



2019年04月15日

增持(维持)

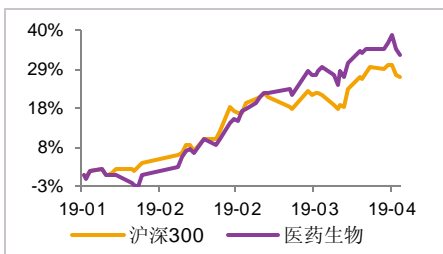
分析师：李志新

执业编号：S0300518010002

电话：010-66235703

邮箱：lizhixin@lxsec.com

最近一季度行业相对走势



资料来源：聚源

相关研究

《医药生物行业报告_【联讯医药周观点】亢奋下留一半清醒，短期看估值修复，中长期仍坚持非药等避风港》2019-02-25

《医药生物行业报告_【联讯医药周观点】明晟扩容启示录：买核心医药资产、行业头部公司，疫苗行业最受益》2019-03-04

《医药生物行业报告_【联讯医药周观点】业绩浪、长期资金持续流入，医药蓝筹白马股价历史新高再新高》2019-03-18

医药生物

【联讯医药周观点】估值修复后看业绩主线，重点关注一季报高增长标的

投资要点

◇ 本周观点：估值修复后看业绩主线，重点关注一季报高增长标的

估值修复接近尾声。医药生物（SW）指数 PE（TTM）从年初不足 25 倍的历史低位，修复到当前约 35 倍估值，略低于近 5 年来的波动区间中枢位置（中位数约 38 倍），考虑到近年来医保控费等行业政策面因素较之前严厉，我们认为估值修复接近尾声，未来进一步上涨更多回归业绩主线（概念股、妖股除外）。

上涨回归业绩主线。遵循我们 19 年年度策略：聚焦景气赛道，关注非药（器械&服务）和政策免疫的药（生物制品、创新药），我们建议从上至下选股，重点关注一季报高增长标的。器械行业如迈瑞医疗（19Q1 17%-27%），生物制品如长春高新（19Q1 增 60-80%）、智飞生物（19Q1 增 85%-105%）都公告 19Q1 业绩预告，业绩稳定高速增长，行业属性又基本不受医保控费等政策影响，从 19 全年业绩前瞻看，这些公司 19PE 估值在 30 倍左右，依然便宜。

◇ 一周市场回顾

本周上证综指冲高回落收于 3188 点，周跌幅-1.78%；医药生物（SW）指数周线八连阳后，本周收跌-1.46%，排 28 个行业涨跌幅榜第 8 位，强于大市。具体细分子行业化学原料药涨幅第一（周涨幅 2.37%），中药受消费属性云南白药、片仔癀、东阿阿胶等本周表现较强拉动，是本周医药行业唯二上涨子板块之一，周涨幅 0.16%；生物制品和医疗器械本周分别下跌-3.29%和-2.69%。

个股涨跌幅榜中（剔除新股），工业大麻和超级真菌概念股整体涨幅较大，医药生物行业个股表现前五的为：方盛制药（61.10%）、福安药业（26.66%）、兴齐眼药（26.65%）、维力医疗（22.39%）和海翔药业（16.93%）。超级真菌概念方盛制药、工业大麻概念福安药业表现强势。

跌幅前五为：荣泰健康（-11.46%）、通化金马（-11.43%）、赛托生物（-10.78%）、国新健康（-10.73%）和瑞康医药（-9.98%）。

估值：截止上周五（4 月 12 日），医药生物（SW）全行业 PE（TTM）约 34.5 倍，PB（LF）3.90，从十年长周期历史估值来看，目前指数 PE 估值仍处于历史低位。与沪深 300 PE（TTM）估值比较，医药生物估值溢价率为 160.5%，溢价率仍处于 4 年历史低位附近。

◇ 重要行业政策和公司公告

行业：5 省跟进集采结果，4+7 全国联动将至；国务院部署年度工作：药监局、医保局有这些任务。



公司：多家公司公告年报及一季报预告，重点跟踪公司爱尔眼科（300015）预告 2019Q1 同比增长 32%-42%，迈瑞医疗（300760）预告一季度归母净利润同比增 17% - 27%。

◇ 医药（中药饮片、维生素原料药）价格跟踪

成都中药材价格指数：商务部发布的中国成都中药材价格指数最新指数为 166.32 点，相较去年 8 月高点（171.4 点）略有下跌，总体上看，中药材价格指数从 2011 年开始持续走高，从低位以来涨幅约 50%。

维生素（饲用）价格指数：目前（4 月 15 日），维生素价格指数为 150.6，今年以来小幅波动，基本接近 2017 年 5 月份上涨前的指数点位，较去年 12 月初高点（191.0）回落约 21.1%；具体细分品种方面，泛酸钙市场报价涨幅明显，从去年十月初 70-80 元/kg 大幅上涨至目前 230 元/kg，涨幅约 206.7%，当前价格基本稳定；叶酸较去年十月低点上涨 75.0%，维生素 A 上涨 23.23%，维生素 E 上涨 20.59%，其他维生素品种有不等跌幅。

◇ 风险提示

政策风险，药械招标降价超预期风险，产品价格下跌，宏观经济风险。



目 录

一、一周市场回顾：大市颠簸加剧，医药防御优势尽显	4
（一）整体：大市冲高回落，医药表现强于大市	4
（二）医药生物二级子行业：工业大麻和超级真菌概念股领涨	4
（三）个股涨跌幅榜	5
（四）医药生物估值比较：估值仍处于历史分位低估区间，溢价率维持低位	6
二、重要行业政策和动态、公司公告	7
（一）行业重要政策、新闻	7
（二）重点跟踪公司公告	7
三、医药（中药饮片、维生素原料药）价格跟踪	7
（一）中药材价格指数跟踪：持续缓步上升	7
（二）主要原料药（维生素）价格跟踪	8
四、联讯医药周观点	10
本周观点：估值修复后看业绩主线，重点关注一季报高增长标的	10
五、风险提示	10

图表目录

图表 1： SW 一级行业指数一周市场表现（4 月 8 日-4 月 14 日）	4
图表 2： 医药生物子行业上周市场表现	5
图表 3： 今年以来医药生物子行业涨跌幅	5
图表 4： 个股周涨幅榜前十	5
图表 5： 个股周跌幅榜前五	5
图表 6： 医药生物十年长周期 PE（TTM）估值	6
图表 7： 医药生物当前 PE（TTM）估值历史分位	6
图表 8： 医药生物指数对沪深 300 指数 PE（TTM）溢价率	6
图表 9： 成都中药材价格指数（数据截止 2019/4/8）	8
图表 10： 主要维生素品种近期市场报价及区间涨幅（数据截止 2019/4/15）	8
图表 11： 近 5 年来饲用维生素价格指数（2014 年-至今）	9
图表 12： 主要维生素品种市场报价走势（2017.1.1-至今）	9



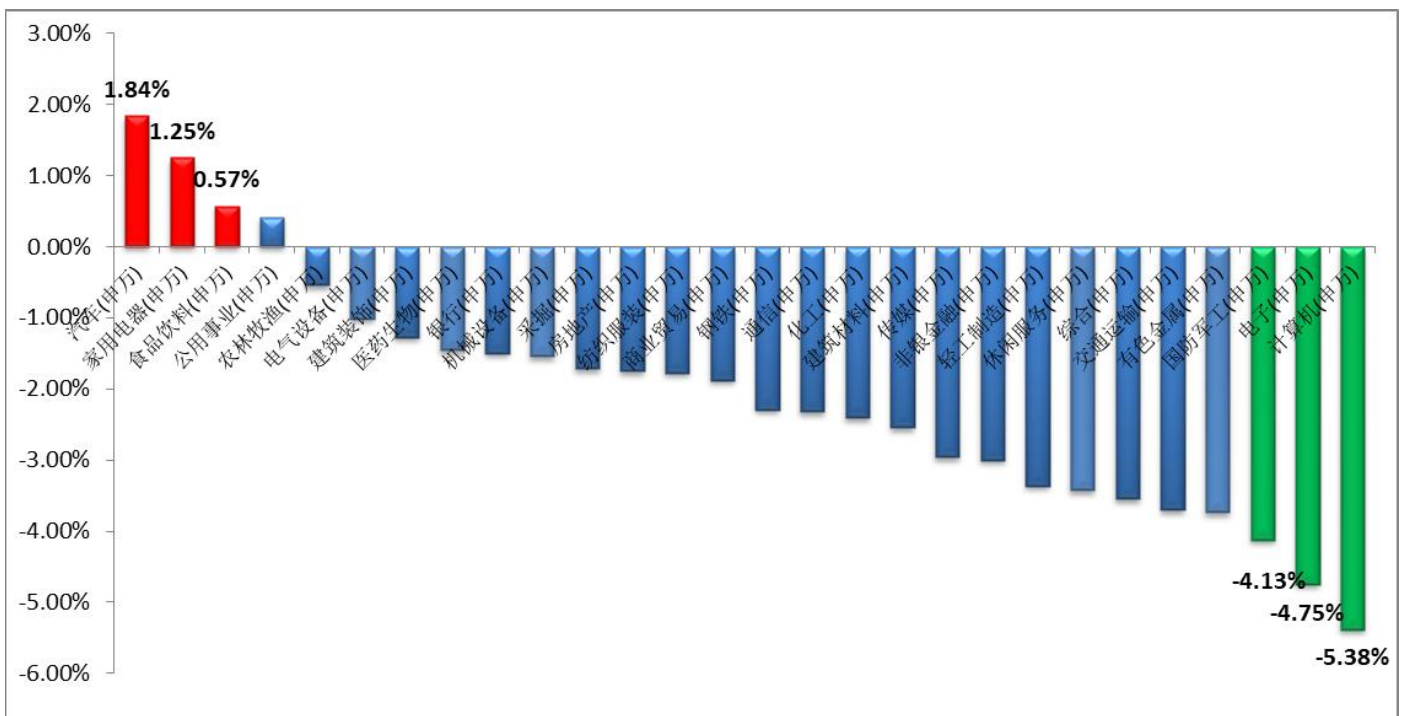
一、一周市场回顾：大市颠簸加剧，医药防御优势尽显

（一）整体：大市冲高回落，医药表现强于大市

本周上证综指冲高回落收于 3188 点，周下跌-1.78%，四月份以来仍上涨 3.17%；医药生物（SW）指数周线八连阳后，本周收跌-1.46%，排 28 个行业涨跌幅榜第 8 位，强于大市。

本周 28 个 SW 一级行业跌多涨少，仅汽车、家用电器、食品饮料和公用事业四个子行业上涨，其余全部下跌。汽车板块周涨幅第一（+1.84%），涨幅排名第二、三位置的为家用电器和食品饮料，涨幅分别为 1.25%和 0.57%；计算机、电子、国防军工成为下跌前三的行业指数。具体涨跌幅见表一。

图表1： SW 一级行业指数一周市场表现（4 月 8 日-4 月 14 日）



资料来源：Wind ,联讯证券研究院

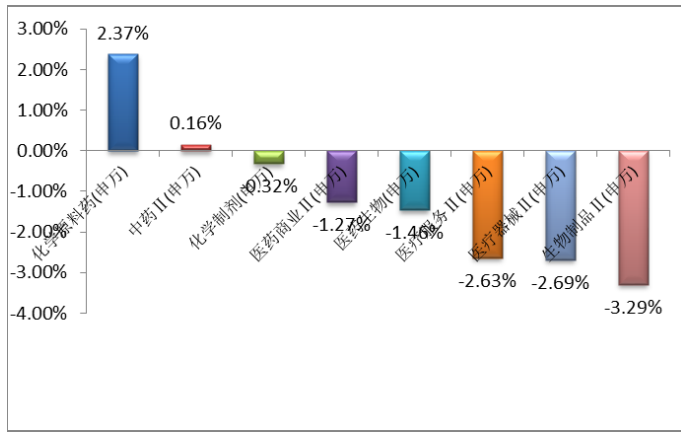
（二）医药生物二级子行业：工业大麻和超级真菌概念股领涨

医药生物细分子行业跌多涨少，受江苏化工事故影响，山东、江苏等部分省化工园区安全检查，存涨价预期的化学原料药涨幅第一（周涨幅 2.37%），中药受消费属性云南白药、片仔癀、东阿阿胶等本周表现较强拉动，是本周医药行业唯二上涨子板块之一，周涨幅 0.16%；生物制品和医疗器械本周分别下跌-3.29%和-2.69%。

今年以来，化学制剂涨幅暂居前（+43.53%），我们认为是对前期政策密集出台股价短期大幅下跌后的正常估值修复，带量采购政策出台后化学制剂相关公司跌幅最大；另外除医药商业年涨幅稍落后外，其余几个子行业年涨跌幅接近，差别不大；板块间涨幅较均匀，化学制剂领涨，更体现本轮上涨主要是估值修复行情，业绩面、政策面等其他因素影响是次要原因。

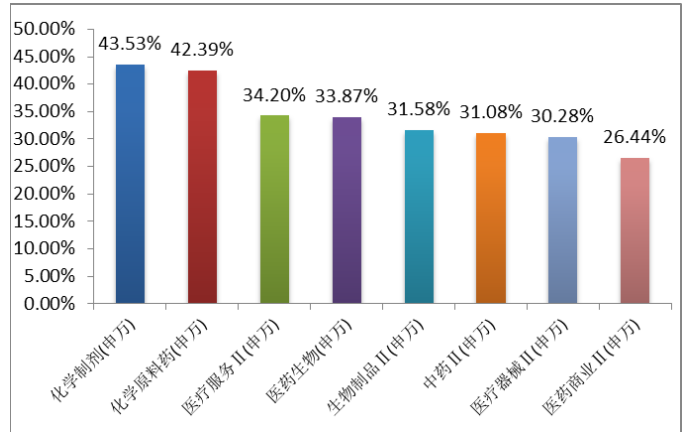


图表2: 医药生物子行业上周市场表现



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表3: 今年以来医药生物子行业涨跌幅



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

(三) 个股涨跌幅榜

本周工业大麻和超级真菌概念股整体涨幅较大, 医药生物行业个股涨跌幅榜中(剔除新股), 表现前五的为: 方盛制药(61.10%)、福安药业(26.66%)、兴齐眼药(26.65%)、维力医疗(22.39%)和海翔药业(16.93%)。超级真菌概念方盛制药、工业大麻概念福安药业表现强势。

跌幅前五为: 荣泰健康(-11.46%)、通化金马(-11.43%)、赛托生物(-10.78%)、国新健康(-10.73%)和瑞康医药(-9.98%)。

图表4: 个股周涨幅榜前十

公司代码	公司名称	所属二级行业	周涨跌幅	年初至今	PE (TTM)	PB (LF)
603998	方盛制药	中药II	61.10%	168.74%	121.3	5.1
300194	福安药业	化学制药	26.66%	138.32%	-25.3	2.5
300573	兴齐眼药	化学制药	26.65%	48.72%	145.2	3.8
603309	维力医疗	医疗器械II	22.39%	105.00%	60.2	4.2
002099	海翔药业	化学制药	16.93%	113.94%	25.1	3.1
002750	龙津药业	中药II	16.51%	252.86%	570.6	12.2
600422	昆药集团	中药II	15.82%	125.08%	31.6	2.8
300412	迦南科技	医疗器械II	14.20%	38.19%	66.3	3.0
300158	振东制药	化学制药	14.00%	51.71%	-44.1	1.1
300702	天宇股份	化学制药	13.97%	77.35%	42.3	5.2

资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表5: 个股周跌幅榜前五

公司代码	公司名称	所属二级行业	周涨跌幅	年初至今	PE (TTM)	PB (LF)
603579	荣泰健康	白色家电	-11.46%	28.28%	20.8	3.5
000766	通化金马	中药II	-11.43%	47.96%	29.6	2.1
300583	赛托生物	化学制药	-10.78%	10.35%	31.1	2.2
000503	国新健康	医疗服务II	-10.73%	57.12%	387.6	17.2
002589	瑞康医药	医药商业II	-9.98%	20.37%	19.8	1.5

资料来源: Wind, 联讯证券研究院



（四）医药生物估值比较：估值仍处于历史分位低估区间，溢价率维持低位

截止上周五（4月12日），医药生物（SW）全行业 PE（TTM）约 34.5 倍，PB（LF）3.9 倍。医药行业属于弱周期行业，需求刚性明显，且主要内需为主，基本不受经济周期波动和国际贸易博弈影响，另外随着我国老龄化加深，医疗保健需求将持续上升，我们认为明年医药行业基本不存在增速大幅下滑的可能，2018 年前三季度行业整体营收和扣非归母净利润都保持约 20% 的较快增速，假设保守估计今年医药行业维持 15% 左右的增速，则当前板块点位对应 19PE 估值约 30 倍。

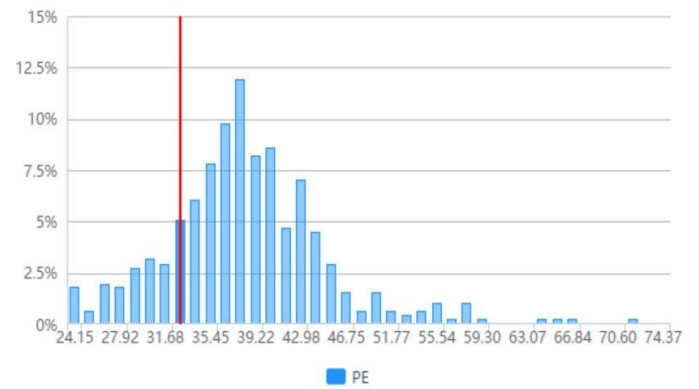
2008 年-2018 年十年长周期，医药生物 SW（801150）PE（TTM）波动区间大概 30-50 倍，波动中枢约 40 倍，指数处于 30 倍以下区间时间极短；另外，从历史分位区间看，当前医药生物 PE（TTM）估值仍处于历史分位左端低估位置，目前指数 PE 估值仍处于历史底部区间。

图表6：医药生物十年长周期 PE（TTM）估值



资料来源：Wind，联讯证券研究院

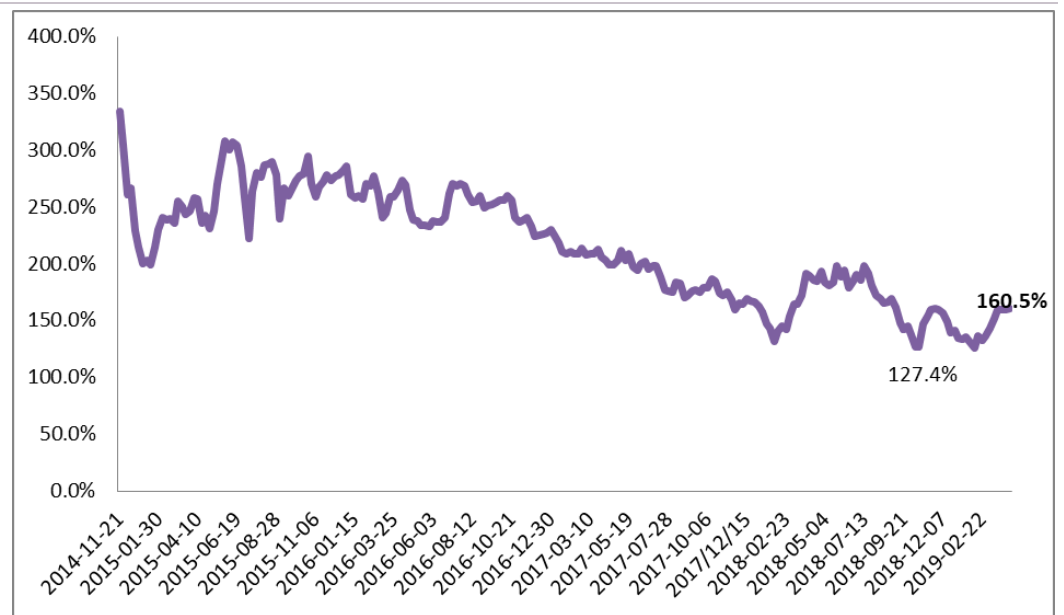
图表7：医药生物当前 PE（TTM）估值历史分位



资料来源：Wind，联讯证券研究院

与沪深 300 PE（TTM）估值比较，医药生物估值溢价率为 160.5%，上周医药生物指数跑赢沪深 300 指数，溢价率与上周比略有上升，但仍处于 4 年历史低位附近。

图表8：医药生物指数对沪深 300 指数 PE（TTM）溢价率



资料来源：Wind，联讯证券研究院



二、重要行业政策和动态、公司公告

（一）行业重要政策、新闻

1、5省跟进集采结果，4+7全国联动将至。（赛柏蓝）

事件：4月10日，江西省医保局联合江西省卫健委下发文件，要求全省各公立医疗机构填报25种国家带量采购中选品种的年度计划采购量，江西正积极为全省推进4+7集采结果而做准备。截止目前，据相关公开信息安徽、山东、四川、福建省或将跟进带量采购，医改先行区福建三明，目前已积极跟进并开始落地4+7中选结果，2月25日信立泰的氯吡格雷以4+7中选价格正式进入三明联盟采购目录，后续三明市医保局将继续推进剩余中选品种落地。4月11日，四川省卫健委发布通知，要求及时分步推进4+7集采，逐步扩大试点范围。

2、国务院部署年度工作：药监局、医保局有这些任务。（医药经济报）

事件：4月9日，国务院发布“国务院关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见”，就报告中确定的重点工作，提出部门分工意见。国家药监局牵头或分工负责的重点工作共有3条，可细分为6项，其中多数与国家卫健委和国家医保局分工负责，涉及疫苗安全、罕见病用药、儿童用药等。国家医保局牵头或分工负责的重点工作共有6条，可细分为12项，其中8项与保险有关的工作为国家医保局牵头，涉及护理保险、大病保险、药品集中采购、慢性病用药纳入医保等。

（二）重点跟踪公司公告

1、爱尔眼科（300015）预告2019Q1同比增长32%-42%。

事件：公司公告2019Q1归母净利润2.86-3.07亿元，同比上升32%-42%。

点评：增长主要是由于公司品牌影响力持续增强，各项业务经营规模不断扩大，市场占有率持续提高；另一方面，居民眼健康意识逐步加强，医疗消费稳步升级，加之国家近视防控战略、防盲治盲等政策的推进实施，共同促进了业绩的快速增长。目前公司拥有全职医生达3000余名，占全国眼科医生数量约10%，公司通过体系内医院内生增长和体系外医院并购，实现双轮增长，保持年均30%左右的增速，看好公司发展。

2、迈瑞医疗（300760）预告一季度归母净利润同比增17%-27%

事件：预告2019Q1公司营收372,172.53万元-404,535.36万元，比上年同期增长15%-25%；盈利94,441.35万元-102,513.26万元，比上年同期增长17%-27%。

点评：公司是医疗器械绝对龙头，旗下三大产品系监护、体外诊断、医学影像在国内及全球市占率领先，公司每年研发费用投入10亿元左右，约占器械上市公司研发总投入20%左右，遥遥领先，我们认为保持较高的研发强度（不仅研发营收比，更重要是投入绝对值）是器械保持领先发展之道，当前公司估值约43倍，估值合理，建议保持关注。

三、医药（中药饮片、维生素原料药）价格跟踪

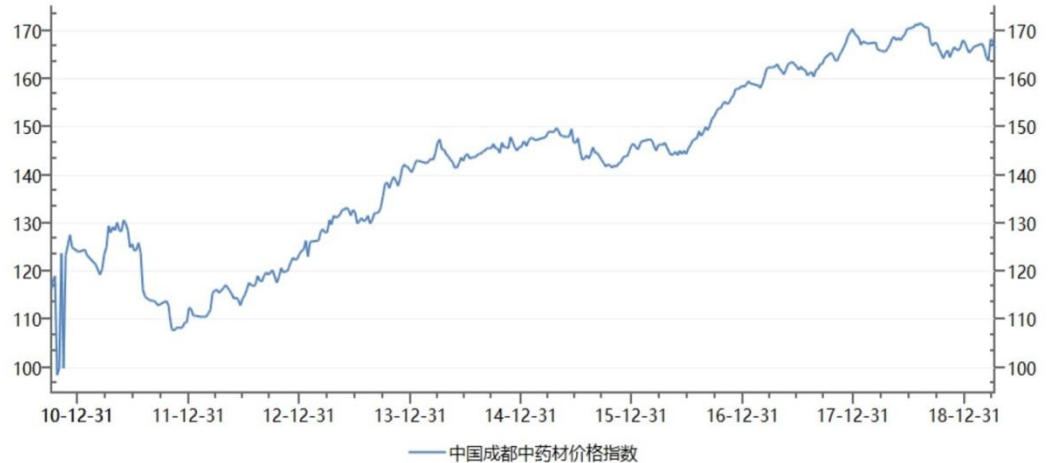
（一）中药材价格指数跟踪：持续缓步上升

据商务部发布的中国成都中药材价格指数，最新中药材价格指数为166.32点，相较



去年 8 月高点（171.4 点）略有下跌，总体上看，中药材价格指数从 2011 年开始持续走高，从低位以来涨幅约 50%。目前维持在历史高位附近。我们注意到 2018 年前三季度中药子行业营收和扣非归母净利润分别同比增长 25.8% 和 13.2%，扣非后的核心归母净利润增速从 2016 年见低点后，缓慢回升，增速低于营收，我们认为中药材原材料的持续上涨对中成药利润端带来一定压力，是其原因之一。

图表9： 成都中药材价格指数（数据截止 2019/4/8）



资料来源：商务部，Wind，联讯证券研究院

（二）主要原料药（维生素）价格跟踪

维生素原料药行业整体产能过剩，细分品种寡头竞争市场格局明显；下游需求以饲用为主，由于添加量较少，维生素添加剂在饲料中成本占比 1-2%，单个品种成本占比就更微乎其微，下游客户对单个产品涨价不敏感。

维生素价格周期波动来源于生产端。寡头竞争格局决定一旦某个企业因各种原因（环保、检修、事故等）停产减产，细分品种供给端将明显收缩，品种市场报价急剧上涨；但产能过剩压制价格长期维持高位，其他企业增长或停产减产因素消除后，供应恢复，价格下降恢复到正常水平；因此，维生素原料药价格周期波动明显。近年来，环保政策持续收紧，中央和地方环保督查和安全检查等监管频频，我们跟踪主要几种维生素市场报价走势。

目前（4 月 15 日），维生素价格指数为 150.6，今年以来小幅波动，基本接近 2017 年 5 月份上涨前的指数点位，较去年 12 月初高点（191.0）回落约 21.1%；具体细分品种方面，泛酸钙市场报价涨幅明显，从去年十月初 70-80 元/kg 大幅上涨至目前 230 元/kg，涨幅约 206.7%，当前价格基本稳定；叶酸较去年十月低点上涨 75.0%，维生素 A 上涨 23.23%，维生素 E 上涨 20.59%，其他维生素品种有不等跌幅。

图表10： 主要维生素品种近期市场报价及区间涨幅（数据截止 2019/4/15）

维生素品种	10月初	2019-4-15	区间涨幅
VB5（泛酸钙）	75	230	206.67%
叶酸	200	350	75.00%
VA	247.5	305	23.23%
VE	34	41	20.59%



VC	33	27.5	-16.67%
VB2	157.5	130	-17.46%
VD3	385	292	-24.16%
VB6	245	170	-30.61%

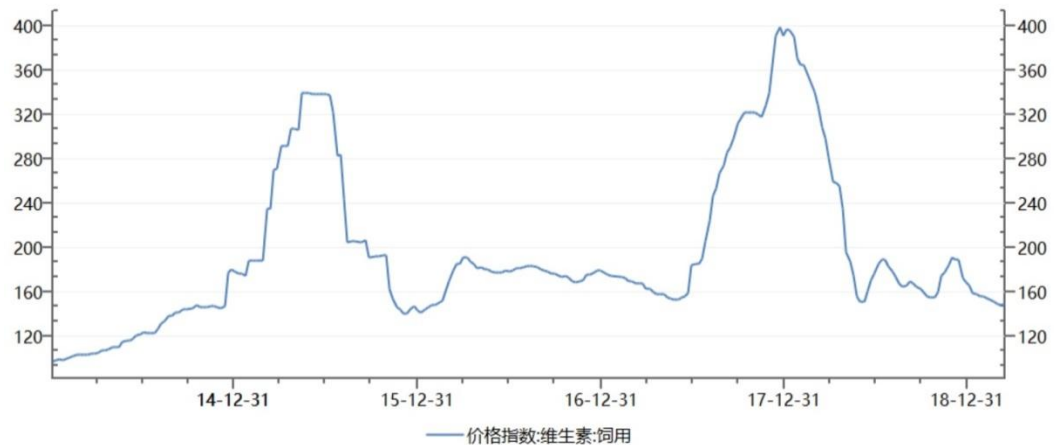
数据来源: Wind, 联讯证券研究院

A 股代表企业（优势品种）分别有：亿帆医药（泛酸钙）、花园生物（维生素 D3）、广济药业（维生素 B2）、新和成（维生素 A、维生素 E），优先推荐亿帆医药（泛酸钙）。

亿帆医药是泛酸钙（VB5）龙头。世界 VB5 市场呈高度寡头垄断格局，全球仅 5 家生产企业，亿帆鑫富（亿帆医药旗下子公司）、山东新发、山东华辰、帝斯曼、巴斯夫等五家。亿帆鑫富是 VB5（泛酸钙）龙头，VB5 产能为 8000 吨左右，占全球总产能 40%左右，山东新发 6000 吨左右，山东华辰 3000 吨左右，巴斯夫和 DSM 产能均在 2400 吨左右。另国内还有兄弟科技（002562）一期 5000 吨 VB5 产能新投产。

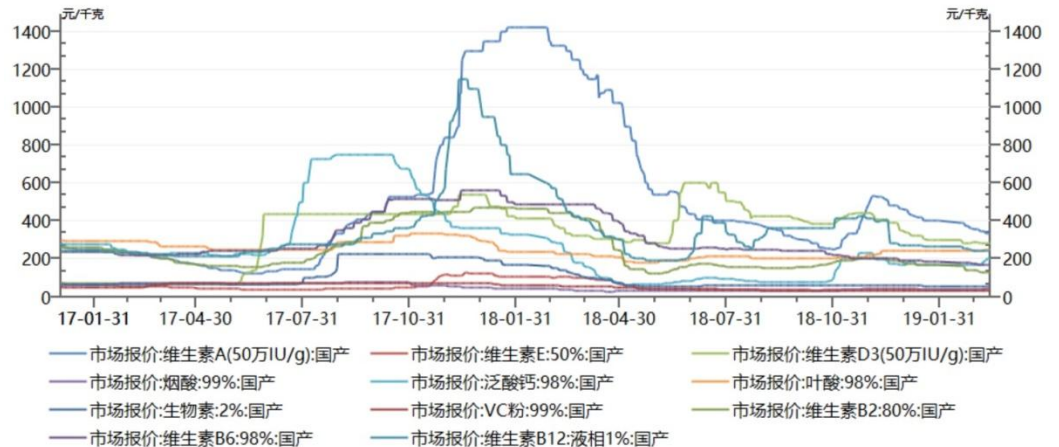
公司维生素 B5 系列产品主要生产基地在浙江杭州临安，安徽安庆鑫富和重庆鑫富主要为 VB5 生产配套原材料和辅料；产品主要以海外销售为主，出口比例约占 70%。

图表 11: 近 5 年来饲用维生素价格指数（2014 年-至今）



资料来源: 商务部, 联讯证券研究院

图表 12: 主要维生素品种市场报价走势（2017.1.1-至今）



资料来源: Wind, 联讯证券研究院



四、联讯医药周观点

本周观点：估值修复后看业绩主线，重点关注一季报高增长标的

估值修复接近尾声。医药生物（SW）指数 PE（TTM）从年初不足 25 倍的历史低位，修复到当前约 35 倍估值，略低于近 5 年来的波动区间中枢位置（中位数约 38 倍），考虑到近年来医保控费等行业政策面因素较之前严厉，我们认为估值修复接近尾声，未来进一步上涨更多回归业绩主线（概念股、妖股除外）。

上涨回归业绩主线。遵循我们 19 年年度策略：聚焦景气赛道，关注非药（器械&服务）和政策免疫的药（生物制品、创新药），我们建议从上至下选股，重点关注一季报高增长标的。器械行业如迈瑞医疗（19Q1 17%-27%），生物制品如长春高新（19Q1 增 60-80%）、智飞生物（19Q1 增 85%-105%）都公告 19Q1 业绩预告，业绩稳定高速增长，行业属性又基本不受医保控费等政策影响，从 19 全年业绩前瞻看，这些公司 19PE 估值在 30 倍左右，依然便宜。

五、风险提示

政策风险，药械招标降价超预期风险，维生素原料药价格大幅下跌，宏观经济风险。



分析师简介

李志新，中国科学院生物化学与分子生物学博士。2015年11月加入联讯证券，现任研究院医药行业分析师，证书编号：S0300518010002。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com