

医药生物

贸易摩擦带来上车机会，坚定看好注射剂国际化

医药周观点。本周周报专题，我们梳理了贸易摩擦对医药行业的影响，认为其对注射剂国际化主线影响较小，建议抓住回调机会上车，坚定看好。

本周申万医药指数下跌3.13%，涨跌幅位列全行业第25，跑输沪深300指数及创业板指数。我们认为，不管短中期还是长期，大原则上还是要尽量规避政策扰动，从政策免疫角度去选择。从中短期看，要结合估值业绩性价比、市场偏好等因素，我们对医药结构性乐观，近期重点关注产业逻辑及基本面过硬的细分领域和个股，同时考虑估值业绩性价比，我们认为可关注以下几个方面：

- **注射剂国际化：**ANDA和业绩将进入爆发兑现期，继续看好**健友股份、普利制药**。
- **肝素：**受猪瘟影响，猪小肠未来有望持续供给收缩，结合下游需求的刚需稳定属性及低库存状态，整个肝素产业链价值有望重塑，尤其是拥有批量低成本库存的公司。从我们草根调研的情况来看，肝素有了最新的报价，建议重点关注**健友股份**。
- **科创板：**科创板受理企业持续扩容，医药生物已经达到25家，继续强调创新药服务商的投资价值，当前我们继续看好**凯莱英、药石科技、昭衍新药、泰格医药、药明康德、康龙化成**等创新药服务商标的。
- **流通板块估值历史底部，潜在向上驱动机会：**我们认为2019年将是流通企业重要的拐点，从影响估值的多重因素（业绩、现金流、信用利差）来看均呈现改善的趋势。流通企业现有业务能够支撑的增速与外部融资支撑的增速应给与不同的定价，建议当前时点重点关注估值被低估的**柳药股份**等。
- **创新疫苗：**沃森的13价肺炎结合疫苗预计将上市销售以及康泰生物当前13价的可喜进展、智飞的微卡获批上市有望成为行业第二波浪潮的大催化剂，同时我们还将看到**EV71疫苗、HPV疫苗**等品种均是上市1-2年的品种，还处在放量阶段，预计2019年板块仍将保持高速增长，创新疫苗大产品大时代继续前行，建议重点关注**康泰生物、沃森生物、智飞生物**。智飞近期三联苗公告导致股价大幅波动，我们认为股价已经反映了三联苗带来的负向影响预期，当前时点仍建议重点关注**智飞生物**。
- **核医学：**经过前期调整，**东诚药业**目前已经回到19年24x左右的估值水平，对应19年30-35%的增速以及长期25%-30%的增速，建议重点关注。

本周行业重点事件概览。国家卫健委发布《2018年我国卫生健康事业发展统计公报》；国家卫健委发布《关于开展城市医疗联合体建设试点工作的通知》。

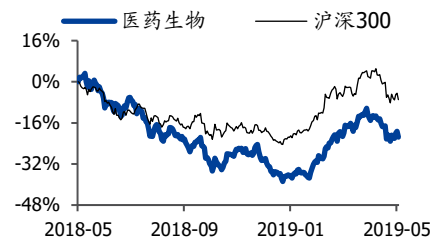
中长期投资策略：（1）**医药科技创新：**创新服务商（凯莱英、昭衍新药、药石科技、药明康德、泰格医药、康龙化成、艾德生物等）、创新药（恒瑞医药、贝达药业、丽珠集团、科伦药业、天士力等）、创新疫苗（智飞生物、康泰生物、沃森生物、华兰生物等）、创新器械（迈瑞医疗、乐普医疗、安图生物、开立医疗等）。（2）**医药扬帆出海：**注射剂国际化（健友股份、普利制药、恒瑞医药等）、口服国际化（华海药业）。（3）**医药健康消费：**品牌中药消费（片仔癀、云南白药、同仁堂、济川药业、广誉远等）、其他特色消费（长春高新、安科生物、我武生物等）。（4）**医药品牌连锁：**药店（益丰药房、老百姓、大参林、一心堂等）、特色专科连锁医疗服务（爱尔眼科、美年健康、通策医疗等）。（5）**其他特色细分龙头：**核医药（东诚药业）、医药商业（柳药股份、上海医药、国药股份、九州通等）。

行情回顾，市场震荡回调。截至5月24日，申万医药指数为6907.89点，周环比下跌3.13%。沪深300下跌1.50%，创业板指数下跌2.37%，医药跑输沪深300指数1.63个百分点，跑输创业板指数0.77个百分点。2019年初至今申万医药上涨18.27%，沪深300上涨19.37%，创业板指数上涨15.45%，医药跑赢创业板指数，跑输沪深300。子行业方面，本周表现最好的为医疗服务II，下跌1.68%；表现最差的为医药商业II，下跌3.88%。

风险提示：1) 负向政策持续超预期；2) 行业增速不及预期。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

相关研究

- 1.《医药生物：中期策略外发，寻找行业结构优化进程中高景气成长细分的确定性》2019-05-19
- 2.《医药生物：呼吸科领域价值几何？继续重点推荐医药流通》2019-05-12
- 3.《医药生物：年报季报验证医药从野蛮扩张到结构优化，继续推荐医药流通》2019-05-05
- 4.《医药生物：详解2019Q1机构医药持仓，继续推荐医药流通》2019-04-28



内容目录

1、医药核心观点	3
1.1 周观点	3
1.2 投资策略及思考	4
1.3 贸易摩擦下影响医药几何？坚定看好高端冻干产能全球稀缺的注射剂国际化主线	5
1.3.1 回顾贸易摩擦历程，医药行业受影响较小	5
1.3.2 FDA 标准极高，美国注射剂短缺较为严重，未来贸易摩擦的影响较小	6
1.3.3 展望下半年，注射剂国际化企业有业绩、有催化	7
2、本周行业重点事件&政策回顾	8
3、行情回顾与医药热度跟踪	9
3.1 医药行业行情回顾	9
3.2 医药行业热度追踪	12
3.3 医药板块个股行情回顾	14
4、医药行业重点特色上市公司估值增速更新	16
5、风险提示	17

图表目录

图表 1: 贸易摩擦历程	6
图表 2: FDA 统计历年药品短缺品种数量(2011-2018)	7
图表 3: FDA 统计导致注射剂短缺因素	7
图表 4: 中国药企的 ANDA 数量 (个)	8
图表 5: 具备 ANDA 的中国药企数量 (个)	8
图表 6: 本周申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比	9
图表 7: 2019 年以来申万医药指数 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数走势对比(%)	9
图表 8: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (周对比, %)	10
图表 9: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2019 年初至今, %)	11
图表 10: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)	11
图表 11: 申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图 (%)	12
图表 12: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行)	12
图表 13: 2013 年以来申万医药行业成交额以及市场中占比的走势变化	13
图表 14: 基金十年重仓股中医药持仓变化趋势图【2006-2019Q1】	13
图表 15: 2019Q1 基金重仓股医药持仓情况拆分	14
图表 16: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股	14
图表 17: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股	15
图表 18: 四大主线重点覆盖上市公司	16

1、医药核心观点

1.1 周观点

本周周报专题，我们梳理了贸易摩擦对医药行业的影响，认为其对注射剂国际化主线影响较小，建议抓住回调机会上车，坚定看好。本周申万医药指数下跌 3.13%，涨跌幅位列全行业第 25，跑输沪深 300 指数及创业板指数。我们认为，不管短期中期还是长期，大原则上还是要尽量规避政策扰动，从政策免疫角度去选择。从中短期看，要结合估值业绩性价比、市场偏好等因素，我们对医药结构性乐观，近期重点关注产业逻辑及基本面过硬的细分领域和个股，同时考虑估值业绩性价比，我们认为可关注以下几个方面：

- **注射剂国际化：**ANDA 和业绩将进入爆发兑现期，继续看好**健友股份、普利制药**。
- **肝素：**受猪瘟影响，猪小肠未来有望持续供给收缩，结合下游需求的刚需稳定属性及低库存状态，整个肝素产业链价值有望重塑，尤其是拥有批量低成本库存的公司。从我们草根调研的情况来看，肝素有了最新的报价，建议重点关注**健友股份**。
- **科创板：**科创板受理企业持续扩容，医药生物已经达到 25 家，继续强调创新药服务商的投资价值，当前我们继续看好**凯莱英、药石科技、昭衍新药、泰格医药、药明康德、康龙化成**等创新药服务商标的。
- **流通板块估值历史底部，潜在向上驱动机会：**我们认为 2019 年将是流通企业重要的拐点，从影响估值的多重因素（业绩、现金流、信用利差）来看均呈现改善的趋势。流通企业现有业务能够支撑的增速与外部融资支撑的增速应给与不同的定价，建议当前时点重点关注估值被低估的**柳药股份**等。
- **创新疫苗：**沃森的 13 价肺炎结合疫苗预计将上市销售以及康泰生物当前 13 价的可喜进展、智飞的微卡获批上市有望成为行业第二波浪潮的大催化剂，同时我们还将看到 EV71 疫苗、HPV 疫苗等品种均是上市 1-2 年的品种，还处在放量阶段，预计 2019 年板块仍将保持高速增长，创新疫苗大产品大时代继续前行，建议重点关注**康泰生物、沃森生物、智飞生物**。智飞近期三联苗公告导致股价大幅波动，我们认为股价已经反映了三联苗带来的负向影响预期，当前时点仍建议重点关注**智飞生物**。
- **核医学：**经过前期调整，**东诚药业**目前已经回到 19 年 24x 左右的估值水平，对应 19 年 30-35%的增速以及长期 25%-30%的增速，建议重点关注。

近期我们已经连续发布 2019 年中策略报告、年报一季报总结、和系列深度报告，欢迎交流讨论：

【医药行业 2019 中期策略】：结构优化看百家争鸣，细分真英雄方主沉浮——寻找行业结构优化进程中高景气成长细分的确定性

【医药行业 2018 年报/2019 一季报总结】：行业整体承压，板块分化明显，部分细分领域保持高景气状态

【医药品牌连锁】主线之【专科连锁医疗服务】之一：【美年健康】平台价值极高的体检行业龙头

【医药科技创新】主线之【创新服务商】之一：【凯莱英】迎政策利好，享创新红利，CDMO 王者日新月异

【医药科技创新】主线之【创新服务商】之二：【昭衍新药】小公司有大爆发，确定性高增长的安评龙头

【医药科技创新】主线之【创新疫苗】之一：【智飞生物】疫苗龙头业绩持续高增长，公司内在价值被市场低估

【医药扬帆出海】主线之【注射剂国际化】之一：【普利制药】注射剂国际化标杆，业绩逐渐进入爆发期

【医药扬帆出海】主线之【注射剂国际化】之二：【健友股份】注射剂国际化先锋扬帆起航，猪瘟肆虐加持战略库存巨大弹性

【医药特色细分龙头】主线之【核医药】之一：【东诚药业】核药龙头腾飞在即，猪瘟加持肝素拐点向上

【医药特色细分龙头】主线之【流通】之一：【柳药股份】小而美的广西省商业龙头

1.2 投资策略及思考

不管短期中期还是长期，大的原则，还是要尽量规避政策扰动，从政策免疫角度去选择。

(一) 从中短期角度来看，要结合估值业绩性价比、市场偏好等因素，我们对医药结构性乐观，近期重点关注产业逻辑及基本面过硬的细分领域和个股，同时考虑估值业绩性价比，我们认为可关注以下几个方面：

- **注射剂国际化：**ANDA 和业绩将进入爆发兑现期，继续看好**健友股份、普利制药**。
- **肝素：**受猪瘟影响，猪小肠未来有望持续供给收缩，结合下游需求的刚需稳定属性及低库存状态，整个肝素产业链价值有望重塑，尤其是拥有批量低成本库存的公司。从我们草根调研的情况来看，肝素有了最新的报价，建议重点关注**健友股份**。
- **科创板：**科创板受理企业持续扩容，医药生物已经达到 25 家，继续强调创新药服务商的投资价值，当前我们继续看好**昭衍新药、凯莱英、药石科技、泰格医药、药明康德、康龙化成**等创新药服务商标的。
- **流通板块估值历史底部，潜在向上驱动机会：**我们认为 2019 年将是流通企业重要的拐点，从影响估值的多重因素（业绩、现金流、信用利差）来看均呈现改善的趋势。流通企业现有业务能够支撑的增速与外部融资支撑的增速应给与不同的定价，建议当前时点重点关注估值被低估的**柳药股份**等。
- **创新疫苗：**沃森的 13 价肺炎结合疫苗预计将上市销售以及康泰生物当前 13 价的可喜进展、智飞的微卡获批上市有望成为行业第二波浪潮的大催化剂，同时我们还将看到 EV71 疫苗、HPV 疫苗等品种均是上市 1-2 年的品种，还处在放量阶段，预计 2019 年板块仍将保持高速增长，创新疫苗大产品大时代继续前行，建议重点关注**康泰生物、沃森生物、智飞生物**。智飞近期三联苗公告导致股价大幅波动，我们认为股价已经反映了三联苗带来的负向影响预期，当前时点仍建议重点关注**智飞生物**。
- **核医学：**经过前期调整，**东诚药业**目前已经回到 19 年 24x 左右的估值水平，对应 19 年 30-35% 的增速以及长期 25%-30% 的增速，建议重点关注。

(二) 从中长期来看，什么样的领域能走出 10 年 10 倍股？我们认为有以下四大长期主线，另医药行业百花齐放，特色细分领域亦有可能走出大牛股，但我们只看相对龙头：

(1) 医药科技创新：创新是永恒的主线，医药已经迎来创新时代

- **创新服务商：**比较重点的是 CRO/CDMO 板块，创新药爆发前夜，创新服务商最为受益，前置创新药获批出业绩，我们推荐重点关注**凯莱英、昭衍新药、药石科技、药明康德、泰格医药、康龙化成**，二线如**博腾股份、九州药业、量子生物**等、其他创新药服务商**艾德生物**等。
- **创新药：**部分企业已经陆续进入到收获期，推荐重点关注**恒瑞医药、贝达药业、丽珠集团、科伦药业、天士力（心脑血管创新药领导者）**等。
- **创新疫苗：**创新疫苗大品种大时代已经来临，推荐重点关注**智飞生物、康泰生物、沃森生物、华兰生物**等。
- **创新器械：**推荐重点关注**迈瑞医疗、乐普医疗、安图生物、开立医疗**等。

(2) 医药扬帆出海：扬帆出海是国内政策承压后企业长期发展的不错选择

- **注射剂国际化：**推荐重点关注**健友股份、普利制药、恒瑞医药**等。
- **口服国际化：**重点看好的是专利挑战和特殊剂型国际化，推荐重点关注**华海药业**。

(3) 医药健康消费：健康消费是最清晰最确定的超长周期成长逻辑

- **品牌中药消费：**推荐重点关注**片仔癀、云南白药、同仁堂、济川药业、广誉远**等。
- **其他特色消费：**推荐重点关注**生长激素龙头长春高新及安科生物、过敏领域龙头我武生物**等。

(4) 医药品牌连锁：品牌构筑护城河，连锁造就长期成长能力

- **药店：**推荐重点关注**益丰药房、老百姓、大参林、一心堂**等。
- **特色专科连锁医疗服务：**推荐重点关注**爱尔眼科、美年健康、通策医疗**等。

(5) 其他特色细分龙头：

- **核医药：**推荐重点关注**东诚药业**。
- **医药商业：**推荐重点关注**柳药股份、上海医药、国药股份、九州通**。

1.3 贸易摩擦下影响医药几何？坚定看好高端冻干产能全球稀缺的注射剂国际化主线

近期，由于贸易摩擦的加剧与发酵，注射剂国际化的相关标的调整幅度较大，但我们认为，一方面当前贸易摩擦的范围对医药行业影响较小，从民生的角度以及美国贸易顺差的地位出发，扩散到医药行业的可能性也较低；另一方面，即使继续加剧影响到医药行业，由于高端注射剂产能在美国的稀缺性，时不时会出现部分品种短缺，注射剂国际化企业具备一定程度将关税转嫁给下游患者的能力。我们**坚定看好注射剂国际化主线**，当前的调整带来了上车机会，继续强烈推荐普利制药、健友股份。

1.3.1 回顾贸易摩擦历程，医药行业受影响较小

回顾从2018年3月开始的贸易摩擦，美国总共发布了500亿、2000亿、3000亿美元三次的加征关税清单，目前500亿和2000亿美元的加征关税清单已经实施；而中国则分别公布了500亿、600亿美元的加征关税清单以作回应。

在美方三次加征关税清单中，涉及到医药行业的仅有部分中高端医疗器械产品，如核磁共振、监护仪、超声等，而在最近3000亿的关税清单中，美国贸易代表办公室（USTR）曾公告拟征税产品不包括药物、特定医疗产品、稀土材料和关键矿物（当前在官网已被删除）。我们认为，美国在医药行业加征关税相对克制的原因主要有两点：**1）美国在医药行业处于贸易顺差状态**：从海关总署的数据来看，2018年中国对美出口药品147.54亿美元，从美国进口的药品则达394.82亿美元，仅仅就医药行业来看，美国处于贸易顺差的状态；**2）我国出口的药品以原料药为主，是全球最大的原料药出口国**：根据中国医药保健品进出口商会的数据库，中国全部西药类产品出口中2018年原料药占比高达81.47%，由于原料药是高污染和高能耗的行业，美国制药公司大多是制剂公司，更加倾向于选择从中国、印度和其他国家进口原料药来生产药物制剂，而中国是全球最大的原料药出口国，对中国原料药征税一定程度影响美国药品供给。尽管目前还没有最终定论，但我们判断，由于医药行业直接关系民生，同时美国在医药行业处于贸易顺差的状态，后续中美贸易摩擦发酵到医药行业的概率较小。

图表 1: 贸易摩擦历程

时间	贸易摩擦关键词
2018/3/23	美国宣布对 600 亿美元中国输美产品增税;中国商务部宣布拟对美国部分进口商品加增关税
2018/4/3	美国公布对华加征关税清单, 总额约 500 亿美元, 商品清单直指“中国制造 2025”的 10 大领域; 中国决定对同等规模美国商品加征关税
2018/4/16	中兴受制裁: 美国商务部宣称, 未来 7 年将禁止美国公司向中兴通讯销售零部件、商品、软件和技术
2018/5/20	中美发布联合声明表示停止互相加征关税
2018/5/30	美方表示仍将对 500 亿美元中国商品征收 25% 的关税
2018/6/6	美国与中兴通讯达成协议, 撤销中兴制裁
2018/6/15	美方公布加征关税产品清单; 中方表示将对美国 500 亿美元进口商品加征关税
2018/7/6	美方对第一批清单上的价值 340 亿美元的中国商品加征 25% 的关税; 中方对同等规模的美国产品加征 25% 的关税
2018/8/8	美方确认从 23 日起对 160 亿美元中国产品加征 25% 的关税; 中方宣布对 160 亿美元产品加征 25% 的关税, 并与美方同步实施
2018/9/18	美方宣布自 24 日起对约 2000 亿美元中国产品加征关税税率为 10% 并继续提高至 25%; 中方表示将同步对约 600 亿美元商品增税
2018/12/1	G20 谈判中美达成贸易战停战协议
2019/2/14	中美经贸高级别磋商于北京举行
2019/2/25	第七轮中美经贸高级别磋商结束, 美国延后原定于 3 月 1 日对中国产品加征关税的措施
2019/5/6	特朗普发推称将在 10 日起, 对从 5 月 10 日起, 美国对 2000 亿美元中国商品加征关税, 税率从 10% 提高至 25%。
2019/5/10	美方正式宣布对 2000 亿美元中国产品加征 25% 关税。
2019/5/13	中方宣布自 6 月 1 日起, 对已实施加征关税的 600 亿美元清单美国商品中的部分, 分别实施 25%、20% 或 10% 加征关税。
2019/5/14	美国贸易代表办公室(USTR)发布公告, 将就约 3000 亿美元中国商品加征 25% 关税征求意见并举行公开听证会。

资料来源: 公开资料搜集, 国盛证券研究所

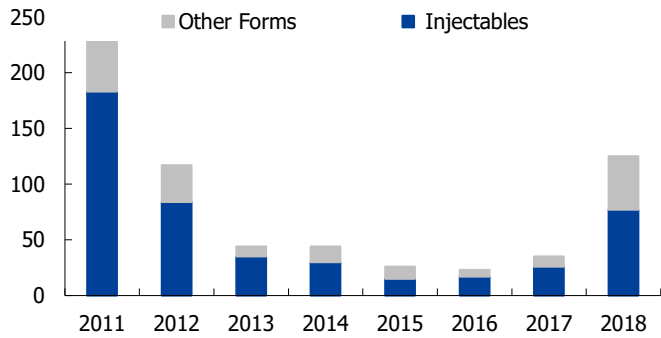
1.3.2 FDA 标准极高, 美国注射剂短缺较为严重, 未来贸易摩擦的影响较小

FDA 对注射剂的 cGMP 的要求极高, 即使全球顶尖药企依然会在 FDA 检查面前暴露问题, 导致产能受限。相比于口服制剂, FDA 对无菌注射剂产品在研发、制造、处方工艺、包装和储存运输等方面要求更为严格, 需要投入大量前期资本和生产运营成本, 生产过程对于原料/包材质量、生产线设备、人员活动和管理规范都有更为严格的要求, 在 FDA 的高压检查下需要保持体系整体的无菌。需要通过厂房布局、设施设备验证、洁净区管理以及运用产品工艺验证、关键工艺控制、过程分析、过程无菌控制等技术把控注射剂质量, 产业门槛高。建设符合 FDA 标准的无菌注射剂生产体系极为困难, 因此才导致美国市场的仿制药注射剂拥有良好的竞争格局和盈利能力, 即使是全球范围内顶尖的无菌注射剂生产企业(如 Hospira、Fresenius Kabi、Baxter、Teva、Mylan 等)依然会在 FDA 的检查面前暴露出各种问题, 收到警告信 (Warning Letter) 以及关闭通知 (Close out Letter), 导致注射剂产能受限。2018 年 9 月 FDA 局长 Scott Gottlieb 发表声明称未来两年 FDA 将通过一套新体系 (新检查方案项目 New Inspection Protocol Project, NIPP) 进一步加强无菌药品的监督检查工作, 而这套体系首先将在无菌注射剂的检查中使用, 可以预见未来 FDA 对于无菌注射剂生产体系的检查会愈发严格, 未来美国注射剂市场的行业集中度将进一步提升。

美国注射剂短缺情况较为严重, 当前有 79 个注射剂处于短缺状态, 占全部注射剂的

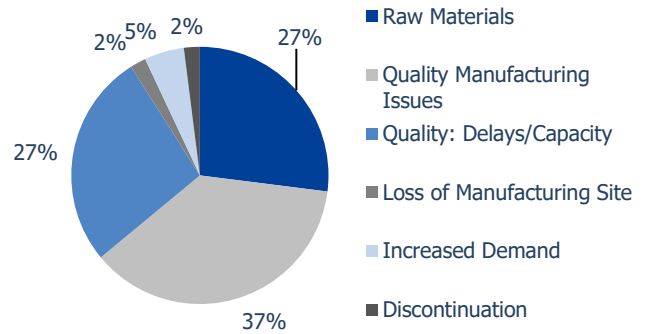
13.93%。美国市场目前拥有 NDA/ANDA 的 567 种化药注射剂产品（其中 22 种专利还未到期，有 252 个品种仅有一家生产企业），其中处于短缺状态的有 79 个，更是以仿制药为主。由于 FDA 对于无菌注射剂研发和生产流程的严格控制，导致美国市场近 10 年来一直处于注射剂产品短缺的状态，其中注射剂的短缺主要来自于原材料（原料、辅料、包材）（27%）、生产质量（37%）、生产产能（27%），可见 FDA 对无菌注射剂的管控之严格。

图表 2: FDA 统计历年药品短缺品种数量(2011-2018)



资料来源: FDA, 国盛证券研究所

图表 3: FDA 统计导致注射剂短缺因素



资料来源: FDA, 国盛证券研究所

正因为美国注射剂市场的状态，我们判断：**1）**未来美国在注射剂领域加征关税的概率较小；**2）**由于美国市场化的定价方式，短缺的注射剂品种完全可以将关税转移给患者。因此，我们认为贸易摩擦对布局注射剂国际化的企业影响较小，坚定看好注射剂国际化主线。

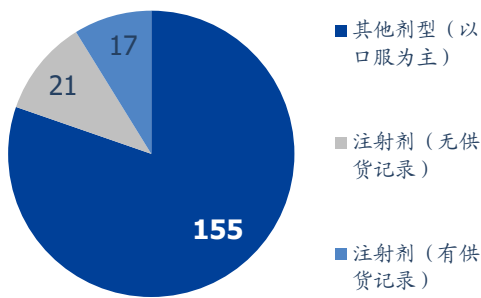
1.3.3 展望下半年，注射剂国际化企业有业绩、有催化

注射剂国际化的核心逻辑是符合全球最高标准的注射剂产能向下覆盖，抓住美国、中国两大核心注射剂市场：

- **美国市场：**提前布局的企业持续享受高毛利的优质竞争格局，美国的注射剂市场呈现几大特点：**1）**注射剂 cGMP 要求极高（生产全程无菌，场地全隔离，对原辅包要求高）；**2）**扩产周期长（至少 5-6 年以上）；**3）**竞争对手少（主流生产企业在 10 家以内，70%的注射剂 ANDA 仅有 3 家左右供应商）；**4）**注射剂产品短缺频发、高毛利（医院渠道，净利率 30-70%，药品单价是国内同类产品的 7 倍以上）。目前国内仅有恒瑞、齐鲁、普利、健友在持续性供货。
- **中国市场：**在海外获得批文意味着在国内通过一致性评价，相对高的定价与较好的竞争格局抢占中国 **8000 亿** 的庞大市场。

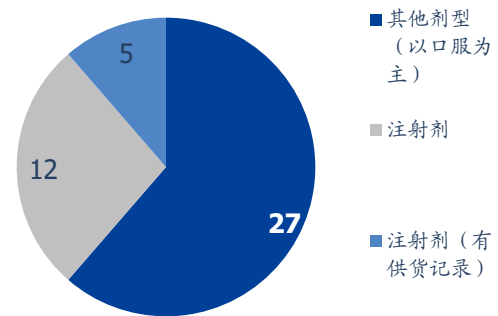
从未来半年到一年的维度来看，注射剂国际化企业将持续兑现高增长的业绩，同时相关企业均有重磅品种获批预期。健友（依诺肝素）和普利（万古霉素、达托霉素）均有重磅品种有望获批，加上新产能通过 FDA 认证以及业绩兑现的不断催化，近期的回调给予了上车机会，重点推荐普利制药、健友股份。

图表4: 中国药企的ANDA数量(个)



资料来源: FDA, 国盛证券研究所

图表5: 具备ANDA的中国药企数量(个)



资料来源: FDA, 国盛证券研究所

2、本周行业重点事件&政策回顾

【事件一】国家卫健委发布《2018年我国卫生健康事业发展统计公报》

<https://dwz.cn/xjsxo8JO>

5月22日,国家卫健委发布《2018年我国卫生健康事业发展统计公报》。报告统计了卫生资源、医疗服务、基层卫生服务、中医药服务、病人医药费用、疾病控制与公共卫生、妇幼卫生与健康老龄化、食品安全与卫生监督、人口家庭发展等九个大类方面的情况。统计数据显示,我国民营医疗发展迅猛,公立医院数量继续减少,强基层与扩大医院规模的态势同时并存,门诊和住院率增加,基层门诊量持续增加,医疗费用得到合理控制,病人医药费用涨幅下降,卫生资源进一步完善,城乡居民健康水平进一步提高。

【点评】从整体医疗服务发展来看,从公立医院到民营医院的转移以及公立医院内部从二、三级医院到基层医疗机构的转移的趋势已经极为明显,建议关注民营医疗服务以及布局基层的药械企业以及流通企业。

【事件二】国家卫健委发布《关于开展城市医疗联合体建设试点工作的通知》

<https://dwz.cn/JiVYxZh0>

5月22日,国家卫健委发布《关于开展城市医疗联合体建设试点工作的通知》。通知明确,将开展城市医疗联合体建设试点工作,并发布了试点工作方案。国家卫健委和国家中医药局在省级推荐的基础上,将遴选确定试点城市。各省份推荐设区的地市不少于总地市数的50%;北京、天津、上海、重庆4个直辖市可推荐市区纳入试点。该方案还同时明确了相关工作目标,到2019年底,100个试点城市全面启动城市医联体网格化布局与管理。到2020年,100个试点城市形成医联体网格化布局,取得明显成效。

【点评】医联体是分级诊疗、实现双向转诊的重要方式,医联体的推进有望解决医疗资源错配的问题,缓解大医院看病压力。体现到投资上来看,一方面,医联体试点有望进一步拉动基层医院的药械增速,建议关注布局基层的药械企业以及流通企业,另一方面,已经布局医联体和具备医联体特征的民营医疗机构也同样值得关注。

3、行情回顾与医药热度跟踪

3.1 医药行业行情回顾

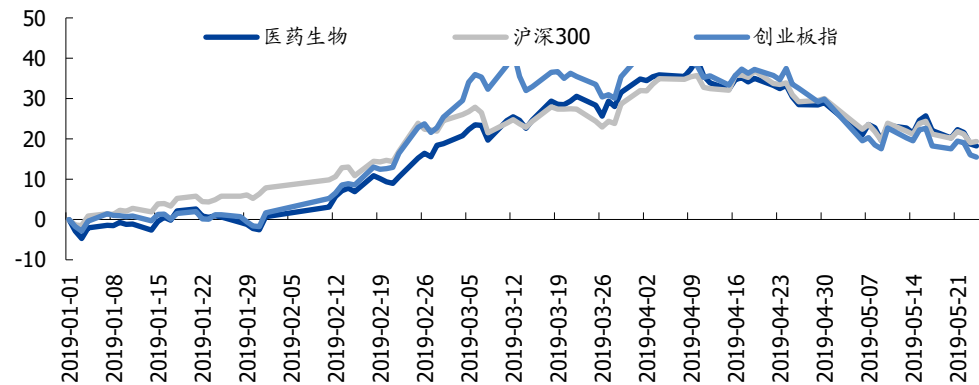
截至5月24日,申万医药指数为6907.89点,周环比下跌3.13%。沪深300下跌1.50%,创业板指数下跌2.37%,医药跑输沪深300指数1.63个百分点,跑输创业板指数0.77个百分点。2019年初至今申万医药上涨18.27%,沪深300上涨19.37%,创业板指数上涨15.45%,医药跑赢创业板指数,跑输沪深300。

图表6: 本周申万医药 VS. 沪深300 指数 VS. 创业板指数对比

指数	本周	上周	周环比(%)	与月初比(%)	与年初比(%)
沪深300	3,593.91	3,648.76	-1.50	-8.16	19.37
创业板指数	1,443.75	1,478.75	-2.37	-11.09	15.45
生物医药(申万)	6,907.89	7,131.26	-3.13	-8.29	18.27

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

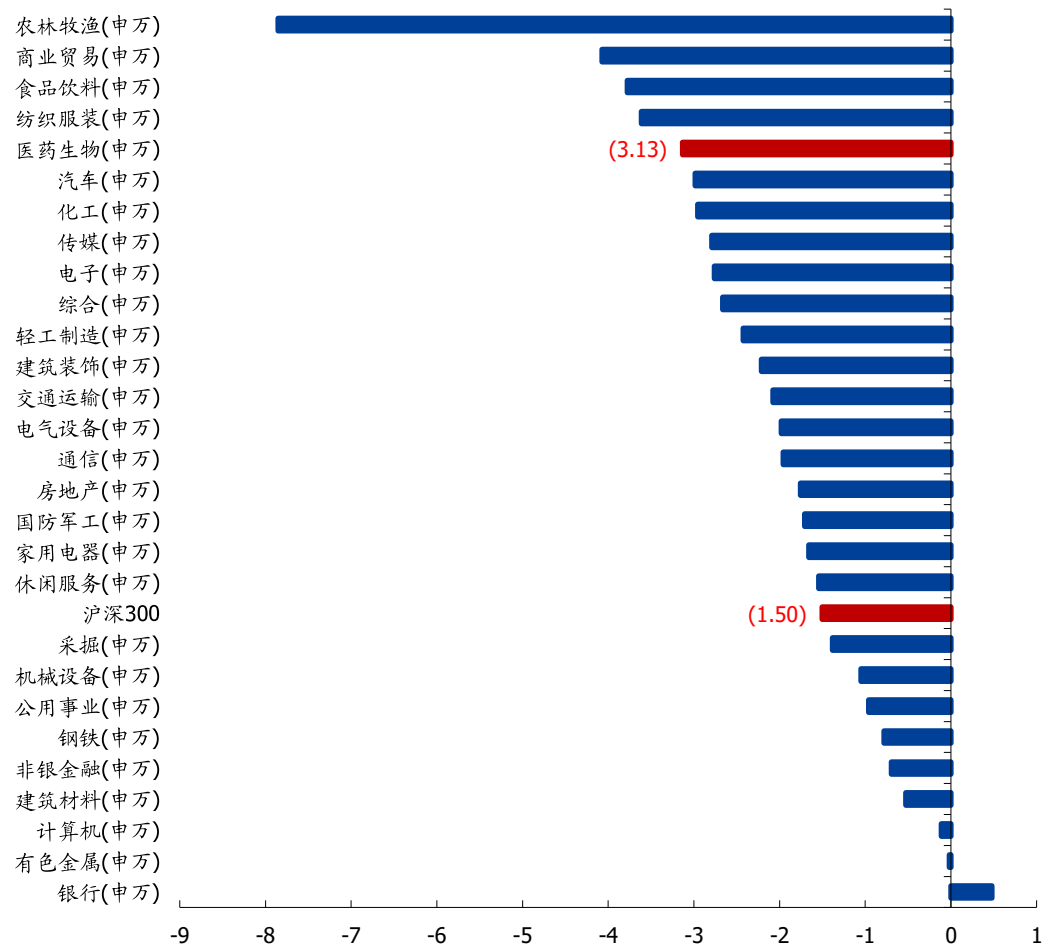
图表7: 2019年以来申万医药指数 VS. 沪深300 指数 VS. 创业板指数走势对比(%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

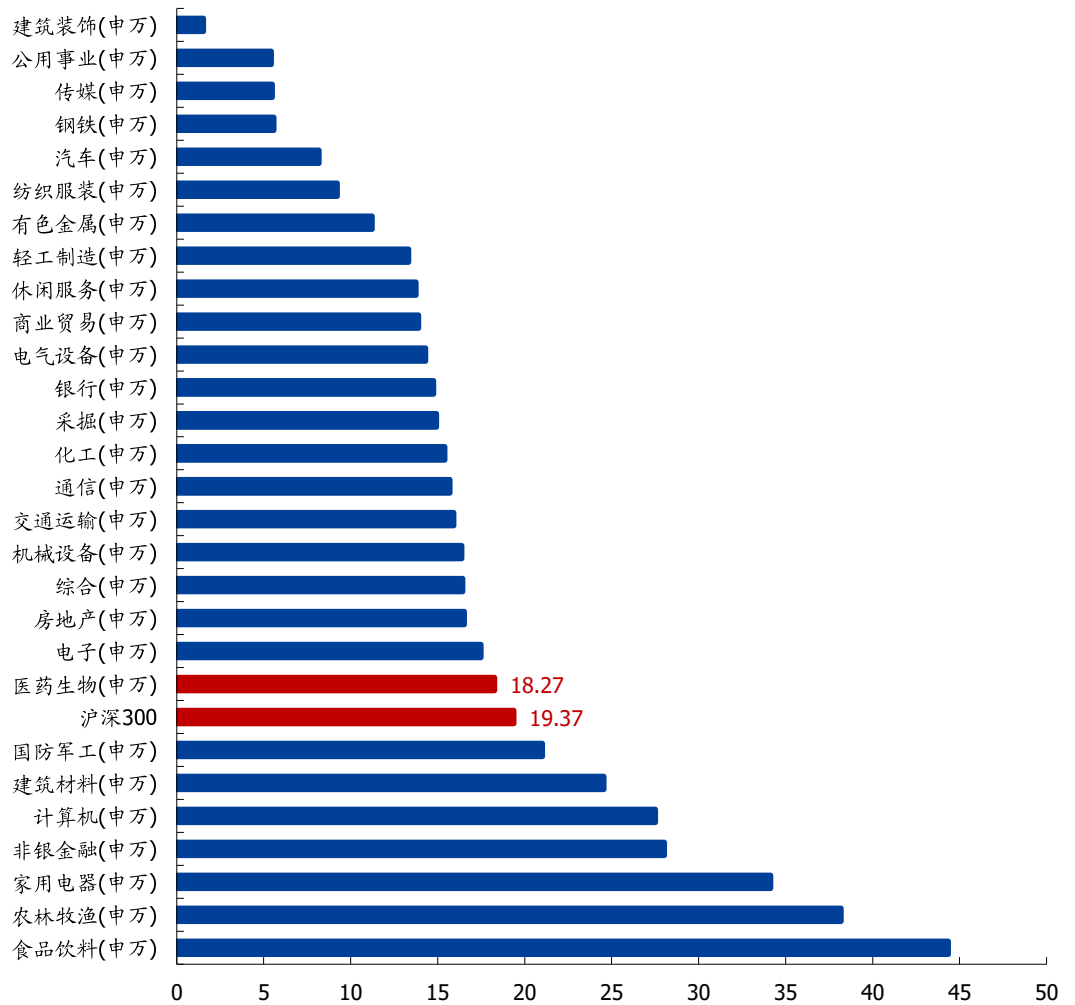
在所有行业中,本周医药涨跌幅排在第24位。2019年初至今,医药涨跌幅排在第8位。

图表 8: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (周对比, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

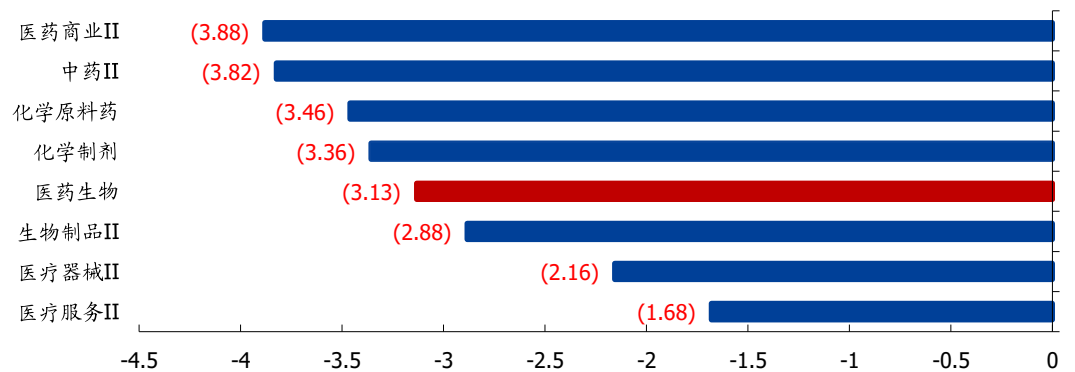
图表 9: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2019年初至今, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业方面, 本周表现最好的为医疗服务 II, 下跌 1.68%; 表现最差的为医药商业 II, 下跌 3.88%。

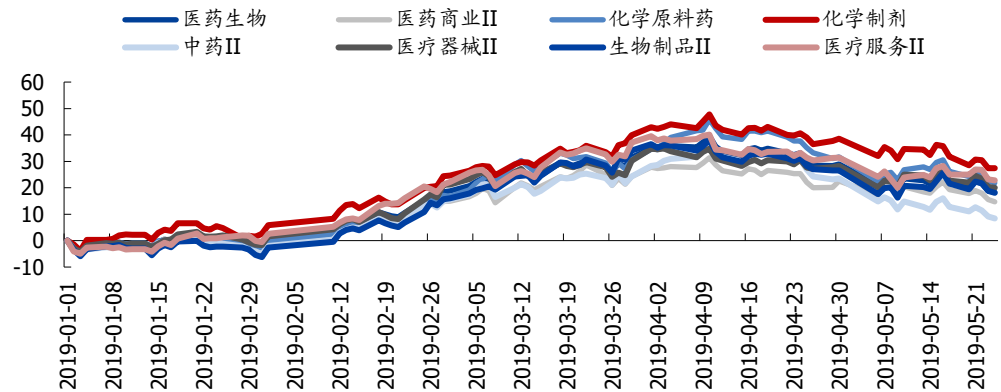
图表 10: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019年初至今表现最好的子行业为化学制剂，上涨27.40%；表现最差的子行业为中药II，上涨8.45%。其他子行业中，生物制品II上涨18.11%，医药商业II上涨14.63%，化学原料药上涨21.82%，医疗器械II上涨20.00%，医疗服务II上涨22.86%。

图表 11: 申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图 (%)

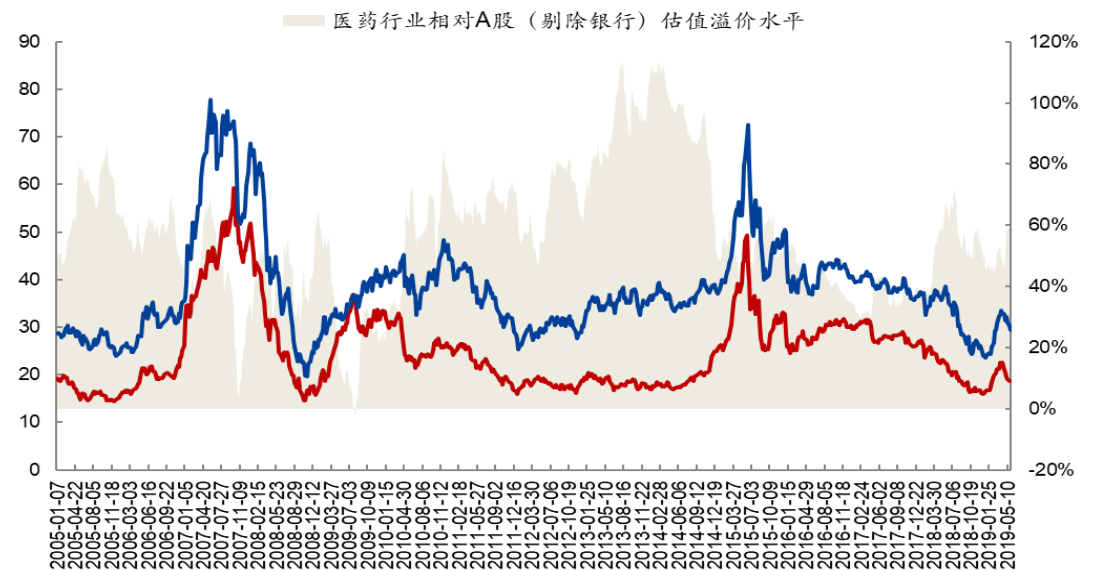


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2 医药行业热度追踪

目前，医药行业估值（TTM，剔除负值）为 29.38X，较上周相比下降了 0.84 个单位，比 2005 年以来均值（37.90X）低 8.52 个单位，上周医药行业整体略微回落。本周医药行业估值溢价率（相较 A 股剔除银行）为 57.11%，较上周下降了 1.61 个百分点。溢价率较 2005 年以来均值（56.46%）高 0.65 个百分点，处于均值偏上水平。

图表 12: 医药行业估值溢价率（申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

本周医药成交总额为 1405.41 亿元，沪深总成交额为 22570.07 亿元，医药成交额占比沪深总成交额比例为 6.23%（2013 年以来成交额均值为 6.42%），本周医药行业热度较上周有所下降。

图表 13: 2013 年以来申万医药行业成交额以及在市场中占比的走势变化

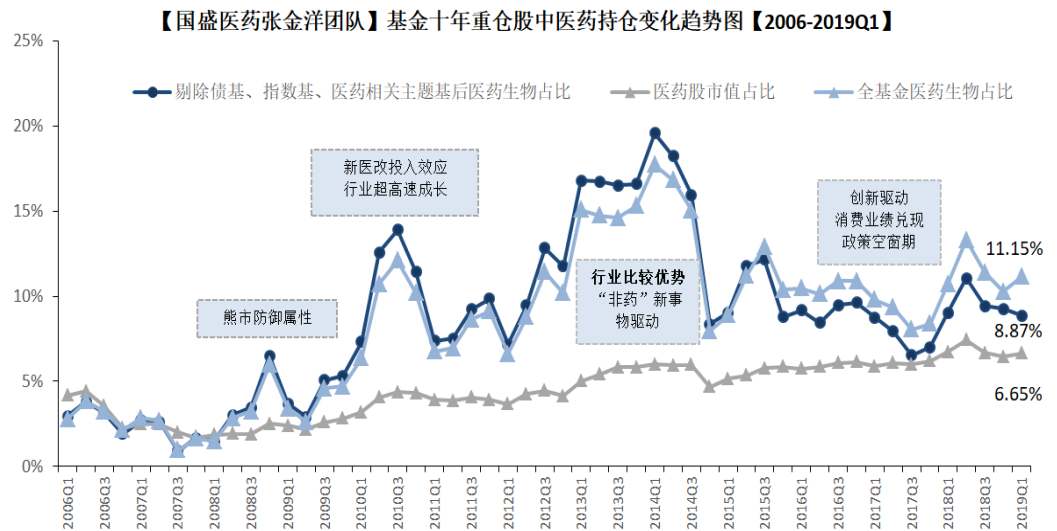


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019Q1 基金生物医药持仓情况: 1) 全基金医药生物持仓有所提升, 主要是医药主题基金、指数基金、债券型基金医药持仓占比上升所致, 主动型非医药主题基金持仓有所减少; 2) 基金重仓个股持仓情况呈现“顶部效应”, 持仓向前 5 个股倾斜, 持仓集中度明显提升; 3) 子行业中创新药受到追捧, 中药和医疗器械热度下降; 4) 北上资金持股占比提升。

基金整体医药持仓占比上升。2019Q1, 全基金重仓股持仓比例为 11.15%, 相较 2018Q4 上升 0.87pp; 剔除医疗健康基金后主动型非债券基金中医药重仓股持股比例为 8.87%, 相较 2018Q4 下降 0.40pp (统计日期截止 2019.4.21)。整体医药仓位上升, 但剔除债基、指数基、医药主题基金后下降, 体现不同类型的基金对待医药的态度呈现分化。

图表 14: 基金十年重仓股中医药持仓变化趋势图【2006-2019Q1】



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

医药主题基金持仓占比提升, 非医药主题主动基金仓位下降。从全基金组成拆分来看, 2018Q4 至 2019Q1, 医药主题基金医药股持仓占比由 85.52%提高至 91.27%, 上升 5.75pp; 债券型和指数型基金重仓股医药 2019Q1 占比分别为 8.70%和 5.43%, 环比上升 3.55pp 和 2.66pp; 剔除医药主题、债基、指基的主动型基金, 2019Q1 重仓股医药占比为 9.26%, 下降 0.40pp, 非医药的主动型基金 2019Q1 医药持仓占比下降。

图表 15: 2019Q1 基金重仓股医药持仓情况拆分

	19Q1 医药持仓 占比	18Q4 医药持仓 占比	19Q1 持股总市值 (万元)	19Q1 医药持股总市值 (万元)	18Q4 持股总市值 (万元)	18Q4 医药持股总市值 (万元)
全基金	11.15%	10.28%	80,871,489	9,015,772	77,340,424	7,950,976
医药主题基金	91.27%	85.52%	2,987,278	2,726,487	2,731,256	2,335,726
剔除医药主题后基金	8.08%	7.53%	77,884,211	6,289,285	74,609,168	5,615,250
主动型基金(剔除医药主题剔除债后基金)	8.87%	9.26%	58,243,412	5,164,134	54,063,647	5,008,790
债券型基金	8.70%	5.15%	1,793,042	156,018	1,540,462	79,327
指数型基金	5.43%	2.77%	17,847,304	969,131	18,999,438	526,797

资料来源: Wind, 国盛证券研究所(统计日期截止 2019.4.21)

我们认为, 2019Q1 基金重仓股医药持仓情况与当前的市场行情及医药行业的走势相匹配。自 2019 年初 A 股行情全面转暖后, 食品饮料、农林牧渔、TMT、非银等行业赚钱效应明显, 可能吸引了一部分非医药主题主动基金降低医药仓位, 转向热度更高的行业; 而医药主题基金、债券型基金、指数型基金加仓医药, 一方面是医药行业 2018 年受行业带量采购、辅助用药目录、疫苗事件等影响, Q3、Q4 连续仓位下降, 在风险释放叠加行情转暖下吸引力增强, 另一方面, 医药中一些兼具估值弹性和防御属性的个股, 符合以上基金当前的风险偏好。

3.3 医药板块个股行情回顾

本周涨跌幅排名前 5 的为博济医药、花园生物、冠昊生物、宝莱特、正海生物。后 5 的为吉药控股、兴齐眼药、ST 康美、三鑫医疗、东宝生物。

滚动月涨跌幅排名前 5 的为冠昊生物、博济医药、大参林、花园生物、我武生物。后 5 的为 ST 康美、天圣制药、尔康制药、ST 运盛、紫鑫药业。

图表 16: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股

个股	涨跌幅 (%)	原因	个股	涨跌幅 (%)	原因
博济医药	11.59	无特殊原因	吉药控股	-22.33	1.25 亿债务豁免存疑
花园生物	10.57	VD3 涨价	兴齐眼药	-19.97	无特殊原因
冠昊生物	8.54	皮科大产品	ST 康美	-18.52	实施风险警示
宝莱特	7.12	无特殊原因	三鑫医疗	-16.78	无特殊原因
正海生物	6.80	无特殊原因	东宝生物	-15.60	无特殊原因
美诺华	6.69	无特殊原因	ST 运盛	-15.48	延期回复交易所问询
贝达药业	5.87	无特殊原因	南卫股份	-15.12	无特殊原因
康弘药业	5.69	无特殊原因	昆药集团	-14.49	无特殊原因
永安药业	5.35	无特殊原因	司太立	-12.93	无特殊原因
迈克生物	5.17	无特殊原因	誉衡药业	-12.62	大股东及一致行动人部分股权被冻结

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 中万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股

个股	涨跌幅 (%)	原因	个股	涨跌幅 (%)	原因
冠昊生物	48.49	皮科大产品	ST 康美	-52.12	会计数据造假
博济医药	23.93	无特殊原因	*ST 天圣	-50.09	审计非标
大参林	22.19	业绩高增长	尔康制药	-39.60	工业大麻概念
花园生物	17.88	VD3 涨价	ST 运盛	-39.06	延期回复交易所问询
我武生物	17.01	业绩稳定高增长	紫鑫药业	-37.50	工业大麻概念
济民制药	13.73	无特殊原因	莱美药业	-37.06	工业大麻概念
兴齐眼药	13.50	眼科大产品	嘉应制药	-35.25	工业大麻概念
正海生物	13.33	无特殊原因	天目药业	-35.05	控股股东股份新增司 法轮候冻结
京新药业	10.95	瑞舒伐他汀钙分 散片获批	吉药控股	-34.61	1.25 亿债务豁免存疑
通策医疗	9.97	业绩高增长	福安药业	-34.58	工业大麻概念

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4、医药行业重点特色上市公司估值增速更新

图表 18: 四大主线重点覆盖上市公司

四大方向	细分领域	上市公司	最新市值 (亿元)	归母净利润 2018A (亿元)	归母净利润 2019E (亿元)	净利润增速 2019E (%)	2019PE	
医药科技创新	创新服务商	凯莱英	197.96	4.28	5.74	33.98%	34.50	
		药明康德	927.28	22.61	23.16	2.48%	40.03	
		泰格医药	347.37	4.72	6.67	41.36%	52.04	
		昭衍新药	71.80	1.08	1.56	43.83%	46.08	
		康龙化成	224.98	3.39	4.78	41.06%	47.02	
		量子生物	76.27	1.61	2.71	68.42%	28.11	
		博腾股份	43.80	1.24	1.55	24.50%	28.26	
		药石科技	87.20	1.33	1.96	46.78%	44.55	
		九洲药业	65.92	1.57	2.76	75.88%	23.85	
		艾德生物	74.63	1.27	1.56	22.88%	47.92	
	创新药	恒瑞医药	2656.92	40.66	52.95	30.24%	50.18	
		丽珠集团	206.41	10.82	12.43	14.86%	16.61	
		贝达药业	166.21	1.67	2.07	24.21%	80.22	
		康弘药业	328.01	6.95	8.95	28.75%	36.66	
		科伦药业	407.17	12.13	15.80	30.25%	25.77	
		亿帆医药	144.23	7.37	11.05	49.83%	13.05	
		复星医药	618.29	27.08	33.04	22.01%	18.71	
		天士力	282.87	15.45	17.69	14.47%	15.99	
		创新疫苗	智飞生物	637.60	14.51	25.89	78.42%	24.62
			沃森生物	368.52	10.46	2.35	-77.54%	156.82
			康泰生物	315.90	4.36	5.63	29.19%	56.12
			华兰生物	389.86	11.40	14.23	24.91%	27.39
		创新器械	迈瑞医疗	1698.20	37.19	45.67	22.79%	37.19
			乐普医疗	422.61	12.19	17.11	40.42%	24.70
	安图生物		260.40	5.63	7.27	29.20%	35.83	
	医药扬帆出海	注射剂国际化	开立医疗	119.56	2.53	3.34	32.16%	35.81
			健友股份	191.25	4.25	5.96	40.47%	32.07
		口服国际化	普利制药	121.02	1.81	3.52	93.80%	34.42
	医药健康消费	品牌中药消费	华海药业	169.86	1.08	1.08	0.00%	157.99
			东阿阿胶	262.20	20.85	21.04	0.94%	12.46
			片仔癀	632.76	11.43	15.01	31.33%	42.16
			广誉远	88.22	3.74	4.58	22.36%	19.27
			云南白药	833.12	33.07	38.41	16.15%	21.69
同仁堂			404.58	11.34	12.10	6.68%	33.44	
仁和药业			111.08	5.06	6.66	31.51%	16.68	
羚锐制药			53.02	2.43	3.14	29.23%	16.86	
华润三九	267.83	14.32	21.75	51.91%	12.31			

		千金药业	39.88	2.55	2.93	14.60%	13.63	
	其他特色消费	我武生物	148.96	2.33	3.00	28.97%	49.60	
		长春高新	505.23	10.06	13.87	37.77%	36.44	
		安科生物	158.07	2.63	3.69	40.13%	42.86	
		医药品牌连锁	益丰药房	230.61	4.16	5.68	36.40%	40.60
	老百姓		173.51	4.35	5.36	23.15%	32.39	
	一心堂		162.04	5.21	6.59	26.55%	24.57	
	大参林		223.61	5.32	6.45	21.33%	34.67	
	国药一致		179.10	12.11	13.66	12.83%	13.11	
	特色专科连锁	爱尔眼科	843.72	10.09	13.55	34.31%	62.26	
		美年健康	432.65	8.21	11.47	39.76%	37.72	
		通策医疗	243.40	3.32	4.47	34.56%	54.47	
	流通	上海医药	478.31	38.81	42.88	10.47%	11.16	
		九州通	246.54	13.41	16.92	26.20%	14.57	
		柳药股份	87.00	5.28	6.76	27.97%	12.87	
		国药股份	172.07	14.04	14.80	5.43%	11.62	
	其他特色领域	华东医药	481.78	22.67	27.78	22.51%	17.34	
		恩华药业	110.12	5.25	6.47	23.33%	17.01	
		信立泰	228.55	14.58	14.20	-2.60%	16.09	
		特色处方药	华润双鹤	136.46	9.69	11.67	20.51%	11.69
			济川药业	265.90	16.88	20.56	21.83%	12.93
			通化东宝	275.20	8.39	9.89	17.88%	27.84
			东诚药业	91.05	2.80	3.82	36.27%	23.83
	辅料包材	山河药辅	21.99	0.70	0.87	24.48%	25.20	
		山东药玻	110.75	3.58	4.62	28.92%	23.98	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (数据为 wind 一致预期)

5、风险提示

1) 负向政策持续超预期; 2) 行业增速不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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

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

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

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

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼
邮编：100033
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com