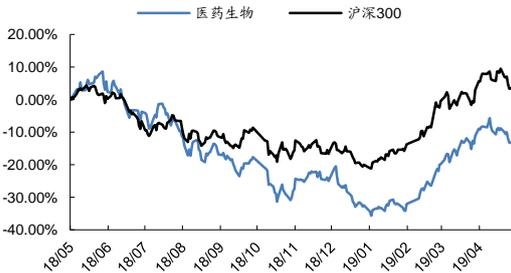


研究所
证券分析师: 代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
联系人: 周超泽 S0350117090026
zhoucz@ghzq.com.cn

估值重塑进程过半, 寻找周期成长双向结构性机会

——医药生物行业周报

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
医药生物	0.3	29.3	-12.5
沪深300	4.6	22.5	3.8

相关报告

《医药生物行业首批科创板受理名单专题研究: 安翰科技, 胶囊内镜行业的领先企业》——2019-03-27

《医药生物行业首批科创板受理名单专题研究: 安翰科技, 胶囊内镜行业的开拓者和领导者》——2019-03-26

《医药生物行业周报: 带量采购政策预期稳定, 关注一季报高增长和原料药周期性机会》——2019-03-25

《医药生物行业周报: 猪瘟影响方兴未艾助推肝素长周期, 创新方向坚定不移》——2019-03-11

《医药生物行业周报: 生物医药是科创板主要受益方, 创新药板块有望迎来进一步估值重塑》——2019-03-04

投资要点:

■ **市场行情:** 上周医药生物板块涨幅-4.80% (加权平均), 涨幅在28个行业中排名第4位, 跑赢沪深300指数0.81个百分点。医疗器械表现相对较好, 涨幅为-0.95%; 涨幅最小的板块是中药, 涨幅-6.43%。其他板块表现如下: 化学制药(-4.55%)、生物制品(-4.12%)、医疗服务(-2.42%)、医药商业(-4.73%)。

■ 本周重点资讯:

- 4月26日, 中国人大网发布中华人民共和国疫苗管理法(草案)(二次审议稿)征求意见。
- 4月25日, 东音股份发布公告将进行重大资产置换及发行股份等方式将山东罗欣药业整体并入上市公司。

■ 本周观点更新: 估值重塑进程过半, 寻找周期成长双向结构性机会

上周(20190422-20190426), 医药行业年报&一季报已基本发布完毕, 医药行业的稳增长特质再次得到验证, 医药行业指数虽然跟随大盘实现了-4.80%的涨幅, 但行业指数跑赢沪深300指数0.81个百分点, 跑赢创业板指数0.17个百分点。在申万一级行业中, 处于涨幅榜的第4位(28个一级行业)。从医药板块个股涨跌幅分析, 涨幅靠前品种集中在眼科产业链和医疗器械, 前期涨幅较大的原料药板块有所回调。从估值角度来看, 截止2019年4月26日, 医药行业动态PE为32.50倍, 相比2018年5月带量采购前医药行业最高估值的39.38倍仍有一定空间, 但相对带量采购后最低点的23.49倍已经上涨约38%, 相对沪深300溢价率1.61倍, 仍然在历史中部偏下位置, 但是带量采购后制药行业整体的估值中枢已经显著下移, 估值重塑并非医药行业行情主逻辑, 估值修复实质已过半程, 中长期来看, 医药行业的业绩稳增长属性和创新性才是行业的核心投资逻辑, 短期来看, 一季报业绩空窗期后我们认为应该从周期和

高景气细分领域等方向去挖掘结构性机会。

周期方向，原料药结构性机会仍是 Q2 重点主题之一，原料药黑天鹅不仅是短期弹性，新一轮长期去产能才刚刚开始。3 月 21 日江苏盐城市响水县化工园区发生爆炸后江苏省连续发生多起化工企业火灾爆炸事故，4 月 15 日山东省济南市历城区董家镇齐鲁天和惠世制药公司车间发生火灾事故，随后，内蒙古伊东集团东兴化 PVC 车间发生爆炸事故。各地陆续发布针对化工园区和医药化工等企业的安全生产，环保等隐患排查整治专项行动，具体对原料药行业的影响我们认为主要分为两个方面四个维度：

一方面是短期影响到医药化工，精细化工等企业的正常生产，可能致化学合成类的原料药因中间体或侧链缺货而引起新一轮涨价周期；

第二方面是从江苏省到全国化工大省的清理整顿，化工原料药行业将面临新一轮中长期去产能。

具体到新周期的影响品种和范围我们认为应该从时间、空间四个维度来看：

第一维度是，响水园区确定性关停和园区内的相关品种和企业产能收缩是短期弹性也是长期去产能机会。4 月 5 日盐城市决定彻底关闭响水化工园区，将陈家港列入全市改善农民群众住房条件试点。根据我们梳理，江苏省盐城市响水县化工园区内企业受影响原料药品种主要为抗生素原料药**舒巴坦系列**，园区内华旭药业是重要的抗生素原料药舒巴坦的供应商，此次生产线受损严重，预计异地重建将至少需要 3 年左右时间。**从产能格局来看**，国内舒巴坦产能约 1550 吨，需要约 1000 吨，市场主要供应商为富祥股份（500-600 吨）、江苏华旭药业（400 吨），新进产能常州红太阳（100 吨）、济宁华惠化工（300 吨）和江西华邦医药（250 吨）目前限于工艺成本、原料药备案等多方面因素较难销售放量，因此此次华旭药业产能关停使得供给缩减近 40%。从价格方面来看，据健康网消息，受 3 月 21 日盐城响水园区化工厂爆炸事故影响，富祥股份舒巴坦酸停止对外报价，停报前舒巴坦酸价格在 650-680 元/kg，3 月 29 日公司已恢复报价，舒巴坦酸报价上涨至 750-800 元/kg，另一供应商华邦医药 4 月 2 日已恢复报价，舒巴坦酸报价 750 元/kg，我们认为一方面目前新增产能较难放量，华旭药业异地重建至少需要 3 年左右周期，市场供应持续紧张有望继续推高舒巴坦价格，近期，根据健康网报道，4 月 22 日舒巴坦酸再次停报，价格有望再次上涨；另一方面去年同期中间体 6-APA 价格处于高位，成本较高，2018 年四季度 6-APA 价格开始下滑，今年同期 6-APA 中间体成本显著低于去年将增厚舒巴坦系列原料药利

润，舒巴坦的高景气有望至少延续一年以上。

第二维度是，盐城市三大化工园区面临最严格监管，盐城市化工园区相关品种和企业短期受到影响将至少持续一到两个季度。此次响水爆炸后，盐城市决定开展无化区建设，主要化工园区如响水、大丰区、滨海区等相关企业产能已经开始停产，中长期有搬迁可能，涉及到的主要品种为抗生素中间体 **4-AA** 和维生素品种 **生物素、维生素 B1**。

4-AA（培南产业链）方面，国内主要供应商为富祥股份（300吨）、海翔药业（200吨）、九洲药业（200吨）、浙江新东港药业（100吨）等四家从中间体开始做起，全市场需求约 500 吨左右，产能供给过剩。4-AA 产业链上游为中间体 4-AA，中游为培南主环（MAP）和侧链，下游为美罗培南。除以上三家供应商主要做上中游以外，尚有凯莱英主要外购 4-AA 用于生产下游产品美罗培南。2018 年 4-AA 受环保影响已开始从 2017 年 7 月的报价 880-900 元/kg 左右上涨到 1500 元/kg，由于供过于求，市场交易量较小；2019 年 3 月培南主环（MAP）价格为 2300-2500 元/kg，相对 2018 年初上涨约 40%。此次爆炸后，盐城滨海区有一家 4-AA 厂商汉阔生物停产，大丰区尚有九洲药业的 4-AA 厂家预计也将受到影响，4-AA 厂商开始停报，此次停报前报价约 1500 元/kg，4 月 26 日，培南主环（MAP）恢复报价，报价区间从 2019 年 3 月的 2300-2500 元/kg 上移至 2500-2800 元/kg。我们预计此次盐城市爆炸事件影响一方面将使得去年大幅度上涨后的报价提升订单执行量推高相关企业业绩，此外从盐城市长期去产能和市内无化区建设方面考虑，4-AA 和下游培南主环、培南侧链、粗品等价格不排除进一步上涨可能。

生物素方面，生物素供应格局相对分散，具备生物素生产能力的主要厂家有圣达生物、新和成、浙江医药、科兴生物、海嘉诺、安徽泰格等，2018 年全球产能超过 400 吨（纯品），产量 295 吨，需求 230 吨，从产量份额来看，根据博亚和讯统计，海嘉诺（60 吨）占比约 20.33%，海嘉诺生物素产能在盐城市大丰区，此次响水爆炸后，盐城大丰区监管趋严，海嘉诺生物素产能受到影响，生物素价格从历史底部的 50 元/kg（2%饲料级）开始触底反弹，3 月 29 日海嘉诺提高生物素报价到 70 元/kg（2%饲料级），考虑到前期 50 元/kg（2%饲料级）产品价格已趋近寡头成本价，且随着下游库存的不断消耗，我们预计 Q2 生物素报价有望进一步上涨。

维生素 B1 方面，主要供应商为华中药业、天新药业、兄弟科技和帝斯曼，4 月 13 日兄弟科技公告其位于盐城大丰区的维生素 B1 产能临时性停产，我们预计与盐城市在响水爆炸后监管趋严有关。根据博亚和讯统计，2018 年预计全球需求 7300 吨，产量 8400 吨，兄弟科技 2018 年产量预计 1800 吨（21.43%），

此次兄弟科技停产将对维生素 B1 景气度提升提供涨价基础，考虑到维生素 B1 供给格局较为稳定，涨价一致预期较易形成，而对于兄弟科技来说，本身由于库存的存在，停产 1-2 个月对于自身业绩并不会造成影，根据 wind 统计，目前报价从 2019 年 3 月 21 日的 165 元/kg 上涨至 180 元/kg（4 月 26 日）。

第三维度是，江苏省的化工企业短期安全生产大检查和化工园区认定将对部分品种和企业造成短期或长期去产能影响。3 月 21 日响水爆炸后江苏省在发布了《江苏省化工行业整治提升方案（征求意见稿）》，方案量化了整治目标，江苏省化工园区将进行分级认定，认定期三个月，未来化工园区将从 53 个压缩到 20 个，60%以上的化工园区将被取缔，2022 年底从当前的 6000 家化工企业压缩到不超过 1000 家。短期来看，江苏省开展的安全生产大检查以及三个月认定期，近期停产的原料药企业较难恢复，长期来看，化工园区的认定不会一刀切，但是污染大、产值低、安全风险高的园区大概率将逐渐淘汰。我们梳理了相关原料药品种，直接受到影响的原料药主要是叶酸。

叶酸方面，格局较为分散，2015 年叶酸价格暴涨后，吸引了 10 余家新产能进入，此后价格长期居于历史最低位的 180-200 元/kg，基本趋于各寡头成本价。根据博亚和讯统计，预计 2018 年中国叶酸产量 1800 吨，全球需求约 1400 吨，2018 年全球供应格局中，新鸿医药、牛塘化工、天新药业、圣达生物、新发药业分别产量为 450 吨(25%)、420 吨(23%)、400 吨(22%)、320 吨(18%)、70 吨(4%)。本轮提价主要源于三方面因素支撑：一是叶酸合成的三种重要中间体对氨基盐、三氨基盐、三氯丙酮短缺；二是此次江苏省内化工园区重新认定和安全生产专项整治行动使得位于江苏常州的叶酸全球前二供应商新鸿医药、牛塘化工先后停限产；三是价格长期位于价格低部导致下游客户对叶酸采购意愿一直不强，下游库存仅一月左右，骤然出现供给缺口，下游补库存需求有支撑。价格方面，自江苏省化工企业连续爆炸火灾事故后，4 月 2 日天新药业提高叶酸报价至 400 元/kg，4 月 3 日，圣达生物提高叶酸报价至 400 元/kg，4 月 19 日，牛塘化工再次停报，停报前价格 400 元/kg，我们预计随着牛塘化工、新鸿医药这两家占全球供应量近 50%的厂商停限产超过 1 个月后，叶酸供应紧张将继续升温，叶酸新一轮报价有望至少提升至 600 元/kg 以上。

第四维度是，安全生产大检查和化工原料药企业长期去产能将在全国大化工省份蔓延，全国范围内化工原料药大省可能涉及到的品种和企业。河北省、山东省、浙江省等是国内主要的化工企业省份，特别是 4.15 齐鲁天和惠世制药发生火灾事故后，山东省等化工大省的化工企业安全生产专项整治已经启动，相关企业的停限产刚刚开始，涉及到的主要品种是他唑巴坦、泛酸钙等。

他唑巴坦方面，4月15日下午齐鲁天和惠世制药有限公司冻干车间地下室在管道改造过程中发生事故，共导致10人死亡，事故企业齐鲁天和惠世有两个生产基地，此次发生事故的老产能位于山东省济南市历城区董家镇，核心产品及产能情况为硫酸阿米卡星（50吨）、他唑巴坦（70吨）等，新产能位于山东省德州乐陵，产品及产能情况为哌拉西林（1500吨）和200吨他唑巴坦，2018年底投产。他唑巴坦目前的供应格局为富祥股份（100吨），齐鲁天和惠世（70+200吨），江西华邦（80吨）、浙江邦富（40吨），考虑到目前通过FDA认证能供应规范市场的仅富祥股份和齐鲁天和惠世（老产能），事故后老产能已被吊销营业执照，大概率将永久关停，新产能的新工艺认证问题尚未解决，预计至少要到明年左右才能获得海外规范市场出口认证，因此至少今年内规范国家出口市场将受到显著供给收缩，富祥股份成为目前市场上唯一可供应规范市场的他唑巴坦原料药企业。2016年10月齐鲁天和惠世爆炸上一次重大事故之前价格为4800元/kg，爆炸后价格处于上涨趋势，此次415事故前他唑巴坦报价维持在8000元/kg，事故后他唑巴坦维持停报状态，我们预计新报价有望达到10000元/kg左右，按照富祥股份100吨销量测算，我们估算他唑巴坦提价对富祥股份的业绩贡献弹性为：他唑巴坦价格每提高1000元/kg，富祥股份增厚净利润约7200万元，业绩弹性较大。

泛酸钙方面，目前全球具备泛酸钙/泛醇生产能力的厂家主要有亿帆医药、新发药业、山东华辰、兄弟科技（2017年Q4投产），以及国外帝斯曼、巴斯夫，根据博亚和讯统计，2018年全球供应量23400吨，全球需求约20000吨，各家供应量分别为亿帆医药8800吨、新发药业6800吨、山东华辰2000吨、帝斯曼3000吨、巴斯夫2500吨。2017年由于价格急剧上涨，多家新产能进入导致2018年竞争激烈，价格快速回落，2018年5月降至65元/kg左右，此后一直在底部徘徊，趋近各寡头成本价。本轮泛酸钙涨价主要源于三方面因素，第一，从泛酸钙的工艺链来看，泛解酸内酯是关键中间体，目前国内产能除老三家亿帆医药、新发药业、山东华辰基本实现泛解酸内酯自给自足外，新产能基本完全或者部分来源于外购，目前国内专门生产泛解酸内酯中间体的供应商主要为小型化工厂，2018年Q4部分供应商停产导致市场上泛解酸内酯短缺，新产能无法释放，泛酸钙价格开始触底反弹。第二，随着下游库存的消耗，近期下游库存已经不足一个月；第三，3.21响水爆炸后4月9日山东省政府安委会办公室发布消息，决定在全省开展为期3个月的危险化学品、煤矿、非煤矿山、消防、冶金工贸等重点行业领域安全生产专项执法检查，特别是415齐鲁天和惠世火灾事故后，山东省环保安全检查进一步趋严，两家主要泛酸钙山东新发和山东华辰有进一步停限产可能，根据博亚和讯统计，目前泛酸钙市场报价已提升至380-400元/kg，我们预计随着山东省主要泛酸钙厂商停限产，泛酸钙供应紧张有望进一步提升，泛酸钙

市场新一轮报价有望至少提升至 500 元/kg 以上。

从原料药的投资策略来看，其周期属性一定是跟随价格的涨跌趋势来看，而非业绩兑现来看。实际上大宗原料药（维生素、抗生素中间体等）均具有一定客观的签单周期，特别是维生素领域，12 种常用维生素除维生素 A、维生素 E 以外已经基本实现完全国产化，全球竞争模式，国内主要供应商大约 70% 订单是面向海外出口市场的，海外订单一般以季单和半年单为主，因此维生素一般从提价开始到新价格签单的执行兑现到公司业绩往往会滞后 1-2 个季度左右，跟随业绩兑现很难把握投资机会。但是原料药周期属性之外，环保标准具有行业标杆效应，通过新品种布局不断增加增长点的新和成，转型创新药的亿帆医药等又具备了穿越周期的成长属性，利润稳定性和成长性不断凸显，投资价值和公允估值有望显著超越周期品行业。

高景气细分领域方向，2019 年将是生物制品大年，建议继续关注血制品、生长激素、疫苗行业。从规避带量采购政策风险角度来讲，生物制品自费比例高，降价压力不大，2019 年均处于高景气阶段，从生物制品企业一季报情况来看，除康泰生物受长生生物狂苗事件影响核心品种销售额略有下降和安科生物一季度生长激素产能受限以外，其他已公布一季报的重点生物制品企业均实现扣非净利润 20%+ 增长。血制品方向，2018 年底白蛋白去库存已经基本完成，静丙库存也下降显著，2019 年血制品行业复苏趋势显著，批签发增速已开始出现显著反转。疫苗行业 2019 年有望迎来新型疫苗获批、业绩放量、疫苗管理法三大重磅催化剂，4 月 26 日《疫苗管理法》二次审议稿开始征求意见，预计年中左右有望出台，疫苗行业规范化管理有利于行业集中度进一步提升。生长激素方面，长春高新一季报实现扣非后 96.93% 高增长，作为行业龙头，代表了生长激素行业的高景气，安科生物 2019 年也将是产能扩增和水针获批的关键年份，生长激素行业的高景气有望延续。

截止 4 月 26 日，2019 年医药行业动态 PE 为 32.50（整体法，剔除负值），较前期略有提升，相对于沪深 300 溢价率为 1.61 倍，仍处于历史中位偏下位置。近期大盘回调，医药行业业绩稳定增长属性和创新科技增量有望继续凸显，特别是一季报在去年流感疫情扰动的高基数之上医药行业再次验证了稳增长的特质，建议立足中长期收益角度考虑，继续关注长期创新增量和规避政策利空的高景气细分领域，从战略性长跑和创新成长方向去精选个股，短期来看建议继续关注原料药去产能结构性机会，因此继续维持行业**推荐**评级。

子行业逻辑及个股推荐：

1) 关注原料药新一轮去产能结构性机会，布局产品涨价弹性品种。近期盐城响水县爆炸，国内舒巴坦原料药两大龙头之一的

华旭药业生产线受损严重，预计舒巴坦景气度将持续提升，园区外江苏省化工企业安全大检查持续进行，停产蔓延到园区外，培南停止报价，泛酸钙、叶酸、生物素有持续提价预期，推荐**亿帆医药、圣达生物**，建议关注富祥股份、新和成。

2) 规避带量采购，关注高景气消费属性细分方向。行业政策主要影响医保报销领域，而自费用药、自费耗材和服务项目等受政策干扰少，具有确定性的优势。医疗器械方向，伴随诊断市场（自费项目）处于高速增长阶段，推荐龙头企业**艾德生物**。疫苗方向，推荐关注当前独家受益于四价流感疫苗销售的**华兰生物**。生长激素方向，建议关注今年水针获批的**安科生物**。血制品方向，推荐纤原市场学术推广开拓者，采浆增量显著即将进入千吨俱乐部的**博雅生物**。

3) 产业升级方向，具有穿越周期属性的战略性长跑品种。创新转型方向，推荐**科伦药业**，公司的草酸艾司西酞普兰片在 4+7 试点中标，试点区域销售额扩容幅度有望达 4.43 倍以上，增量效应显著，中长期公司研产品线齐全、组合丰富，重点产品首仿居多，有利于帮助其穿越政策周期、不惧带量影响，后发先至成长为研发驱动的新一代国内制药工业龙头。制剂出口方向，海外 ANDA 持续获批，建议关注欧美市场开持续始贡献业绩的**普利制药**。

4) 创新基因纯正，子公司具备科创概念，创新增量进入落地期的创新药成长品种。推荐**安科生物**，生长激素水针已完成现场检查，预计 2019 上半年有望获批，子公司博生吉多款 CAR-T 产品预计将于 2019 年中左右获批临床试验；推荐**亿帆医药**，子公司健能隆的双分子平台 2019 年是研发成果兑现的关键时间节点，F-627 国内预计将于年内完成临床试验并报产，全球多中心有望年底完成临床试验，F-652 预计将于年中左右做完临床 2a 试验并申报孤儿药，创新药估值溢价有望逐渐体现。推荐**海辰药业**，参股子公司意大利 NMS 集团具备全球一流小分子抗癌药研发平台，重磅新药恩曲替尼预计将于 2019 年 Q3 上市，2019 年有望进入 NMS 自有管线加速推进期和海辰药业创新药 license in 落地期。

5) 肝素行业补库存长周期，关注肝素产业链龙头和制剂出口新增量的复合品种。本轮猪瘟进一步加剧粗品供应紧张和价格上涨，前期粗品库存储备丰富供应链稳定的企业原料药涨价的弹性将更加显著，推荐**健友股份**；肝素下游制剂国际化市场开拓将为相关企业提供增量并规避国内制剂未来可能的带量采购影响，推荐**健友股份**，建议关注**海普瑞**。

■ 本周重点推荐个股及逻辑:

亿帆医药: ①泛酸钙进入新一轮涨价周期,泛酸钙市场报价提升至 380-400 元/kg,山东地区安全生产检查趋严,山东厂商有限产预期;②制剂自产品种批文转移工作已基本完成,2019 年制剂板块有望迎来 30%+增速。③健能隆的双分子平台 2019 年是研发成果兑现的关键时间节点,创新药估值溢价有望逐渐体现,其中贝格司亭(F-627)预计国内临床试验 2019 年中三期揭盲,美国市场预计年底完成临床试验,普罗纳亭(F-652)的 GVHD 适应症预计 2019 年上半年有望完成 2a 临床并申报孤儿药。

圣达生物: ①核心品种叶酸开启新一轮涨价周期,响水爆炸后江苏常州两家占据全球 48%供应量的叶酸厂商牛塘化工、新鸿医药停报,叶酸价格从历史最底部的 2000 元/kg 开始上涨,当前报价提升至 400 元/kg 附近,离历史峰值 3200 元/kg 距离尚远;②核心品种生物素开启新一轮涨价周期,生物素核心供应商海嘉诺位于盐城大丰区,目前圣达生物已从 50 元/kg 历史底部提升报价至 70 元/kg,随着下游库存消耗,生物素报价有望在 Q2 继续上涨;③2019 年 Q1 业绩触底,生物保鲜剂产品乳酸链球菌素量增价稳,纳他霉素价增量稳。

健友股份: ①猪瘟影响 4 月底 5 月初全面展现逐步验证,生猪出栏量下滑幅度有望超预期,肝素粗品和原料药价格 Q2、Q3 有望迎来进一步上涨,公司库存全行业领先有望显著受益此轮猪周期;②下游补库存周期刚刚开始,猪瘟影响和下游制剂需求稳定增长进一步提升下游补库存难度,肝素原料药量价齐升周期有望延续 2-3 年,公司出口龙头地位与业绩弹性有望持续显现;③行业扩容+高品质对低品质的替代+进口替代促进国内低分子肝素制剂销售收入进入高速增长期。④深度布局注射剂制剂出口,重磅品种依诺肝素预计今年在欧美、巴西上市实现销售,有望带来收入端、利润端的再造效应。

科伦药业: ①草酸艾司西酞普兰在 4+7 试点城市的带量采购中标,以价换量试点城市销售规模有望扩大 4.4 倍以上,增量效应显著。②公司目前一致性评价品种多数排队靠前,具有先发优势,而且已有份额较低,带量采购带来是增量,预计 2019 年过一致性评价品种有望超过 10 个;③新药研发进入加速收获期,Her2-ADC 实现中美双报获批,创新药研发实力不断获得国际认可;④总经理、董秘等高管连续增持股权,彰显对公司业务转型的信心。

海辰药业: ①NMS 公布全新自有创新药管线,已授权创新药品种陆续获批上市有望持续贡献里程碑和销售分成收益,NMS 全球一流小分子创新药研发平台资质不断获得验证。②核心品种托拉塞米竞争对手退出存量份额有望翻倍,叠加二线品种头孢

西酮钠新进江苏省医保终端放量有望助力公司近两年业绩维持高增长；③高端仿制药研发管线丰富，预计未来每年上市 2-3 个品种，公司中期新增长点不断接力。

华兰生物：①2019 年 Q1 复苏势头延续，实现归母净利润 2.59 亿元，同比增长 25.16%；②流感疫苗长期增量潜力大，2017-2018 年流感疫情持续高发，群众对流感防控意识逐步提高，目前国内流感疫苗接种率不足 5%，美国接种率在 40%以上。公司是四价流感疫苗独家生产企业，2018 批签发量 512 万支，2019 年预计四价流感疫苗可实现销量 850 万支左右。③血液制品长期保持稳定向上，经历一年的库存消化，血液制品的恢复超预期，目前主要血液制品企业的白蛋白生产库存偏低，静丙库存恢复到正常水平，公司的白蛋白库存已不足 1 个月。

我武生物：①脱敏产品市场潜力大，增长空间充足。公司的独家竞争优势非常有利于价格维持，且公司产品为自费，受医保控费影响小。公司现有产品畅迪保持稳定高增长。在研产品中黄花蒿粉滴剂已经进入 III 期临床末端，户尘螨点刺已经报产，另有 8 个点刺在进行临床试验，未来有望不断贡献新的业绩增量。②2018 年 Q1 到 2019 年 Q1，已连续 5 个季度实现 30% 左右高增长。

艾德生物：①2019 年 Q1 实现归母净利润 3259 万元，同比增长 30.46%。②优先审批和中国加入 ICH,进口新靶点的抗肿瘤新药快速上市，推动伴随诊断市场快速扩容。③公司获批检测试剂快速增加，市场竞争持续巩固提升，11 月 20 日公司获批的人类 10 基因突变联合检测试剂盒，为公司也是国内首个跨癌种 NGS 伴随诊断产品。

安科生物：①2019 年 Q1 实现归母净利润 6634 万元，同比增长 11.41%；②生长激素水针预计 2019 年上半年获批，新产能预计 2019 年 Q3 通过 GMP 认证，长效生长激素 III 期临床入组完成，预计 2019 年底申报上市，考虑水针和长效获批和新产能释放，预计未来 2 年生长激素有望维持 40%左右的复合增速；③公司在研大品种丰富即将进入收获期，替诺福韦已获批，曲妥珠单抗类似药（临床 III 期）等多个大品种有望 2019 年报产；④子公司博生吉 CAR-T 产品已申报临床，且与德国默天旒合作自动化生产，有望凭借时间效率和自动化低成本占据国内 CAR-T 第一梯队优势地位。

博雅生物：①2019 年 Q1 实现归母净利润 8920 万元，同比增长 22.99%；②公司 4 月更新了与丹霞的血浆调拨协议，调浆获批预计将在今年下半年，2019 年的存量血浆业绩预计仍能贡献 30%左右增长，未来考虑丹霞注入采浆量千吨潜力仍然具备；③纤原龙头国内首推学术推广，市场空间有望继续打开。

- **风险提示：** 系统性风险；原料药企业业绩兑现不及预期；重点公司外延并购整合不及预期；制剂出口海外申请注册不及预期；创新药鼓励政策实施不及预期；重点公司管线研发进度不及预期；重点公司未来业绩的不确定性。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-04-29 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
002007.SZ	华兰生物	42.75	0.88	1.29	1.55	48.58	33.14	27.58	买入
002019.SZ	亿帆医药	14.45	1.12	1.25	1.42	12.9	11.56	10.18	买入
002422.SZ	科伦药业	28.6	0.52	0.84	1.1	55.0	34.05	26.0	买入
300009.SZ	安科生物	15.0	0.39	0.42	0.52	38.46	35.71	28.85	买入
300294.SZ	博雅生物	29.67	0.89	1.08	1.36	33.34	27.47	21.82	买入
300357.SZ	我武生物	47.91	1.15	0.83	1.09	41.66	57.72	43.95	买入
300584.SZ	海辰药业	24.75	0.82	0.69	0.96	30.18	35.87	25.78	买入
300685.SZ	艾德生物	48.45	1.18	0.88	1.15	41.06	55.06	42.13	增持
603079.SH	圣达生物	27.68	0.91	0.40	0.90	30.5	40.58	30.88	暂不评级
603707.SH	健友股份	32.2	0.74	1.13	1.5	43.51	28.5	21.47	买入

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（圣达生物、亿帆医药盈利预测摘自 wind 一致预测）

内容目录

1、 上周医药生物涨幅-4.80%，医疗器械表现相对较好	13
2、 本周重点资讯:	14
3、 本周观点更新: 估值重塑进程过半，寻找周期成长双向结构性机会	15
4、 本周重点推荐个股及逻辑	20
5、 风险提示	22

图表目录

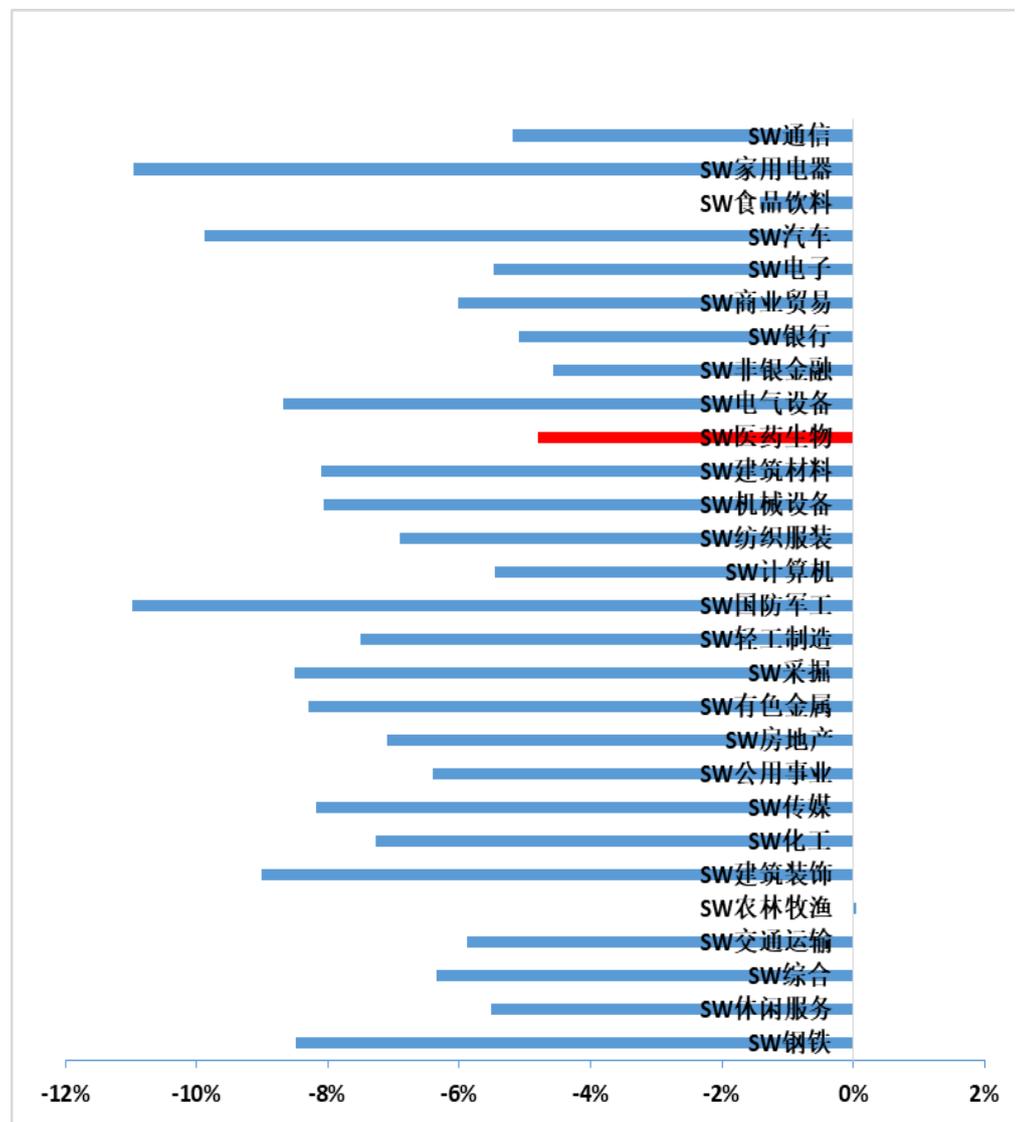
图 1: 上周医药生物涨幅居于 28 个一级子板块第 4 名	13
图 2: 上周医药生物板块各子行业涨幅比较	14

1、上周医药生物涨幅-4.80%，医疗器械表现相对较好

上周医药生物板块涨幅-4.80%（加权平均），涨幅在 28 个行业中排名第 4 位，跑赢沪深 300 指数 0.81 个百分点。医疗器械表现相对较好，涨幅为-0.95%；涨幅最小的板块是中药，涨幅-6.43%。其他板块表现如下：化学制药（-4.55%）、生物制品（-4.12%）、医疗服务（-2.42%）、医药商业（-4.73%）。

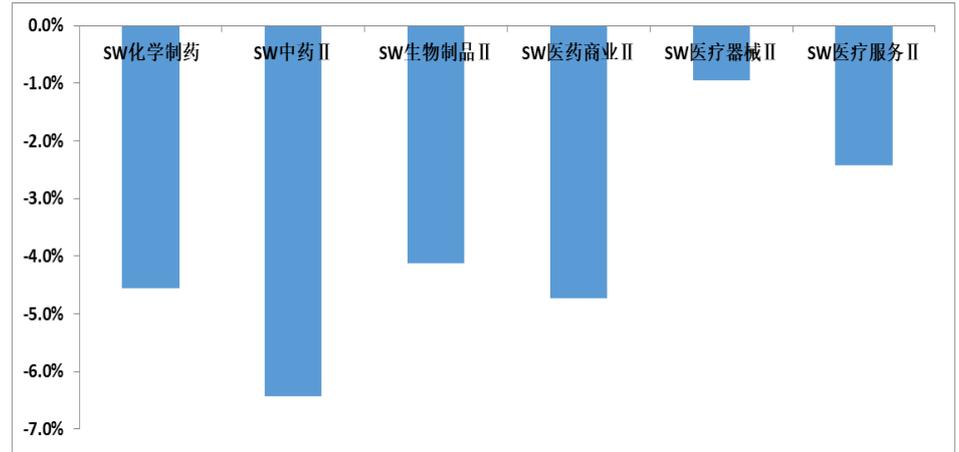
行业整体估值（TTM 整体法，剔除负值）32.50 倍，相对沪深 300PE 溢价率约为 1.61 倍，处于历史中位偏下位置。其中，医疗服务（58.15 倍）、生物制品（38.53 倍）、医疗器械（39.64 倍）估值较高，化学制药（36.01 倍）、中药（23.04 倍）、医药商业（19.10 倍）估值相对偏低。

图 1：上周医药生物涨幅居于 28 个一级子板块第 4 名



资料来源：WIND 资讯、国海证券研究所

图 2：上周医药生物板块各子行业涨幅比较



资料来源：WIND 资讯、国海证券研究所

2、本周重点资讯：

1) 4月26日，中国人大网发布中华人民共和国疫苗管理法（草案）（二次审议稿）征求意见。

全国人大常委会4月12日对《疫苗管理法》再次进行审议，4月26日将疫苗管理法（草案）二次审议稿主要问题的修改情况汇报如下，开始征求意见：

一、有些常委会组成人员提出，草案在突出全过程、全链条监管的同时，对疫苗研制和创新的激励和支持不够，应当进一步充实。

二、国家药品监督管理局提出，为了保障防控传染病等急需疫苗供应，建议增加对急需疫苗可以免于批签发的规定。

三、有的部门、地方和社会公众提出，针对一些地方在预防接种环节发生的疫苗过期、掉包等事件，应当进一步加强预防接种管理，规范预防接种行为。

四、有的常委会组成人员、部门、地方和社会公众提出，预防接种异常反应认定标准过于严格、补偿范围过于狭窄，应当将不能排除是异常反应的也纳入补偿范围，并统一补偿标准。

五、有些常委委员、地方和社会公众提出，应当进一步体现“四个最严”要求，补充完善法律责任，加大对违法行为的惩处力度，提高违法成本。

2) 4月25日，东音股份发布公告将进行重大资产置换及发行股份等方式将山东罗欣药业整体并入上市公司。

4月25日，东音股份发布公告拟除保留2.6791亿元的货币现金、可转债外，在扣除东音股份2018年度现金分红后，将不超过10亿元的其余资产及负债作为拟置出资产，与交易对方持有的罗欣药业99.65476%股权中的等值部分进

行资产置换，拟置出资产最终承接主体为方秀宝指定的主体。如有出售资产，则由资产承接方以货币现金方式向东音股份支付购买。本次拟置出资产、拟置入资产的最终交易价格将以具有证券期货业务资格的资产评估机构出具评估报告的评估结果为基础，经各方协商后确定。截至本预案摘要签署日，评估工作尚未完成，拟置出资产的预估值为 8.9 亿元，拟置入资产的预估值为 75.43 亿元。

东音股份拟以非公开发行 A 股股份的方式向交易对方按其各自持有拟置入资产的比例发行股份购买拟置入资产与拟置出资产的差额部分。本次发行股份购买资产的定价基准日为东音股份第三届董事会第七次会议决议公告日。本次发行股份购买资产的股份发行价格为 10.48 元/股，不低于定价基准日前 120 个交易日上市公司股票交易均价的 90%。在定价基准日至发行日期间，若东音股份发生其它派息、送股、转增股本或配股等除息、除权行为，发行价格将按照相关规定进行调整。本次交易完成后，本次交易的交易对方将成为上市公司股东，上市公司的控股股东变更为罗欣控股，上市公司的实际控制人变更为刘保起、刘振腾父子。

3、本周观点更新：估值重塑进程过半，寻找周期成长双向结构性机会

上周（20190422-20190426），医药行业年报&一季报已基本发布完毕，医药行业的稳增长特质再次得到验证，医药行业指数虽然跟随大盘实现了-4.80%的涨幅，但行业指数跑赢沪深 300 指数 0.81 个百分点，跑赢创业板指数 0.17 个百分点。在申万一级行业中，处于涨幅榜的第 4 位（28 个一级行业）。从医药板块个股涨跌幅分析，涨幅靠前品种集中在眼科产业链和医疗器械，前期涨幅较大的原料药板块有所回调。从估值角度来看，截止 2019 年 4 月 26 日，医药行业动态 PE 为 32.50 倍，相比 2018 年 5 月带量采购前医药行业最高估值的 39.38 倍仍有一定空间，但相对带量采购后最低点的 23.49 倍已经上涨约 38%，相对沪深 300 溢价率 1.61 倍，仍然在历史中部偏下位置，但是带量采购后制药行业整体的估值中枢已经显著下移，估值重塑并非医药行业行情主逻辑，估值修复实质已过半程，中长期来看，医药行业的业绩稳增长属性和创新性才是行业的核心投资逻辑，短期来看，一季报业绩空窗期后我们认为应该从周期和高景气细分领域等方向去挖掘结构性机会。

➤ 周期方向：原料药结构性机会仍是 Q2 重点主题之一，原料药黑天鹅不仅是短期弹性，新一轮长期去产能才刚刚开始。

3 月 21 日江苏盐城市响水县化工园区发生爆炸后江苏省连续发生多起化工企业火灾爆炸事故，4 月 15 日山东省济南市历城区董家镇齐鲁天和惠世制药公司车间发生火灾事故，随后，内蒙古伊东集团东兴化 PVC 车间发生爆炸事故。各地陆续发布针对化工园区和医药化工等企业的安全生产，环保等隐患排查整治专项行动，具体对原料药行业的影响我们认为主要分为两个方面四个维度：

一方面是短期影响到医药化工，精细化工等企业的正常生产，可能致化学合成

类的原料药因中间体或侧链缺货而引起新一轮涨价周期;

第二方面是从江苏省到全国化工大省的清理整顿, 化工原料药行业将面临新一轮中长期去产能。

具体到新周期的影响品种和范围我们认为应该从时间、空间四个维度来看:

第一维度是, 响水园区确定性关停和园区内的相关品种和企业产能收缩是短期弹性也是长期去产能机会。4月5日盐城市决定彻底关闭响水化工园区, 将陈家港列入全市改善农民群众住房条件试点。根据我们梳理, 江苏省盐城市响水县化工园区内企业受影响原料药品种主要为抗生素原料药**舒巴坦**系列, 园区内华旭药业是重要的抗生素原料药舒巴坦的供应商, 此次生产线受损严重, 预计异地重建将至少需要3年左右时间。从产能格局来看, 国内舒巴坦产能约1550吨, 需要约1000吨, 市场主要供应商为富祥股份(500-600吨)、江苏华旭药业(400吨), 新进产能常州红太阳(100吨)、济宁华惠化工(300吨)和江西华邦医药(250吨)目前限于工艺成本、原料药备案等多方面因素较难销售放量, 因此此次华旭药业产能关停使得供给缩减近40%。从价格方面来看, 据健康网消息, 受3月21日盐城响水园区化工厂爆炸事故影响, 富祥股份舒巴坦酸停止对外报价, 停报前舒巴坦酸价格在650-680元/kg, 3月29日公司已恢复报价, 舒巴坦酸报价上涨至750-800元/kg, 另一供应商华邦医药4月2日已恢复报价, 舒巴坦酸报价750元/kg, 我们认为一方面目前新增产能较难放量, 华旭药业异地重建至少需要3年左右周期, 市场供应持续紧张有望继续推高舒巴坦价格, 近期, 根据健康网报道, 4月22日舒巴坦酸再次停报, 价格有望再次上涨; 另一方面去年同期中间体6-APA价格处于高位, 成本较高, 2018年四季度6-APA价格开始下滑, 今年同期6-APA中间体成本显著低于去年将增厚舒巴坦系列原料药利润, 舒巴坦的高景气有望至少延续一年以上。

第二维度是, 盐城市三大化工园区面临最严格监管, 盐城市化工园区相关品种和企业短期受到影响将至少持续一到两个季度。此次响水爆炸后, 盐城市决定开展无化区建设, 主要化工园区如响水、大丰区、滨海区等相关企业产能已经开始停产, 中长期有搬迁可能, 涉及到的主要品种为抗生素中间体**4-AA**和维生素品种**生物素、维生素B1**。

4-AA(培南产业链)方面,国内主要供应商为富祥股份(300吨)、海翔药业(200吨)、九洲药业(200吨)、浙江新东港药业(100吨)等四家从中间体开始做起, 全市场需求约500吨左右, 产能供给过剩。4-AA产业链上游为中间体4-AA, 中游为培南主环(MAP)和侧链, 下游为美罗培南。除以上三家供应商主要做上中游以外, 尚有凯莱英主要外购4-AA用于生产下游产品美罗培南。2018年4-AA受环保影响已开始从2017年7月的报价880-900元/kg左右上涨到1500元/kg, 由于供过于求, 市场交易量较小; 2019年3月培南主环(MAP)价格为2300-2500元/kg, 相对2018年初上涨约40%。此次爆炸后, 盐城滨海区有一家4-AA厂商汉阔生物停产, 大丰区尚有九洲药业的4-AA厂家预计也将受到影响, 4-AA厂商开始停报, 此次停报前报价约1500元/kg, 4月26日, 培南主环(MAP)恢复报价, 报价区间从2019年3月的2300-2500元/kg上移至2500-2800元/kg。我们预计此次盐城市爆炸事件影响一方面将使得去年大幅度上涨后的报价提升订单执行量推高相关企业业绩, 此外从盐城市长期去产能和市

内无化区建设方面考虑，4-AA 和下游培南主环、培南侧链、粗品等价格不排除进一步上涨可能。

生物素方面，生物素供应格局相对分散，具备生物素生产能力的主要厂家有圣达生物、新和成、浙江医药、科兴生物、海嘉诺、安徽泰格等，2018 年全球产能超过 400 吨（纯品），产量 295 吨，需求 230 吨，从产量份额来看，根据博亚和讯统计，海嘉诺（60 吨）占比约 20.33%，海嘉诺生物素产能在盐城市大丰区，此次响水爆炸后，盐城大丰区监管趋严，海嘉诺生物素产能受到影响，生物素价格从历史底部的 50 元/kg（2%饲料级）开始触底反弹，3 月 29 日海嘉诺提高生物素报价到 70 元/kg（2%饲料级），考虑到前期 50 元/kg（2%饲料级）产品价格已趋近寡头成本价，且随着下游库存的不断消耗，我们预计 Q2 生物素报价有望进一步上涨。

维生素 B1 方面，主要供应商为华中药业、天新药业、兄弟科技和帝斯曼，4 月 13 日兄弟科技公告其位于盐城大丰区的维生素 B1 产能临时性停产，我们预计与盐城市在响水爆炸后监管趋严有关。根据博亚和讯统计，2018 年预计全球需求 7300 吨，产量 8400 吨，兄弟科技 2018 年产量预计 1800 吨（21.43%），此次兄弟科技停产将对维生素 B1 景气度提升提供涨价基础，考虑到维生素 B1 供给格局较为稳定，涨价一致预期较易形成，而对于兄弟科技来说，本身由于库存的存在，停产 1-2 个月对于自身业绩并不会造成影，根据 wind 统计，目前报价从 2019 年 3 月 21 日的 165 元/kg 上涨至 180 元/kg（4 月 26 日）。

第三维度是，江苏省的化工企业短期安全生产大检查和化工园区认定将对部分品种和企业造成短期或长期去产能影响。3 月 21 日响水爆炸后江苏省在发布了《江苏省化工行业整治提升方案（征求意见稿）》，方案量化了整治目标，江苏省化工园区将进行分级认定，认定期三个月，未来化工园区将从 53 个压缩到 20 个，60%以上的化工园区将被取缔，2022 年底从当前的 6000 家化工企业压缩到不超过 1000 家。短期来看，江苏省开展的安全生产大检查以及三个月认定期，近期停产的原料药企业较难恢复，长期来看，化工园区的认定不会一刀切，但是污染大、产值低、安全风险高的园区大概率将逐渐淘汰。我们梳理了相关原料药品种，直接受到影响的原料药主要是叶酸。

叶酸方面，格局较为分散，2015 年叶酸价格暴涨后，吸引了 10 余家新产能进入，此后价格长期居于历史最低位的 180-200 元/kg，基本趋于各寡头成本价。根据博亚和讯统计，预计 2018 年中国叶酸产量 1800 吨，全球需求约 1400 吨，2018 年全球供应格局中，新鸿医药、牛塘化工、天新药业、圣达生物、新发药业分别产量为 450 吨（25%）、420 吨（23%）、400 吨（22%）、320 吨（18%）、70 吨（4%）。本轮提价主要源于三方面因素支撑：一是叶酸合成的三种重要中间体对氨基盐、三氨基盐、三氯丙酮短缺；二是此次江苏省内化工园区重新认定和安全生产专项整治行动使得位于江苏常州的叶酸全球前二供应商新鸿医药、牛塘化工先后停限产；三是价格长期位于价格低部导致下游客户对叶酸采购意愿一直不强，下游库存仅一月左右，骤然出现供给缺口，下游补库存需求有支撑。价格方面，自江苏省化工企业连续爆炸火灾事故后，4 月 2 日天新药业提高叶酸报价至 400 元/kg，4 月 3 日，圣达生物提高叶酸报价至 400 元/kg，4 月 19 日，牛塘化工再次停报，停报前价格 400 元/kg，我们预计随着牛塘化工、新鸿医药这两家占全球供应量近 50%的厂商停限产超过 1 个月后，叶酸供应紧张将继续

升温，叶酸新一轮报价有望至少提升至 600 元/kg 以上。

第四维度是，安全生产大检查和化工原料药企业长期去产能将在全国大化工省份蔓延，全国范围内化工原料药大省可能涉及到的品种和企业。河北省、山东省、浙江省等是国内主要的化工企业省份，特别是 4.15 齐鲁天和惠世制药发生火灾事故后，山东省等化工大省的化工企业安全生产专项整治已经启动，相关企业的停限产刚刚开始，涉及到的主要品种是**他唑巴坦、泛酸钙**等。

他唑巴坦方面，4 月 15 日下午齐鲁天和惠世制药有限公司冻干车间地下室在管道改造过程中发生事故，共导致 10 人死亡，事故企业齐鲁天和惠世有两个生产基地，此次发生事故的老产能位于山东省济南市历城区董家镇，核心产品及产能情况为硫酸阿米卡星（50 吨）、他唑巴坦（70 吨）等，新产能位于山东省德州乐陵，产品及产能情况为哌拉西林（1500 吨）和 200 吨他唑巴坦，2018 年底投产。他唑巴坦目前的供应格局为富祥股份（100 吨），齐鲁天和惠世（70+200 吨），江西华邦（80 吨）、浙江邦富（40 吨），考虑到目前通过 FDA 认证能供应规范市场的仅富祥股份和齐鲁天和惠世（老产能），事故后老产能已被吊销营业执照，大概率将永久关停，新产能的新工艺认证问题尚未解决，预计至少要到明年左右才能获得海外规范市场出口认证，因此至少今年内规范国家出口市场将受到显著供给收缩，富祥股份成为目前市场上唯一可供应规范市场的他唑巴坦原料药企业。2016 年 10 月齐鲁天和惠世爆炸上一次重大事故之前价格为 4800 元/kg，爆炸后价格处于上涨趋势，此次 415 事故前他唑巴坦报价维持在 8000 元/kg，事故后他唑巴坦维持停报状态，我们预计新报价有望达到 10000 元/kg 左右，按照富祥股份 100 吨销量测算，我们估算他唑巴坦提价对富祥股份的业绩贡献弹性为：他唑巴坦价格每提高 1000 元/kg，富祥股份增厚净利润约 7200 万元，业绩弹性较大。

泛酸钙方面，目前全球具备泛酸钙/泛醇生产能力的厂家主要有亿帆医药、新发药业、山东华辰、兄弟科技（2017 年 Q4 投产），以及国外帝斯曼、巴斯夫，根据博亚和讯统计，2018 年全球供应量 23400 吨，全球需求约 20000 吨，各家供应量分别为亿帆医药 8800 吨、新发药业 6800 吨、山东华辰 2000 吨、帝斯曼 3000 吨、巴斯夫 2500 吨。2017 年由于价格急剧上涨，多家新产能进入导致 2018 年竞争激烈，价格快速回落，2018 年 5 月降至 65 元/kg 左右，此后一直在底部徘徊，趋近各寡头成本价。本轮泛酸钙涨价主要源于三方面因素，第一，从泛酸钙的工艺链来看，泛解酸内酯是关键中间体，目前国内产能除老三家亿帆医药、新发药业、山东华辰基本实现泛解酸内酯自给自足外，新产能基本完全或者部分来源于外购，目前国内专门生产泛解酸内酯中间体的供应商主要为小型化工厂，2018 年 Q4 部分供应商停产导致市场上泛解酸内酯短缺，新产能无法释放，泛酸钙价格开始触底反弹。第二，随着下游库存的消耗，近期下游库存已经不足一个月；第三，3.21 响水爆炸后 4 月 9 日山东省政府安委会办公室发布消息，决定在全省开展为期 3 个月的危险化学品、煤矿、非煤矿山、消防、冶金工贸等重点行业领域安全生产专项执法检查，特别是 415 齐鲁天和惠世火灾事故后，山东省环保安全检查进一步趋严，两家主要泛酸钙山东新发和山东华辰有进一步停限产可能，根据博亚和讯统计，目前泛酸钙市场报价已提升至 380-400 元/kg，我们预计随着山东省主要泛酸钙厂商停限产，泛酸钙供应紧张有望进一步提升，泛酸钙市场新一轮报价有望至少提升至 500 元/kg 以上。

从原料药的投资策略来看，其周期属性一定是跟随价格的涨跌趋势来看，而非业绩兑现来看。实际上大宗原料药（维生素、抗生素中间体等）均具有一定客观的签单周期，特别是维生素领域，12种常用维生素除维生素A、维生素E以外已经基本实现完全国产化，全球竞争模式，国内主要供应商大约70%订单是面向海外出口市场的，海外订单一般以季单和半年单为主，因此维生素一般从提价开始到新价格签单的执行兑现到公司业绩往往会滞后1-2个季度左右，跟随业绩兑现很难把握投资机会。但是原料药周期属性之外，环保标准具有行业标杆效应，通过新品种布局不断增加增长点的新和成，转型创新药的亿帆医药等又具备了穿越周期的成长属性，利润稳定性和成长性不断凸显，投资价值和公允估值有望显著超越周期品行业。

➤ **高景气细分领域方向，2019年将是生物制品大年，建议继续关注血制品、生长激素、疫苗行业。**

从规避带量采购政策风险角度来讲，生物制品自费比例高，降价压力不大，2019年均处于高景气阶段，从生物制品企业一季报情况来看，除康泰生物受长生生物狂犬事件影响核心品种销售额略有下降和安科生物一季度生长激素产能受限以外，其他已公布一季报的重点生物制品企业均实现扣非净利润20%+增长。血制品方向，2018年底白蛋白去库存已经基本完成，静丙库存也下降显著，2019年血制品行业复苏趋势显著，批签发增速已开始出现显著反转。疫苗行业2019年有望迎来新型疫苗获批、业绩放量、疫苗管理法三大重磅催化剂，4月26日《疫苗管理法》二次审议稿开始征求意见，预计年中左右有望出台，疫苗行业规范化管理有利于行业集中度进一步提升。生长激素方面，长春高新一季报实现扣非后96.93%高增长，作为行业龙头，代表了生长激素行业的高景气，安科生物2019年也将是产能扩增和水针获批的关键年份，生长激素行业的高景气有望延续。

截止4月26日，2019年医药行业动态PE为32.50（整体法，剔除负值），较前期略有提升，相对于沪深300溢价为1.61倍，仍处于历史中位偏下位置。近期大盘回调，医药行业业绩稳定增长属性和创新科技增量有望继续凸显，特别是一季报在去年流感疫情扰动的高基数之上医药行业再次验证了稳增长的特质，建议立足中长期收益角度考虑，继续关注长期创新增量和规避政策利空的高景气细分领域，从战略性长跑和创新成长方向去精选个股，短期来看建议继续关注原料药去产能结构性机会，因此继续维持行业**推荐**评级。

■ 子行业逻辑及个股推荐:

1) 关注原料药新一轮去产能结构性机会，布局产品涨价弹性品种。近期盐城响水县爆炸，国内舒巴坦原料药两大龙头之一的华旭药业生产线受损严重，预计舒巴坦景气度将持续提升，园区外江苏省化工企业安全大检查持续进行，停产蔓延到园区外，培南停止报价，泛酸钙、叶酸、生物素有持续提价预期，推荐**亿帆医药、圣达生物**，建议关注富祥股份、新和成。

2) 规避带量采购，关注高景气消费属性细分方向。行业政策主要影响医保报销领域，而自费用药、自费耗材和服务项目等受政策干扰少，具有确定性的优势。医疗器械方向，伴随诊断市场（自费项目）处于高速增长阶段，推荐龙头企业**艾德生物**。疫苗方向，推荐关注当前独家受益于四价流感疫苗销售的**华兰生物**。生

长激素方向，建议关注今年水针获批的**安科生物**。血制品方向，推荐纤原市场学术推广开拓者，采浆增量显著即将进入千吨俱乐部的**博雅生物**。

3) 产业升级方向，具有穿越周期属性的战略性长跑品种。创新转型方向，推荐**科伦药业**，公司的草酸艾司西酞普兰片在 4+7 试点中标，试点区域销售额扩容幅度有望达 4.43 倍以上，增量效应显著，中长期公司研产品线齐全、组合丰富，重点产品首仿居多，有利于帮助其穿越政策周期、无惧带量影响，后发先至成长为研发驱动的新一代国内制药工业龙头。制剂出口方向，海外 ANDA 持续获批，建议关注欧美市场开持续始贡献业绩的**普利制药**。

4) 创新基因纯正，子公司具备科创概念，创新增量进入落地期的创新药成长品种。推荐**安科生物**，生长激素水针已完成现场检查，预计 2019 上半年有望获批，子公司博生吉多款 CAR-T 产品预计将于 2019 年中左右获批临床试验；推荐**亿帆医药**，子公司健能隆的双分子平台 2019 年是研发成果兑现的关键时间节点，F-627 国内预计将于年内完成临床试验并报产，全球多中心有望年底完成临床试验，F-652 预计将于年中左右做完临床 2a 试验并申报孤儿药，创新药估值溢价有望逐渐体现。推荐**海辰药业**，参股子公司意大利 NMS 集团具备全球一流小分子抗癌药研发平台，重磅新药恩曲替尼预计将于 2019 年 Q3 上市，2019 年有望进入 NMS 自有管线加速推进期和海辰药业创新药 license in 落地期。

5) 肝素行业补库存长周期，关注肝素产业链龙头和制剂出口新增量的复合品种。本轮猪瘟进一步加剧粗品供应紧张和价格上涨，前期粗品库存储备丰富供应链稳定的企业原料药涨价的弹性将更加显著，推荐**健友股份**；肝素下游制剂国际化市场开拓将为相关企业提供增量并规避国内制剂未来可能的带量采购影响，推荐**健友股份**，建议关注**海普瑞**。

4、本周重点推荐个股及逻辑

1) 亿帆医药 (002019): ①泛酸钙进入新一轮涨价周期，泛酸钙市场报价提升至 380-400 元/kg，山东地区安全生产检查趋严，山东厂商有限产预期；②制剂自产品种批文转移工作已基本完成，2019 年制剂板块有望迎来 30%+ 增速。③健能隆的双分子平台 2019 年是研发成果兑现的关键时间节点，创新药估值溢价有望逐渐体现，其中贝格司亭 (F-627) 预计国内临床试验 2019 年中三期揭盲，美国市场预计年底完成临床试验，普罗纳亭 (F-652) 的 GVHD 适应症预计 2019 年上半年有望完成 2a 临床并申报孤儿药。

2) 圣达生物 (603079): ①核心品种叶酸开启新一轮涨价周期，响水爆炸后江苏常州两家占据全球 48% 供应量的叶酸厂商牛塘化工、新鸿医药停报，叶酸价格从历史最底部的 2000 元/kg 开始上涨，当前报价提升至 400 元/kg 附近，离历史峰值 3200 元/kg 距离尚远；②核心品种生物素开启新一轮涨价周期，生物素核心供应商海嘉诺位于盐城大丰区，目前圣达生物已从 50 元/kg 历史底部提升报价至 70 元/kg，随着下游库存消耗，生物素报价有望在 Q2 继续上涨；③2019 年 Q1 业绩触底，生物保鲜剂产品乳酸链球菌素量增价稳，纳他霉素价增量稳。

- 3) 健友股份 (603707):** ①猪瘟影响 4 月底 5 月初全面展现逐步验证, 生猪出栏量下滑幅度有望超预期, 肝素粗品和原料药价格 Q2、Q3 有望迎来进一步上涨, 公司库存全行业领先有望显著受益此轮猪周期; ②下游补库存周期刚刚开始, 猪瘟影响和下游制剂需求稳定增长进一步提升下游补库存难度, 肝素原料药量价齐升周期有望延续 2-3 年, 公司出口龙头地位与业绩弹性有望持续显现; ③行业扩容+高品质对低品质的替代+进口替代促进国内低分子肝素制剂销售收入进入高速增长期。④深度布局注射剂制剂出口, 重磅品种依诺肝素预计今年在欧美、巴西上市实现销售, 有望带来收入端、利润端的再造效应。
- 4) 科伦药业(002422):** ①草酸艾司西酞普兰在 4+7 试点城市的带量采购中标, 以价换量试点城市销售规模有望扩大 4.4 倍以上, 增量效应显著。②公司目前一致性评价品种多数排队靠前, 具有先发优势, 而且已有份额较低, 带量采购带来是增量, 预计 2019 年过一致性评价品种有望超过 10 个; ③新药研发进入加速收获期, Her2-ADC 实现中美双报获批, 创新药研发实力不断获得国际认可; ④总经理、董秘等高管连续增持股权, 彰显对公司业务转型的信心。
- 5) 海辰药业 (300584):** ①NMS 公布全新自有创新药管线, 已授权创新药品种陆续获批上市有望持续贡献里程碑和销售分成收益, NMS 全球一流小分子创新药研发平台资质不断获得验证。②核心品种托拉塞米竞争对手退出存量份额有望翻倍, 叠加二线品种头孢西酮钠新进江苏省医保终端放量有望助力公司近两年业绩维持高增长; ③高端仿制药研发管线丰富, 预计未来每年上市 2-3 个品种, 公司中期新增长点不断接力。
- 6) 华兰生物 (002007):** ①2019 年 Q1 复苏势头延续, 实现归母净利润 2.59 亿元, 同比增长 25.16%; ②流感疫苗长期增量潜力大, 2017-2018 年流感疫情持续高发, 群众对流感防控意识逐步提高, 目前国内流感疫苗接种率不足 5%, 美国接种率在 40%以上。公司是四价流感疫苗独家生产企业, 2018 批签发量 512 万支, 2019 年预计四价流感疫苗可实现销量 850 万支左右。③血液制品长期保持稳定向上, 经历一年的库存消化, 血液制品的恢复超预期, 目前主要血液制品企业的白蛋白生产库存偏低, 静丙库存恢复到正常水平, 公司的白蛋白库存已不足 1 个月。
- 7) 我武生物 (300357):** ①脱敏产品市场潜力大, 增长空间充足。公司的独家竞争优势非常有利于价格维持, 且公司产品为自费, 受医保控费影响小。公司现有产品畅迪保持稳定高增长。在研产品中黄花蒿粉滴剂已经进入 III 期临床末端, 户尘螨点刺已经报产, 另有 8 个点刺在进行临床试验, 未来有望不断贡献新的业绩增量。②2018 年 Q1 到 2019 年 Q1, 已连续 5 个季度实现 30%左右高增长。
- 8) 艾德生物 (300685):** ①2019 年 Q1 实现归母净利润 3259 万元, 同比增长 30.46%。②优先审批和中国加入 ICH,进口新靶点的抗肿瘤新药快速上市, 推动伴随诊断市场快速扩容。③公司获批检测试剂快速增加, 市场竞争持续巩固提升, 11 月 20 日公司获批的人类 10 基因突变联合检测试剂盒, 为公司也是国内首个跨癌种 NGS 伴随诊断产品。

9) 安科生物 (300009): ①2019 年 Q1 实现归母净利润 6634 万元, 同比增长 11.41%; ②生长激素水针预计 2019 年上半年获批, 新产能预计 2019 年 Q3 通过 GMP 认证, 长效生长激素 III 期临床入组完成, 预计 2019 年底申报上市, 考虑水针和长效获批和新产能释放, 预计未来 2 年生长激素有望维持 40%左右的复合增速; ③公司在研大品种丰富即将进入收获期, 替诺福韦已获批, 曲妥珠单抗类似药 (临床 III 期) 等多个大品种有望 2019 年报产; ④子公司博生吉 CAR-T 产品已申报临床, 且与德国默天旒合作自动化生产, 有望凭借时间效率和自动化低成本占据国内 CAR-T 第一梯队优势地位。

10) 博雅生物 (300294): ①2019 年 Q1 实现归母净利润 8920 万元, 同比增长 22.99%; ②公司 4 月更新了与丹霞的血浆调拨协议, 调浆获批预计将在今年下半年, 2019 年的存量血浆业绩预计仍能贡献 30%左右增长, 未来考虑丹霞注入采浆量千吨潜力仍然具备; ③纤原龙头国内首推学术推广, 市场空间有望继续打开。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-04-29 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
002007.SZ	华兰生物	42.75	0.88	1.29	1.55	48.58	33.14	27.58	买入
002019.SZ	亿帆医药	14.45	1.12	1.25	1.42	12.9	11.56	10.18	买入
002422.SZ	科伦药业	28.6	0.52	0.84	1.1	55.0	34.05	26.0	买入
300009.SZ	安科生物	15.0	0.39	0.42	0.52	38.46	35.71	28.85	买入
300294.SZ	博雅生物	29.67	0.89	1.08	1.36	33.34	27.47	21.82	买入
300357.SZ	我武生物	47.91	1.15	0.83	1.09	41.66	57.72	43.95	买入
300584.SZ	海辰药业	24.75	0.82	0.69	0.96	30.18	35.87	25.78	买入
300685.SZ	艾德生物	48.45	1.18	0.88	1.15	41.06	55.06	42.13	增持
603079.SH	圣达生物	27.68	0.91	0.40	0.90	30.5	40.58	30.88	暂不评级
603707.SH	健友股份	32.2	0.74	1.13	1.5	43.51	28.5	21.47	买入

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所 (圣达生物、亿帆医药盈利预测摘自 wind 一致预测)

5、风险提示

- 1) 系统性风险;
- 2) 原料药企业业绩兑现不及预期;
- 3) 重点公司外延并购整合不及预期;
- 4) 制剂出口海外申请注册不及预期;
- 5) 创新药鼓励政策实施不及预期;
- 6) 重点公司管线研发进度不及预期;

7) 重点公司未来业绩的不确定性。

【医药组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

周超泽，哥伦比亚大学化学工程/罗格斯大学金融工程双硕士，浙江大学工学学士，生物工程和金融复合背景，2017年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药、生物制品、原料药、制剂出口、CMO板块。

冯雪云，北京大学金融学硕士、北京大学医学经济学双学士，医学和金融复合背景，2018年加入国海证券医药组，主要覆盖化药、生物药、OTC等板块。

【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。