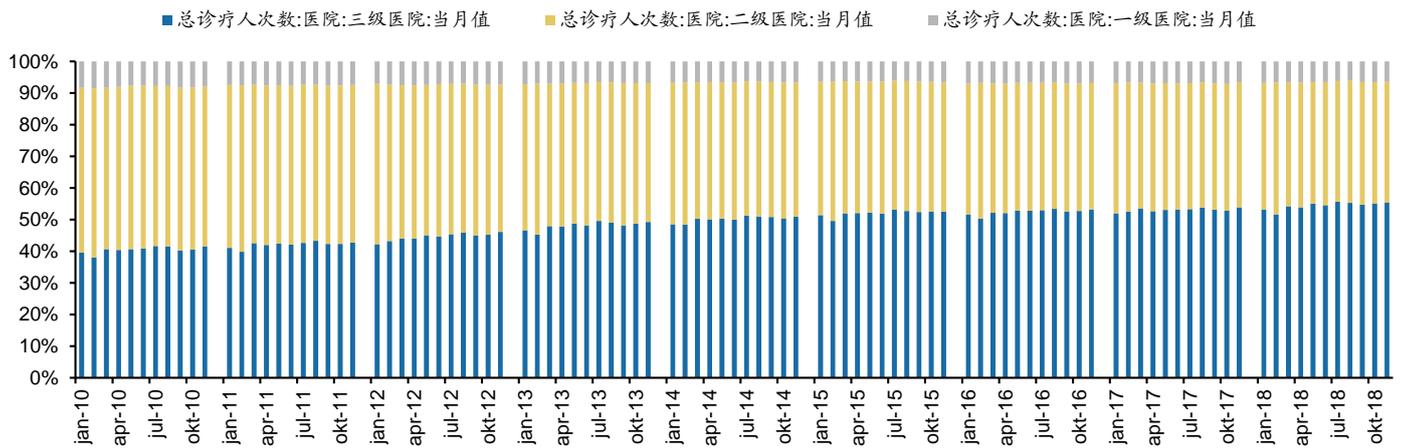


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

我国各级医院和诊疗人次资源错配, 存在结构性的医疗资源供给不足, 三级医院以约11%的医院数和床位数, 承担了55%的诊疗人次。2015年9月印发的《关于推动分级诊疗制度建设的指导意见》指出, 2017年基层医疗卫生机构诊疗量占总诊疗量比例≥65%, 2020年基本建立符合国情的分级诊疗制度。

ICL集约化经营、专业化分工可以更好的匹配基层医院, 最近几年的多项分级诊疗推动政策都明确提出, 设置医学检验实验室等医疗机构对于实现区域医疗资源共享, 提升基层医疗机构服务能力, 推进分级诊疗具有重要作用。2018年卫计委发布的第三方医学实验室效果评估及经验总结项目报告显示, ICL每年为医保节省近1%, 超百亿的花费。

图20: 各个月度总诊疗人次按照医院等级的分布情况



数据来源: 卫计委、广发证券发展研究中心

表 8: 分级诊疗以及相关利好 ICL 的政策文件

时间	政策文件	发布机构	相关内容
2015.09	《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》	国务院	探索设置独立的区域医学检验机构、病理诊断机构、医学影像检查机构、消毒供应机构和血液净化机构,实现区域资源共享。加强医疗质量控制,推进同级医疗机构间以及医疗机构与独立检查检验机构间检查检验结果互认。
2016.07	《医疗机构设置规划指导原则(2016-2020年)》	卫计委	"探索设置独立的区域医学检验机构、病理诊断机构、医学影像检查机构、消毒供应机构和血液净化机构,逐步实现区域医疗资源共享。
2016.08	《关于推进分级诊疗试点工作的通知》	卫计委	探索设置医学影像诊断中心、医学检验实验室等独立医疗机构,实现区域资源共享。
2016.08	《关于印发医学影像诊断中心基本标准和管理规范(试行)的通知》	卫计委	医学影像诊断中心属于单独设置的医疗机构,为独立法人单位,独立承担相应法律责任;医学影像诊断中心属于单独设置的医疗机构,为独立法人单位,独立承担相应法律责任
2016.10	《关于印发医学检验实验室基本标准和管理规范(试行)的通知》	卫计委	明确医学检验实验室属于单独设置的医疗机构,为独立法人单位,并明确了作为“独立”法人设立的实验室的标准、地位。
2016.12	《医学检验实验室基本标准和管理规范(试行)》	卫计委	设置医学检验实验室等医疗机构对于实现区域医疗资源共享,提升基层医疗机构服务能力,推进分级诊疗具有重要作用。医学检验实验室属于单独设置的医疗机构,为独立法人单位,独立承担相应法律责任,由省级卫生计生行政部门设置审批。各级卫生计生行政部门要将医学检验实验室统一纳入当地医疗质量控制体系,加强室内质量控制和室间质量评价,确保医疗质量与医疗安全。
2017.01	《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	国务院、卫计委	鼓励社会力量举办医学检验机构、病理诊断机构、医学影像检查机构、消毒供应机构和血液净化机构,鼓励公立医院面向区域提供相关服务,实现区域资源共享
2017.02	《国家卫生计生委关于修改<医疗机构管理条例实施细则>的决定》	卫计委	新增“医学检验实验室、病理诊断中心、医学影像诊断中心、血液透析中心、安宁疗护中心妇幼保健计划生育服务中心”等医疗机构类别。
2017.05	《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	国务院	支持社会力量举办独立设置的医学检验、病理诊断、医学影像、消毒供应、血液净化、安宁疗护等专业机构,面向区域提供相关服务。
2017.06	《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》	国务院	支持建立分级诊疗模式和基层医疗卫生机构健康发展,切实保障广大参保人员基本医疗权益和医保制度长期可持续发展。

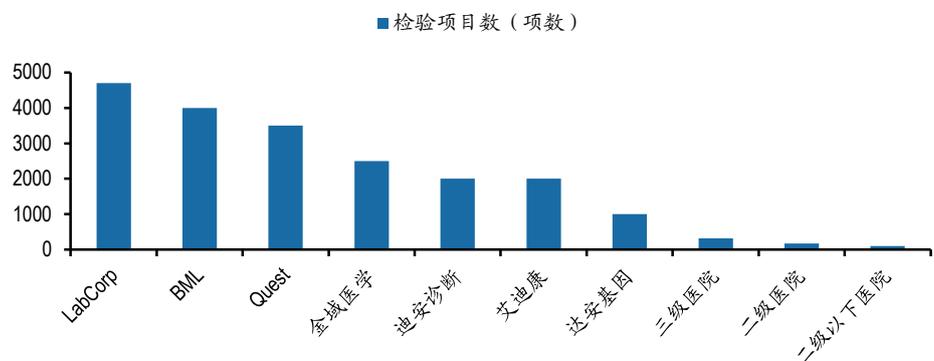
2017.08	《关于加快推进分级诊疗试点工作通知》	卫计委	建立分级诊疗制度，是合理配置医疗资源、促进基本医疗卫生服务均等化的重要举措。推进分级诊疗制度建设涉及面广、政策性强、关注度高，与群众利益密切相关，是一项复杂的系统工程，也是“十三五”时期深化医改的核心内容。
2018.06	《关于进一步改革完善医疗机构、医师审批工作的通知》	卫健委	提出在保障医疗质量安全的前提下，医疗机构可以委托独立设置的医学检验实验室、病理诊断中心、医学影像诊断中心、医疗消毒供应中心或者有条件的其他医疗机构提供医学检验、病理诊断、医学影像、医疗消毒供应等服务。
2018.08	《关于进一步做好分级诊疗制度建设有关重点工作的通知》	卫健委	各地将分级诊疗制度建设作为解决人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾的重要抓手，加快实现医疗资源上下贯通、信息互通共享、业务高效协同，便捷开展预约诊疗、双向转诊、远程医疗等服务，推进“基层检查、上级诊断”，推动构建有序的分级诊疗格局。
2018.08	《深化医药卫生体制改革 2018 年下半年重点工作任务》	国务院	进一步规范医疗联合体建设和发展，完善医疗联合体建设和分级诊疗考核，落实牵头医院责任，调动牵头医院积极性，加强行业监管。鼓励社会办医疗机构及康复、护理等机构参与医疗联合体建设。
2018.10	《关于印发全面提升县级医院综合能力工作方案（2018-2020 年）的通知》	卫健委	全面提升县级医院（含县医院和县中医医院，下同）综合服务能力，满足县域居民不断增长的医疗服务需求，推动构建分级诊疗制度。

数据来源：卫计委、国务院、广发证券发展研究中心

**特检项目是随着新技术发展的蓝海市场。**转化医学和个体化医学、实验室新技术的涌现，以及将这些新技术新科技与临床疾病的诊断相结合，让患者可以得到个性化的医疗服务，临床实验室自建项目（LDT），为这种服务提供可能。

在美国，CMS (The Center for Medicare & Medicaid service，医疗保险和医疗补助服务中心)对LDT进行监管，FDA负责LDT上市前审批，LDT市场发展良好。国内对于LDT监管更为严厉，目前没有明确的政策。因此，相比海外ICL机构，国内机构能够提供的检验项目明显偏少，金域医学、迪安诊断目前提供2500、2000个检测项目，而海外的LabCorp、Quest、BML则分别可以提供4700、3500、4000个以上的检验项目。而根据国内《上海市医疗机构临床检验质量指标调查结果与分析》统计的上海市164个医院实验室，三级医院、二级医院、二级以下医院平均开展项目321个、170个和100个，超出部分多数为特检项目。未来随着政策明确，技术发展，将推动国内特检市场的扩大。

图21：机构提供的检验项目数对比

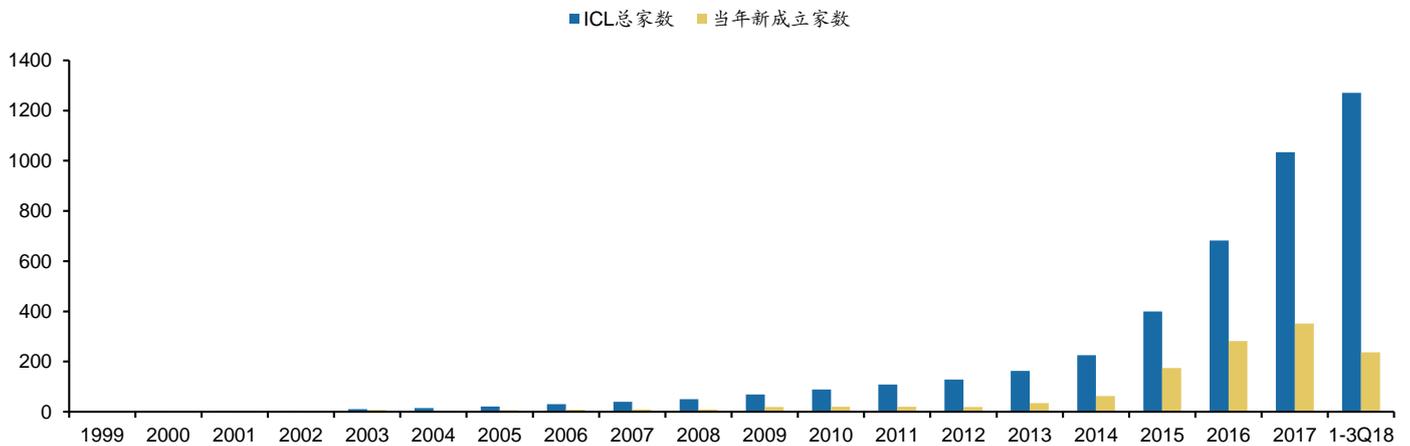


数据来源：Bloomberg，公司财报，《上海市医疗机构临床检验质量指标调查结果与分析》，广发证券发展研究中心

## 2) 环境改善，金域医学作为龙头有望率先受益

作为一个新兴业态，ICL的竞争在前几年逐渐白热化，尤其是特检业务，一二级市场的高估值引诱大量产业、资本力量进入这一领域。新增家数从2015年开始提高，到2018年前三季度，行业新进入者分别达到174家、282家、352家、237家，我们推断和2015年资本市场火热有关，但是单纯依靠特检业务在规模效应不明显的环境下难以形成持续稳定的盈利，未来大量新进入者将被淘汰。

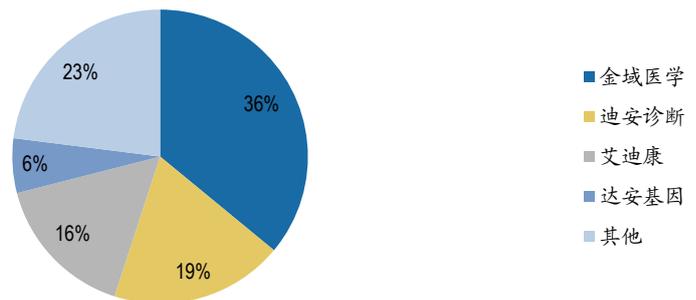
图22: ICL历年成立数量



数据来源: CACLP、广发证券发展研究中心

按照国内检验项目收入计算，2017年金域医学以35.89亿元占据ICL市场份额的36%，迪安诊断、艾迪康、达安基因市占率分别为19%、16%和6%。金域医学在ICL行业市场份额占比较大，且无论在检测项目数量、独立实验室家数、合作的医疗机构数、检测的样本量、研发投入方面都处于国内领先的位置，将最明显受益行业竞争环境的改善。

图23: 2017年国内几家主要ICL企业的市场份额



数据来源: 前瞻产业研究院, 广发证券发展研究中心

表 9: 行业主要企业数据

项目	金域检验	迪安诊断	艾迪康	达安基因
成立时间	2003年	2001年	2004年	2007年
总部	广州	杭州	杭州	广州
市场份额	36%	19%	16%	6%
检测项目	2500余项	2000余项	2000余项	1000余项

独立实验室网点	37 家	38 家	20 余家	8 家
合作共建客户	400	300	-	-
合作的医疗机构	22000 余家	12000 余家	10000 余家	3000 余家
检测样本量	年检测量 5000 余万	每日接收样本量超 10 万个、 检测量 30 万项次	日样本量 10 万	年检测 3000 余万
商业模式	服务	服务+产品	服务	服务+产品
质量控制	CAP、CMA、CMAF、 ISO17025、ISO9001、10 余 家 ISO15189 等	SO15189、ISO13485、 ISO17025、CLIA、CAP	CAP、CEQAS、CMA、 10 余家 ISO15189	ISO13485、CE、 CMDCAS
检验收入（2017）	35.89 亿	19.06 亿	约 16 亿	5.73 亿
研发投入（2017）	25598.37 万元	13435.01 万元	-	16510.09 万元
与其他机构战略合作	公司构建了“产学研”一体化模式，与中山大学、中南大学、广州医科大学、南方医科大学等国内一流科研院所建立产学研合作关系；与美国匹兹堡大学医学中心、克利夫兰医学中心等全美顶尖医学中心建立了战略合作关系；与罗氏诊断、生物梅里埃、凯杰等国际优秀体外诊断试剂企业联合建立了中国大陆实验室示范基地。	与美国约翰·霍普金斯大学、美国司法鉴定机构 NMS、美国马里兰州司法局、韩国 SCL 健康管理集团等多家国际知名机构达成战略合作。拥有德国罗氏诊断、法国生物梅里埃、希森美康、强生、西比亚（Sebia）欧蒙等国际体外诊断产品生产领域领军企业产品代理权，协助管理下属的经销商、客户资源，信息互联互通。	与罗氏、西门子、日本 SRL、梅里埃等战略合作，成为罗氏和西门子中国区示范实验室；与美年健康互为彼此深度战略合作伙伴，打造独立医学检验和大健康平台。	与 DAKO 战略合作，与 Life 合作。达安基因科研合作平台是以中山大学达安基因股份有限公司及中山大学、南方医科大学、军事医学科学院等实力雄厚的科研院所为依托的全方位的科研服务体系。

数据来源：金城医学招股书、各公司官网、前瞻产业研究院、广发证券发展研究中心

## 行业重要数据跟踪：肝素出口价格持续回暖，关注化工行业整顿

### 4.1 原料药价格：抗生素价格平稳，肝素出口价格持续回暖

根据wind统计数据显示，2019年3月国产维生素价格总体弱势，主要品种出现不同程度下滑；3月饲料用维生素报价下降的主要商品为：包衣VC(-10.45%)、VC粉(-9.84%)、VA(13.89%)；泛酸钙3月涨价23.5%。

近期，江苏省内化工园区出现安全生产事故，涉及维生素品种包括生物素、维生素B1、维生素B6等，建议关注相关标的。

表10：维生素主要品种3月价格变化

产品	单位	月初报价	月末报价	月涨跌 (%)	上年同期 月末报价	同比涨跌 (%)	历史最高 报价	历史最低 报价
VE	元/千克	39.5	41	3.80%	102.5	-60.00%	175	34
包衣 VC	元/千克	33.5	30	-10.45%	52.5	-42.86%	80	26

VC 粉	元/千克	30.5	27.5	-9.84%	53.5	-48.60%	80	24
泛酸钙	元/千克	170	210	23.53%	165	27.27%	750	52
VA	元/千克	360	310	-13.89%	1175	-73.62%	1425	95
VB <sub>1</sub>	元/千克	180	167.5	-6.94%	480	-65.10%	630	101
VB <sub>2</sub>	元/千克	140	130	-7.14%	415	-68.67%	470	118
VB <sub>6</sub>	元/千克	172.5	162.5	-5.80%	490	-66.84%	560	127.5
VB <sub>12</sub>	元/千克	245	232.5	-5.10%	410	-43.29%	1150	130
VD <sub>3</sub>	元/千克	290	285	-1.72%	320	-10.94%	600	52
VK <sub>3</sub>	元/千克	53.5	53.5	0.00%	105	-49.05%	225	52.5

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心(数据截止 2 月 28 日)

根据健康网数据显示, 抗生素中间体主要品种价格仍在高位震荡, 部分品种价格2月出现小幅度下滑, 如6-APA、硫氨酸红霉素、阿莫西林(酶法)。

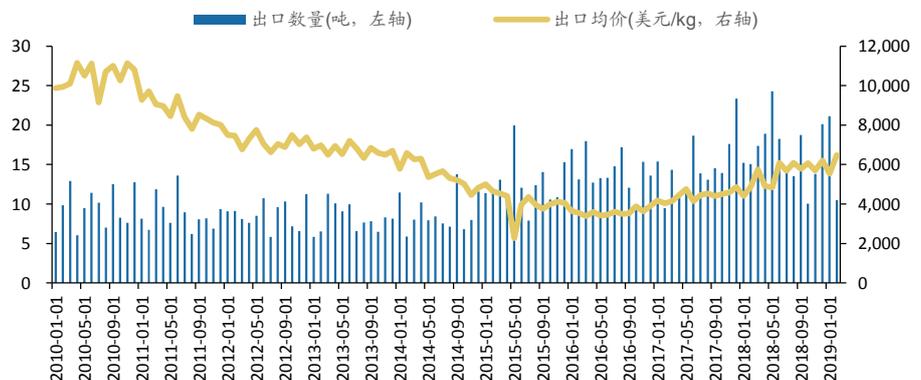
表11: 2019年3月抗生素中间体品种涨跌情况

产品	单位	月初报价	月末报价	月涨跌 (%)	上年同期月末报价	同比涨跌 (%)	历史最高报价	历史最低报价
青霉素工业盐	元/BOU	59	58	-1.69%	77.5	-25.16%	82.5	47
6-APA	元/kg	175	167.5	-4.29%	230	-27.17%	245	135
7-ACA	元/kg	450	450	0.00%	475	-5.26%	1000	330
7-ADCA*	元/kg	停报	停报	--	325	--	500	290
硫氨酸红霉素	元/kg	445	430	-3.37%	390	10.26%	540	270
阿莫西林(酶法)	元/kg	192.5	190	-1.30%	240	-20.83%	240	130

数据来源: 健康网, 广发证券发展研究中心(数据截止 2 月 28 日)

肝素出口价格持续回暖。根据Wind数据显示, 2016年中之后肝素出口均价缓慢上涨, 2019年2月肝素出口均价为6470.9美元/kg, 同比上涨32.94%, 环比上涨16.93%; 2月出口量为10.47吨, 同比下滑30.37%, 环比下滑50.47%。

图24: 肝素原料药出口数量和均价



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 4.2 中药材价格: 环比 2 月略有增长

中药材200综合指数环比2月略有增长。2019年3月27号中药材天地网综合200指数为2190.32, 相比2月25号的2165.23略有增长。中药材价格指数2016年上涨较大, 2017年稳中略降, 2018年初略有上涨, 下半年缓慢下降, 2019年初有所下滑。

图25: 2013年至今中药材天地网综合200指数变化情况



数据来源: 药通网、广发证券发展研究中心

23味主要中药材中, 5味价格下跌, 5味上涨, 其余价格持平。3月份, 根据药通网数据, 在我们跟踪的23味中药材中, 当归、两面针、菊花、苦参、三七价格下跌, 跌幅分别为17.86%、16.67%、11.54%、7.69%、3.33%。天然牛黄、虫草、天麻、太子参、板蓝根价格上涨, 涨幅分别为11.11%、9.09%、8.00%、7.55%、2.35%。其余药材价格均保持环比持平。

表12: 2019年3月, 5味价格下跌, 5味上涨

中药材	规格	19年3月价格	19年2月价格	单位	环比涨跌	同比涨跌
当归	草把	23	28	元/千克	-17.86%	-42.50%
两面针	统	5	6	元/千克	-16.67%	持平
菊花	统	23	26	元/千克	-11.54%	-23.33%
苦参	统	12	13	元/千克	-7.69%	-7.69%
三七	120头	145	150	元/千克	-3.33%	-39.58%
牛黄	天然胆黄	400000	360000	元/千克	11.11%	25.00%
虫草	3500条	120000	110000	元/千克	9.09%	9.09%
天麻	混级	135	125	元/千克	8.00%	-11.76%
太子参	统	57	53	元/千克	7.55%	-26.92%
板蓝根	统	8.7	8.5	元/千克	2.35%	6.10%

数据来源: 药通网, 广发证券发展研究中心

表13: 2019年3月, 13味主要中药材价格保持稳定

中药材	规格	19年3月价格	19年2月价格	单位	环比涨跌	同比涨跌
茯苓	统块	16	16	元/千克	持平	6.67%
冰片	白雪	330	330	元/千克	持平	50.00%

红花	统	122	122	元/千克	持平	20.79%
红参	小抄	130	130	元/千克	持平	-7.14%
川芎	统	15	15	元/千克	持平	-11.76%
熟地	三四五级	11.5	11.5	元/千克	持平	9.52%
黄芩	全撞皮	34	34	元/千克	持平	3.03%
金银花	统	190	190	元/千克	持平	35.71%
丹参	统	12.5	12.5	元/千克	持平	-26.47%
党参	纹党	40	40	元/千克	持平	-20.00%
石斛	统	30	30	元/千克	持平	-14.29%
黄芪	统	23	23	元/千克	持平	4.55%
山楂	统	6	6	元/千克	持平	20.00%

数据来源：药通网，广发证券发展研究中心

### 4.3 疫苗与血制品批签发数据动态跟踪

#### 1) 2019年一季度重点疫苗批签发数据

根据中检院披露，2019年一季度（截止2019年3月24日）13价肺炎球菌结合疫苗实现批签发量73.33万支、DTaP-IPV-Hib五联苗70.47万支、冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）42.37万支、二价HPV疫苗32.89万支、四价HPV疫苗125.32万支、四价流感疫苗10.51万支、五价口服轮状病毒疫苗33.53万支、EV71疫苗477.44万支。

表 14: 2019年一季度重点疫苗批签发情况（万支）

产品	生产企业	2015	2016	2017	2018	2019 Q1
13价肺炎球菌结合疫苗	辉瑞	0.00	0.00	71.54	384.75	73.33
AC-Hib 三联苗	智飞绿竹	488.60	22.20	470.40	643.68	0.00
DTaP-Hib 四联苗	康泰生物	97.77	132.12	142.63	549.91	0.00
DTaP-IPV-Hib 五联苗	赛诺菲	113.64	279.44	212.10	202.98	70.47
冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）	成都康华	120.03	29.51	99.51	223.21	42.37
双价人乳头瘤病毒吸附疫苗	葛兰素史克	0.00	0.00	110.72	211.20	32.89
四价人乳头瘤病毒疫苗（酿酒酵母）	默沙东	0.00	0.00	34.80	380.03	125.32
九价人乳头瘤病毒疫苗（酿酒酵母）	默沙东	0.00	0.00	0.00	121.61	0.00
肠道病毒71型灭活疫苗（Vero细胞）	科兴生物	0.00	459.96	280.45	1255.01	230.12
肠道病毒71型灭活疫苗（Vero细胞）	武汉所	0.00	0.00	496.30	462.04	50.19
肠道病毒71型灭活疫苗（人二倍体细胞）	中国医科院	0.00	415.49	797.80	1161.14	197.13
四价流感裂解疫苗（成人型，0.5ml）	华兰生物	0.00	0.00	0.00	512.25	10.51
五价口服轮状病毒疫苗	默沙东	0.00	0.00	0.00	79.18	33.53

数据来源：中检院，广发证券发展研究中心 \*截止 2019 年 3 月 24 日

#### 2) 2019年1-2月血制品批签发数据

根据中检院以及各地药检所披露，2019年1-2月份人血白蛋白（折合10g/瓶）共获得批签发量577万瓶，其中国产277.99万瓶、进口299.01万瓶；静注人免疫球蛋白（折合2.5g/瓶）136.47万瓶，人凝血酶原复合物（折算200IU/瓶）6.03万瓶，人凝血因子VIII（折算200IU/瓶）25.88万瓶，人纤维蛋白原（0.5g/瓶）20.17万瓶，

狂犬病人免疫球蛋白（200IU/瓶）95.02万瓶，人免疫球蛋白（折合300mg/瓶）21.31万瓶，破伤风人免疫球蛋白（250IU/瓶）92.21万瓶，乙型肝炎人免疫球蛋白（折合200IU/瓶）6.87万瓶。

表 15: 2019年1-2月血制品签发情况（万瓶）

产品	2015	2016	2017	2018	2019M1-2
人血白蛋白（折算 10g/瓶，合计）	3309.86	3938.75	4200.80	4703.93	577.00
▪人血白蛋白（折算 10g/瓶，国产）	1422.82	1707.14	1773.64	1905.20	277.99
▪人血白蛋白（折算 10g/瓶，进口）	1887.04	2231.61	2427.16	2798.73	299.01
静注人免疫球蛋白（折算 2.5g/瓶）	851.79	1075.80	1085.63	1083.04	136.47
人凝血酶原复合物（折算 200IU/瓶）	65.00	77.50	98.94	98.68	6.03
人凝血因子VIII（折合 200IU/瓶）	85.45	108.69	133.30	159.17	25.88
人纤维蛋白原（0.5g/瓶）	50.40	96.63	93.84	88.95	20.17
狂犬病人免疫球蛋白（200IU/瓶）	420.60	342.10	495.26	793.75	95.02
人免疫球蛋白（折合 300mg/瓶）	60.73	156.10	99.60	63.99	21.31
破伤风人免疫球蛋白（250IU/瓶）	278.83	400.37	424.79	337.25	92.21
乙型肝炎人免疫球蛋白（折合 200IU/瓶）	157.36	169.89	143.00	182.19	6.87

数据来源：中检院及各地药检所，广发证券发展研究中心

## 2019 年 4 月股东大会信息

表16: SW医药板块2019年4月股东大会召开信息

证券代码	证券名称	事件大类	发生日期
300363.SZ	博腾股份	股东大会	20190401
002294.SZ	信立泰	股东大会	20190402
300439.SZ	美康生物	股东大会	20190402
300723.SZ	一品红	股东大会	20190403
000739.SZ	普洛药业	股东大会	20190403
002750.SZ	龙津药业	股东大会	20190403
600211.SH	西藏药业	股东大会	20190404
300753.SZ	爱朋医疗	股东大会	20190408
603858.SH	步长制药	股东大会	20190408
002589.SZ	瑞康医药	股东大会	20190408
300143.SZ	星普医科	股东大会	20190408
603882.SH	金城医学	股东大会	20190408
002044.SZ	美年健康	股东大会	20190408
300453.SZ	三鑫医疗	股东大会	20190409
300534.SZ	陇神戎发	股东大会	20190409
300439.SZ	美康生物	股东大会	20190410
603367.SH	辰欣药业	股东大会	20190410
000790.SZ	泰合健康	股东大会	20190410
002317.SZ	众生药业	股东大会	20190410

600252.SH	中恒集团	股东大会	20190410
300347.SZ	泰格医药	股东大会	20190410
002737.SZ	葵花药业	股东大会	20190411
600976.SH	健民集团	股东大会	20190412
002422.SZ	科伦药业	股东大会	20190412
002626.SZ	金达威	股东大会	20190412
300601.SZ	康泰生物	股东大会	20190412
000952.SZ	广济药业	股东大会	20190412
002275.SZ	桂林三金	股东大会	20190412
002821.SZ	凯莱英	股东大会	20190412
600771.SH	广誉远	股东大会	20190415
603079.SH	圣达生物	股东大会	20190416
300685.SZ	艾德生物	股东大会	20190416
300401.SZ	花园生物	股东大会	20190416
000403.SZ	振兴生化	股东大会	20190416
300529.SZ	健帆生物	股东大会	20190417
603658.SH	安图生物	股东大会	20190417
002393.SZ	力生制药	股东大会	20190417
603590.SH	康辰药业	股东大会	20190417
600056.SH	中国医药	股东大会	20190417
300326.SZ	凯利泰	股东大会	20190417
300030.SZ	阳普医疗	股东大会	20190417
600721.SH	百花村	股东大会	20190417
603880.SH	南卫股份	股东大会	20190418
300357.SZ	我武生物	股东大会	20190418
002821.SZ	凯莱英	股东大会	20190418
002030.SZ	达安基因	股东大会	20190419
603987.SH	康德莱	股东大会	20190419
603309.SH	维力医疗	股东大会	20190419
002907.SZ	华森制药	股东大会	20190419
603896.SH	寿仙谷	股东大会	20190419
600222.SH	太龙药业	股东大会	20190419
300233.SZ	金城医药	股东大会	20190419
300406.SZ	九强生物	股东大会	20190419
600422.SH	昆药集团	股东大会	20190419
300009.SZ	安科生物	股东大会	20190419
002873.SZ	新天药业	股东大会	20190419
000078.SZ	海王生物	股东大会	20190419
300358.SZ	楚天科技	股东大会	20190422
002940.SZ	昂利康	股东大会	20190422
300584.SZ	海辰药业	股东大会	20190422
300725.SZ	药石科技	股东大会	20190423
600511.SH	国药股份	股东大会	20190423

002019.SZ	亿帆医药	股东大会	20190424
300452.SZ	山河药辅	股东大会	20190424
300485.SZ	赛升药业	股东大会	20190424
300026.SZ	红日药业	股东大会	20190424
600488.SH	天药股份	股东大会	20190424
300653.SZ	正海生物	股东大会	20190424
000623.SZ	吉林敖东	股东大会	20190424
002653.SZ	海思科	股东大会	20190425
300436.SZ	广生堂	股东大会	20190425
300630.SZ	普利制药	股东大会	20190425
000915.SZ	山大华特	股东大会	20190425
000538.SZ	云南白药	股东大会	20190425
000597.SZ	东北制药	股东大会	20190425
300122.SZ	智飞生物	股东大会	20190426
600513.SH	联环药业	股东大会	20190426
300194.SZ	福安药业	股东大会	20190426
300003.SZ	乐普医疗	股东大会	20190426
000705.SZ	浙江震元	股东大会	20190426
002007.SZ	华兰生物	股东大会	20190426
300298.SZ	三诺生物	股东大会	20190429
600252.SH	中恒集团	股东大会	20190429
300595.SZ	欧普康视	股东大会	20190430

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

## 风险提示

控费政策推进速度高于预期；药品审评进度低于预期；中美贸易战影响大于预期

## 广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。  
吴文华：资深分析师，华东师范大学金融硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。  
孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密性

务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。