

医药生物

医保外医药消费崛起，再论疫苗价值与机遇

医药周观点。本周申万医药指数上涨 3.30%，涨跌幅位列全行业第 8，跑赢沪深 300 指数及创业板指数。医药近期受三个政策（财政部查账、2019 医改重点任务、DRGS 试点）影响有所回调，我们也在上周周报中对具体政策进行了深度剖析，我们认为医药本身就是一个政策大周期的行业，政策出台不宜盲目悲观，弄清楚政策背后的逻辑、市场对于政策的预期差及重点细分领域及个股的估值情况再判断影响方为上策，本周医药反弹，部分细分龙头个股如普利制药（万古霉素 FDA 获批）、沃森生物、康泰生物、我武生物、欧普康视、万孚生物等表现优异，也印证了我们之前的逻辑。本周周报专题，我们对疫苗板块的投资机会进行了再梳理，维持创新疫苗板块进入第二波大浪潮观点不变。我们认为 17 年下半年到 18 年上半年是疫苗行业出现了第一波浪潮的表现，以 HPV 疫苗投入市场快速放量为主导带来了板块整体的催化效应，而当前两家疫苗企业 13 价肺炎临床进展（沃森的 13 价肺炎结合疫苗预计将上市销售+康泰生物当前 13 价结合疫苗临床总结报告完成）+智飞生物重磅产品预防性微卡的进展有望成为行业的大催化剂，我们本周周报中对市场的几点疑问做出解答，同时对几只龙头的个股的投资逻辑中短期到中长期进行了再梳理，建议投资者重点关注沃森生物、智飞生物以及康泰生物。

整体医药从中短期看，我们坚持“避政策，要基本，看细分，兼估值，抓成长”的十五字医药行业投资策略。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，可关注以下几个方面：

- **创新药服务商：**受益于行业景气度提升及科创板带动估值提升，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。
- **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。
- **创新疫苗：**“13 价肺炎+微卡”的预计获批，叠加大品种持续放量，创新疫苗大时代继续前行，建议重点关注沃森生物、智飞生物、康泰生物。
- **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，建议重点关注健友股份。
- **医药流通：**2019 年流通行业将迎来基本面拐点，并且估值处于历史大底部，建议当前时点重点关注估值业绩增速性价比极高的柳药股份等。
- **核医学：**核医学作为国内稀缺资源，前景广阔，建议重点关注东诚药业。

本周行业重点事件概览。《中华人民共和国人类遗传资源管理条例》正式公布；八部门联合印发《遏制结核病行动计划（2019—2022 年）》；卫健委发布《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》；湖南省采购平台发布《关于开展部分基本药物价格联动的通知》。

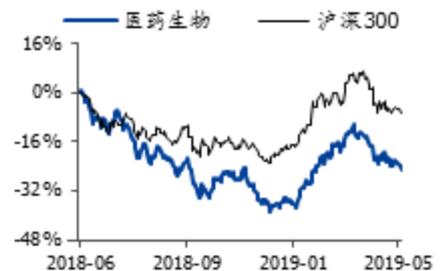
中长期投资策略。（1）**医药科技创新：**创新服务商（凯莱英、昭衍新药、药石科技、药明康德、泰格医药、康龙化成、艾德生物等）、创新药（恒瑞医药、贝达药业、丽珠集团、科伦药业、天士力等）、创新疫苗（智飞生物、康泰生物、沃森生物、华兰生物等）、创新器械（迈瑞医疗、乐普医疗、安图生物、开立医疗等）。（2）**医药扬帆出海：**注射剂国际化（健友股份、普利制药、恒瑞医药等）、口服国际化（华海药业）。（3）**医药健康消费：**品牌中药消费（片仔癀、云南白药、同仁堂、济川药业、广誉远等）、其他特色消费（长春高新、安科生物、我武生物等）。（4）**医药品牌连锁：**药店（益丰药房、老百姓、大参林、一心堂等）、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 6 月 14 日，申万医药指数为 6,698.94 点，周环比上涨 3.30%。沪深 300 上涨 2.53%，创业板指数上涨 2.68%，医药跑赢沪深 300 指数 0.77 个百分点，跑赢创业板指数 0.62 个百分点。2019 年初至今申万医药上涨 14.69%，沪深 300 上涨 21.40%，创业板指数上涨 16.27%，医药跑赢创业板指数及沪深 300。子行业方面，本周表现最好的为生物制品 II，上涨 5.33%；表现最差的为中药 II，上涨 1.73%。

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：一大波政策来袭，医药何去何从》2019-06-09
- 2、《医药生物：比对 19 版医改重点工作任务，探政策风向变化》2019-06-05
- 3、《医药生物：科创板即将到来，创新药服务商热度不减》2019-06-02



内容目录

内容目录	2
图表目录	2
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 创新疫苗板块投资机会再梳理，龙头个股仍建议重点关注	5
1.3.1 沃森生物：关注 13 价肺炎审评进度，中短期看 13 价放量，中长期看国际化发展+公司管线布局	6
1.3.2 智飞生物：中短期关注员工持股进度+微卡审评进度，中长期管线品种未来也将逐渐发力	7
1.3.3 康泰生物：中短期看 13 价肺炎进展+四联苗复苏+销售费用控制，中长期看研发管线价值体现	8
2、本周行业重点事件&政策回顾	9
3、行情回顾与医药热度跟踪	11
3.1 医药行业行情回顾	10
3.2 医药行业热度追踪	13
3.3 医药板块个股行情回顾	16
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	18

图表目录

图表 1: 13 价肺炎疫苗国内研发进展	6
图表 2: 历年疫苗行业产值测算 (亿元)	6
图表 3: 公司研发管线进展	9
图表 4: 本周申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比	11
图表 5: 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 (%)	11
图表 6: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (周对比, %)	11
图表 7: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2019 年初至今, %)	12
图表 8: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)	12
图表 9: 申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图 (%)	13
图表 10: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行)	13
图表 11: 2013 年以来申万医药行业成交额以及在中占比的走势变化	14
图表 12: 基金十年重仓股中医药持仓变化趋势图【2006-2019Q1】	16
图表 13: 2019Q1 基金重仓股医药持仓情况拆分	17
图表 14: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股	16
图表 15: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股	18
图表 16: 四大主线重点覆盖上市公司	18

1、医药核心观点

1.1 周观点

本周申万医药指数上涨 3.30%，涨跌幅位列全行业第 8，跑赢沪深 300 指数及创业板指数。医药近期受三个政策（财政部查账、2019 医改重点任务、DRGS 试点）影响有所回调，我们也在上周周报中对具体政策进行了深度剖析，我们认为医药本身就是一个政策大周期的行业，政策出台不宜盲目悲观，弄清楚政策背后的逻辑、市场对于政策的预期差及重点细分领域及个股的估值情况再判断影响方为上策，**本周医药反弹，部分细分龙头个股如普利制药（万古霉素 FDA 获批）、沃森生物、康泰生物、我武生物、欧普康视、万孚生物等表现优异，也印证了我们之前的逻辑。本周周报专题，我们对疫苗板块的投资机会进行了再梳理，维持创新疫苗板块进入第二波大浪潮观点不变。**我们认为 17 年下半年到 18 年上半年是疫苗行业出现了第一波浪潮的表现，以 HPV 疫苗投入市场快速放量为主导带来了板块整体的催化效应，而当前两家疫苗企业 13 价肺炎临床进展（沃森的 13 价肺炎结合疫苗预计将上市销售+康泰生物当前 13 价结合疫苗临床总结报告完成）+智飞生物重磅产品预防性微卡的进展有望成为行业的大催化剂，**我们本周周报中对市场的几点疑问做出解答，同时对几只龙头的个股的投资逻辑中短期到中长期进行了再梳理，建议投资者重点关注沃森生物、智飞生物以及康泰生物。**

整体医药从中短期看，我们坚持“避政策，要基本，看细分，兼估值，抓成长”的十五字医药行业投资策略。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，可关注以下几个方面：

- **创新药服务商：**受益于行业景气度提升及科创板带动估值提升，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。
- **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。
- **创新疫苗：**“13 价肺炎+微卡”的预计获批，叠加上市 1-2 年的大品种持续放量，创新疫苗大产品大时代继续前行，建议重点关注沃森生物、智飞生物、康泰生物。
- **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，建议重点关注健友股份。
- **医药流通：**2019 年流通行业将迎来基本面拐点，并且估值处于历史大底部，建议当前时点重点关注估值业绩增速性价比极高的柳药股份等。
- **核医学：**核医学作为国内稀缺资源，未来发展前景广阔，建议重点关注东诚药业。

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 王者日新月盛

【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，在大医保局时代、行业结构优化和格局重塑期，我们坚持“避政策，要基本，看细分，兼估值，抓成长”的十五字医药行业投资策略。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，可关注以下几个方面：

- **创新药服务商**：受益于行业景气度提升及科创板带动估值提升，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。
- **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。
- **创新疫苗**：“13 价肺炎+微卡”的预计获批，叠加上市 1-2 年的大品种持续放量，创新疫苗大产品大时代继续前行，建议重点关注沃森生物、智飞生物、康泰生物。
- **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，建议重点关注健友股份。
- **医药流通**：2019 年流通行业将迎来基本面拐点，并且估值处于历史大底部，建议当前时点重点关注估值业绩增速性价比极高的柳药股份等。
- **核医学**：核医学作为国内稀缺资源，未来发展前景广阔，建议重点关注东诚药业。

（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，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。

1.3 创新疫苗板块投资机会再梳理，龙头个股仍建议重点关注

维持创新疫苗板块进入第二波大浪潮观点不变。创新疫苗行业进入大产品大时代，我们认为17年下半年到18年上半年是疫苗行业出现了第一波浪潮的表现，以HPV疫苗投入市场快速放量为主导带来了板块整体的催化效应，而当前两家疫苗企业13价肺炎临床进展(沃森的13价肺炎结合疫苗预计将上市销售+康泰生物当前13价结合疫苗的进展)+智飞生物重磅产品预防性微卡的进展有望成为行业的大催化剂，我们认为疫苗板块将进入第二波大浪潮，同时行业端在“山东疫苗事件”和“长生疫苗事件”后发展趋势也有所变化，疫苗板块龙头型个股有望受益行业变化。

国产13价肺炎疫苗沃森生物和康泰生物处于领先地位，相关进展将成为疫苗板块第二波浪潮的巨大催化剂，智飞生物预防性微卡处于审批尾声。按照当前的研发进度，沃森生物于2018年3月份获得优先审评，经过两次资料的发补，目前已处于技术审评的尾声阶段，我们预计公司将近期进入生产现场检查阶段，预计将于19Q3获批上市销售；康泰生物目前临床总结报告已经完成，预计将于20年底到21年初的时间获批。而智飞生物的预防性微卡，我们认为有望于19Q3结束审评，目前处于审批尾声。

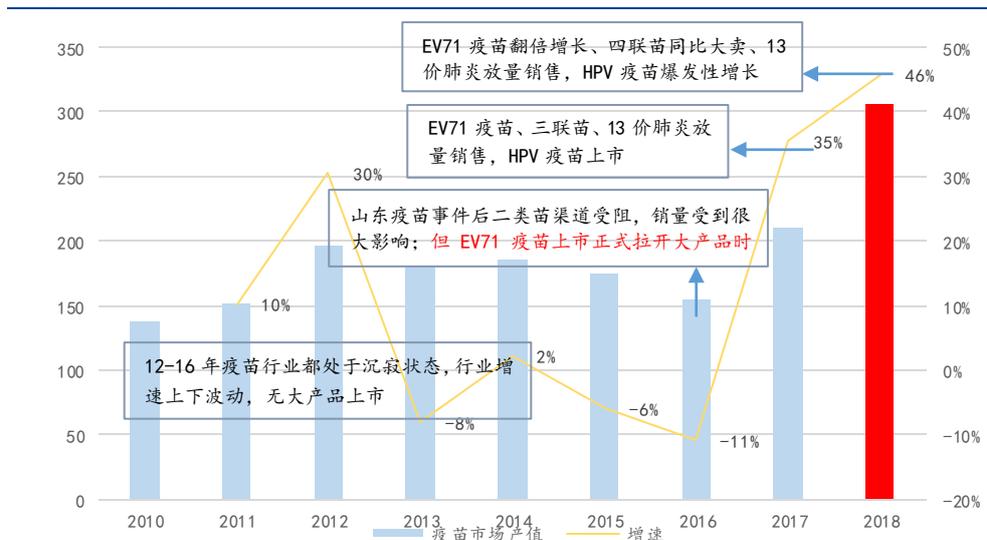
图表 1: 13 价肺炎疫苗国内研发进展

在研厂家	在研情况
沃森生物	审评尾声
民海生物	临床总结报告完成
北京科兴、兰州所	临床 II 期
智飞生物	15 价肺炎临床 I 期完成
康希诺	13 价肺炎临床 I 期
成都安特金	申报临床批件

资料来源: CDE, 国盛证券研究所

行业规模持续扩大。17年行业全面复苏，大产品大时代正式来临，EV71疫苗放量、HPV疫苗上市销售、国产联苗的放量驱使国内疫苗市场空间迅速扩大，18年虽然行业再次遇到疫苗事件影响，但是疫苗的刚需属性以及疫苗大产品的持续渗透，预计整体市场规模已经达到300亿左右，同比17年增长46%左右。由于13价肺炎疫苗、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，我们预计19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。

图表 2: 历年疫苗行业产值测算 (亿元)



资料来源: 中检院, 药智网, 国盛证券研究所

行业发展方向明确确定性高，龙头优势未来将逐渐显现。对于市场的几个疑问，我们认为以下几个方面可以明确：

- ◆ **疑问一：板块受行业发展政策扰动大，未来不确定性高。行业将迎来一些趋势变化，包括可能严控新开办疫苗企业，提高市场准入标准；推动疫苗行业重组整合；加强疫苗产品质量监管，逐步引导落后产品退出市场等，这些未来都有可能发生，即使是这样，我们认为对于行业的趋势发展变化，不管是全方位的严格管理，还是行业的重组整合，亦或是股权层面的合作，我们认为目前的行业龙头型公司都将受益，国内的疫苗产业发展受政策关注度越高，未来的发展方向将会更加纯净和明确，“剩者为王”的行业趋势下，龙头个股优势明确。**
- ◆ **疑问二：个股存在悲观预期，未来发展趋势不明朗。4月初智飞三联苗水针再注册事件后，部分投资者的悲观预期有所出现，国内疫苗板块的研发实力如何，未来的品种是否会出现问题，审评上是否会倾斜趋严？**我们认为三联苗再注册本身是疫苗审评上对佐剂要求的单一事件，和行业发展趋势并无大的关联，无需对审评趋势做过多的猜疑，过于悲观反而有可能错失投资机会。对于国内疫苗企业，尤其是在疑问一当中提及的龙头公司，我们可以从研发管线当中，发现对于智飞，三联苗只是众多上市+在研品种中的一个；康泰的管线目前看很多品种进入二三期，未来联苗方面也有望有所突破；沃森的国产**13**价肺炎结合疫苗，目前已经处于审评尾声，有望成为国际制药巨头辉瑞后的第二家**13**价肺炎疫苗上市销售。三只疫苗个股，未来发展方向明确，研发管线梯队良好，我们建议投资者短期扰动不必过于担忧，中长期发展方向将是价值筛选重点。
- ◆ **疑问三：近期财政部本次检查涉及部分疫苗公司的担忧。此次检查智飞绿竹和沃森生物处于检查名单中，我们认为此次检查可能是针对推进4+7带量采购表态，一定程度上表明国家推进药品带量采购试点坚定的态度。对于疫苗来说，我们认为大的方向，首先二类苗并非医保品种，并不是医保局需要去严格限制的板块，我们认为大的方向疫苗企业并非是严查对象。其次，对于智飞绿竹来说，由于是直销队伍销售费用率国内疫苗企业最低，并且智飞多年和默沙东合作后，对外企销售经验的借鉴和销售上严格规范程度已明显加强，对于严查的销售费用端口我们认为不必过于担心。而对于沃森生物，我们认为公司已推广商为主，虽然开票到疾控中心，但是中间严格筛选推广商资格，中间环节也不会有太大问题。对于此次财政检查，我们认为投资者不必过于担忧。**

1.3.1 沃森生物：关注13**价肺炎审评进度，中短期看**13**价放量，中长期看国际化发展+公司管线布局**

中短期关注13**价肺炎结合疫苗审评进度，预计Q3上市销售。**13价肺炎结合疫苗于18年3月纳入优先审评，目前处于技术审评最后阶段，我们预计公司将于近期进入生产现场检查，预计19年Q3获批上市销售，沃森作为全球第二家（辉瑞18年销售58亿美元），国内临床适龄接种人群超9000万人（6周龄-5周岁），未来市场空间巨大，公司13价肺炎疫苗的上市销售也有望催生疫苗板块的第二波大浪潮。未来公司有望凭借自身优势，上市后迅速占领市场。

中长期关注国际化发展，未来公司有望成为国际化疫苗标杆企业。公司已获得来自美国、印尼、埃及、孟加拉、菲律宾、吉尔吉斯斯坦、几内亚、尼日利亚等8个国家的采购订单，两个产品被埃及和印尼纳入国家免疫规划，唯一一个出口原液到美国的疫苗企业，公司未来将同盖茨基金会、世卫组织深度合作，未来**13**价肺炎和二价**HPV**疫苗有望大量出口国外，国外市场疫苗缺口较大，有望为公司带来丰厚利润。

中长期研发管线将成为内在驱动，研发能力和产业化能力加强竞争壁垒。研发上公司细菌性疫苗布局全面，具有超高壁垒的**13**价肺炎结合疫苗公司有望国内首家，另外子公

司泽润的二价 HPV 疫苗处于三期尾声，九价 HPV 疫苗目前处于临床 I 期，申报的重组 EV71 疫苗近日已取得临床批件，未来公司也将在联苗发展上进行布局，建议中长期关注公司研发管线上的突破。产业化方面，公司建立玉溪产业基地，公司同盖茨基金会签署合作协议，为国际市场提供疫苗帮助，恰恰考验的也是公司在产业化方面的能力，产业化的突出优势也进一步提升了企业的市场竞争力。

增持计划完成，彰显未来发展信心。公司分别于 3 月 22 日和 3 月 25 日通过集合竞价方式完成 2 亿元的增持计划，两日增持均价分布为 21.66 元/股和 22.66 元/股。我们认为公司的增持计划主要是基于对 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗等重大产品的研发成功持有坚定信心，对公司未来发展的持续看好。同时我们预计未来 13 价肺炎结合疫苗上市销售后，公司业绩将不断提升。另外公司 18 年 9 月股票期权激励计划首次授予登记完成，激励对象共 209 名授予 6090 万份股票期权，包括公司董事、高级管理人员、公司及控股子公司核心骨干，首次行权价格 25 元，对公司上下积极性进一步激发。

1.3.2 智飞生物：中短期关注员工持股进度+微卡审评进度，中长期管线品种未来也将逐渐发力

公司公告第二期员工持股草案发布。第二次员工持股相比第一次金额更大，涉及人数更多，充分释放员工积极性的同时也表明公司对未来发展的坚定信心。第二期员工持股草案发布，具体细节如下：

- ◆ 参加对象：不超过 800 人，其中董监高 13 人，其中研发中心总经理杜琳认购 2000 万份，龙科马副总经理杨世龙认购 1500 万份，董秘秦菲认购 1000 万份；
- ◆ 资金来源：员工持股计划将设立信托计划，募集资金总额上限为 70,000 万元，并按照不超过 1:1 比例设置优先份额和劣后份额，员工持股认购劣后份额筹集资金不超过 35,000 万元。
- ◆ 股票来源：以大宗交易方式购买控股股东股份或集中竞价，购买上限不超过总股本的 1.5%；
- ◆ 存续期和锁定期：存续期 36 个月，锁定期 12 个月。

独家代理四价 HPV、九价 HPV 以及五价轮状病毒疫苗，仍处于高速增长期，同默沙东分享国内市场。智飞在渠道终端的覆盖能力在国内具有明显优势，目前销售人员超 1400 人，覆盖 80% 以上的县疾控中心，小品种智飞体系内有望成为大品种，大品种智飞体系内如虎添翼，独家代理四价 HPV、九价 HPV 以及五价轮状病毒疫苗，潜在市场超千亿。

中短期关注 EC 诊断试剂和预防性微卡审评进度。对于国内结核病预防而言，形势严峻，在预防和大规模筛查端都处于缺失状态，而 EC 诊断试剂和预防用母牛分歧杆菌疫苗恰恰可以解决这两个方面的空缺。预防用母牛分歧杆菌疫苗是全球唯一完成临床 III 期的结核疫苗，有望于 2019Q3 获批。

中长期关注公司管线品种进一步发力。研发管线当中预防性微卡、EC 诊断试剂已经完成临床 III 期，目前处于优先审评，预计将于 Q3 左右获批；其他品种包括 23 价肺炎多糖、冻干重组结核疫苗、15 价肺炎结合疫苗、人二倍体狂犬疫苗等品种也已获得临床批件或已经在临床进行当中，这些品种将会在未来几年陆续完成临床试验，上市销售。良好的研发管线储备，为未来几年的高速增长，保驾护航。

图表 3: 公司研发管线进展

序号	药品名称	功能主治	临床前&申请 临床批件	临床批件	临床I期	临床II期	临床III期&揭盲	申报生产
1	注射用母牛分枝杆菌 (预防)	用于结核菌潜伏感染人群结核病的预防						
2	结核体内诊断试剂	用于卡介苗接种与结核杆菌菌鉴别、结核病的临床辅助诊断						
3	四价流感病毒裂解疫苗	用于预防季节性流感						
4	23价肺炎球菌多糖疫苗	预防肺炎链球菌引起的感染性疾病						
5	冻干人用狂犬病疫苗 (MRC-5细胞)	用于预防狂犬病						
6	福氏宋内氏痢疾双价结合疫苗	预防志贺氏菌引起的传染性疾病						
7	15价肺炎球菌结合疫苗	预防肺炎链球菌引起的感染性疾病						
8	冻干重组结核疫苗	用于结核杆菌潜伏感染高危人群结核病的预防						
9	ACYW135群流脑结合疫苗	预防脑膜炎球菌引起的感染性疾病						
10	冻干b型流感嗜血杆菌疫苗	预防b型流感嗜血杆菌引起的感染性疾病						
11	组分百白破	预防百日咳、白喉和破伤风杆菌引起的疾病						

资料来源: 国盛证券研究所, 公司公告, CDE

盈利预测。暂不考虑预防性微卡贡献以及三联苗再注册带来的影响(即使再注册影响, 公司也有望凭借单苗加强推广进行弥补), 预计公司 19-20 年归母净利润分别为 26.8 亿元以及 36.2 亿元, 同比增长 85% 以及 35%; EPS 分别为 1.67 元以及 2.26 元, 对应 19-20 年 PE 分别为 23 倍和 17 倍。维持“买入”评级。

1.3.3 康泰生物: 中短期看 13 价肺炎进展+四联苗复苏+销售费用控制, 中长期看研发管线价值体现

期权激励彰显公司未来信心。公司 19 年 3 月 24 日发布股票期权激励计划, 拟授予股份 3500 万股, 涉及 548 人, 激励对象主要以核心技术人员为准, 首次授予的行权价格为每股 45.09 元(公告日前一日收盘价每股 45.59 元)。公司此次行权价格高, 授予范围广, 表面公司对未来发展充满信心, 若未来授予完成, 将大大调动员工的积极性, 有利于公司未来发展。

中短期看 13 价肺炎进展+四联苗复苏+销售费用控制。

- ◆ **建议关注 13 价肺炎疫苗研发进展。**近日公司公告 13 价肺炎结合疫苗已完成临床总结报告, 近期将提交生产注册申请。
- ◆ **关注四联苗的复苏情况。**公司在 18 年五联苗恢复和疫苗事件后, 四联苗的销售受到一定影响, 随着时间的推移, 我们认为公司在渠道上的建设和终端上的拓展, 四联苗有望持续复苏, 增厚公司业绩。
- ◆ **19 年销售费用率上有望进一步改善。**公司在销售体系上, 逐渐由原先的推广模式, 向类直销模式转化, 通过内化或者独家化经销商的模式, 不断扩建自身的销售队伍和扩大渠道覆盖率, 鉴于当前公司的销售费用率要高于行业平均水平 10 个百分点左右, 我们预计未来随着公司销售体系的改善以及自身产品组合影响力的扩大, 销售费用率有望进一步降低, 增厚公司利润。

中长期关注公司研发管线进展, 研发管线出众孕育巨大潜力(核心价值)。公司在 16 年疫苗事件之后进入高速发展, 研发管线中覆盖了包括 13 价肺炎结合疫苗、二倍体狂犬疫苗, IPV 疫苗, EV71 疫苗等重磅品种。同时公司在单苗布局完善, 包括 IPV, 无细胞

百白破，冻干 Hib，麻风二联苗，甲肝疫苗，水痘等都为未来的联苗布局打下基础，未来有望成为国内最强联苗企业。

2、本周行业重点事件&政策回顾

【事件一】《中华人民共和国人类遗传资源管理条例》正式公布

<https://dwz.cn/TsTSEbgU>

2019年6月10日，《中华人民共和国人类遗传资源管理条例》正式公布，该条例由总理李克强签署国务院令，于2019年3月20日国务院第41次常务会议通过，自2019年7月1日起施行。该条例明确，国家支持合理利用人类遗传资源开展科学研究、发展生物医药产业、提高诊疗技术，提高我国生物安全保障能力，提升人民健康保障水平；对利用人类遗传资源开展研究开发活动以及成果的产业化依照法律、行政法规和国家有关规定予以支持。该条例也指出，开展生物技术研究开发活动或者临床试验，应当遵守有关生物技术研究、临床应用管理法律、行政法规和国家有关规定。

【点评】随着医药行业的快速发展，涉及人类遗传资源的生物技术研究活动快速增长，作为多民族的人口大国，我国具有独特的人类遗传资源优势，为医药行业的研究工作提供了众多便利。但是人类遗传资源利用的相关法律及制度并不完善，此次条例出台后，针对相应的处罚更为明确，要求也更严格，有利于行业的良性发展。

【事件二】八部门联合印发《遏制结核病行动计划（2019—2022年）》

<https://dwz.cn/T7DMD6HF>

2019年6月13日，国家卫生健康委、国家发展改革委、教育部、科技部、民政部、财政部、国务院扶贫办、国家医保局等8部门联合印发了关于《遏制结核病行动计划（2019—2022年）》的通知。目标到2020年，全国肺结核发病率要降至55/10万以下，死亡率维持在较低水平（3/10万以下）。

【点评】当前我国结核病流行形势仍然严峻，是全球30个结核病高负担国家之一，位居全球第2位，每年新报告肺结核患者约80万例，位居甲乙类传染病第2位。该政策有利于结核病防治药物的放量销售，重点关注智飞生物EC诊断、预防性微卡未来上市后的放量情况。

【事件三】北京市医耗联动方案将于6月15日正式实施

<https://dwz.cn/AfyJQWQT>

2018年12月，为巩固医药分开综合改革成效，持续深化医改，北京市委市政府制定发布了《北京市医耗联动综合改革实施方案》。按照部署，该方案将于6月15日零时正式实施。本次改革主要内容是“一降低、一提升、一取消、一采购、一改善”。其中，“一降低”是指降低医用设备检验项目价格；“一提升”是指提升中医、病理、康复、精神、手术等医疗服务项目价格；“一取消”是指取消医用耗材加成；“一采购”是指药品耗材集中采购；“一改善”是指进一步改善医疗服务，增强群众获得感。

【点评】当前的医改方向已经明确，通过带量采购等方式，挤掉药品、耗材在流通环节的价格水分，以实现医保资金的“腾笼”，然后进行“换鸟”，推进医疗服务价格、医生薪酬体系的改革。2019年医药重点工作任务中，耗材相关内容包括改革耗材采购、取消耗材加成、规范耗材使用等，而北京作为医改落地的先锋，在全国文件下达后马上跟进发布改革实施方案是应有之意。

【事件四】卫健委发布《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》

<https://dwz.cn/PP9JugG7>

6月12日，国家卫生健康委发布《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》，以深化“放管服”改革为主线，从6个方面入手，并提出22项政策措施。其中，6个方面分别为：加大政府支持社会办医力度；推进“放管服”，简化准入审批服务；公立医疗机构与社会办医分工合作；优化运营管理服务；完善医疗保险支持政策；完善综合监管体系。

【点评】本身鼓励社会化办医就是2014年以来的政策重点，是分级诊疗一系列政策的其中一项，政府鼓励民营医院（社会化办医）与公立基层医院（基层用药目录的放开、财政部的设备采购等等）的发展，用“互联网+”（连接大医院与民营医院、基层医院）为抓手，以医联体作为分级诊疗的目标。在2019年重点工作任务中，本身就要求卫健委、发改委在6月底前制定促进社会办医持续健康规范发展的政策文件，本文件是对重点工作任务的落实，持续关注医疗服务相关标的。

【事件五】湖南省采购平台发布《关于开展部分基本药物价格联动的通知》

<https://dwz.cn/yGCWss6M>

2019年6月10日，湖南省采购平台发布通知，拟对省采购平台内国家基药目录（2018年版）同通用名下无任何中标挂网记录的品种（118个）进行价格联动，并纳入直接挂网目录供医疗机构使用。该《通知》要求，企业在2019年6月10日至6月30日期间内自主申报，经公示后无异议的直接挂网，且价格联动方式不高于全国最低三省有效中标(挂网)价平均价格。

【点评】此次《通知》意味着没有中标的基药也有挂网的机会，使此前未赶上招标或者未中标的新进基药品种能够迅速进入湖南省，如果未来在全国进行推广复制，基药目录的含金量将得到提升。

3、行情回顾与医药热度跟踪

3.1 医药行业行情回顾

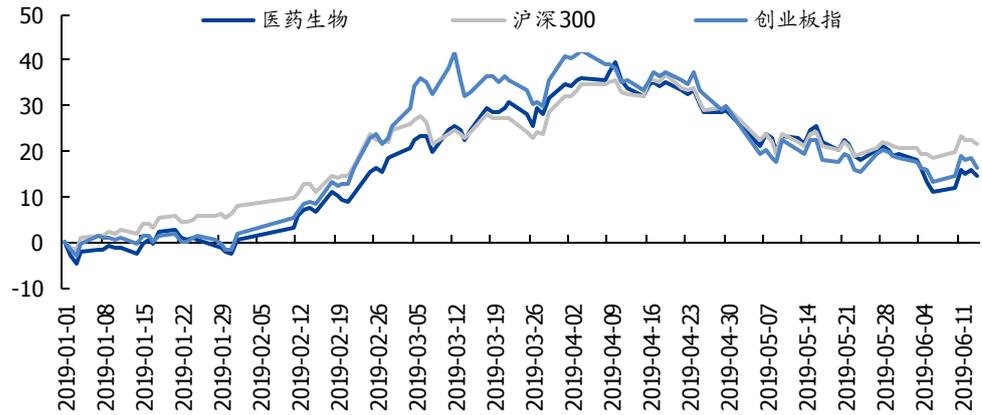
截至6月14日，申万医药指数为6,698.94点，周环比上涨3.30%。沪深300上涨2.53%，创业板指数上涨2.68%，医药跑赢沪深300指数0.77个百分点，跑赢创业板指数0.62个百分点。2019年初至今申万医药上涨14.69%，沪深300上涨21.40%，创业板指数上涨16.27%，医药跑输创业板指数及沪深300。

图表 4：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	3,654.88	3,564.68	2.53	0.69	21.40
创业板指数	1,453.96	1,416.06	2.68	-2.00	16.27
生物医药（申万）	6,698.94	6,485.00	3.30	-3.76	14.69

资料来源：Wind，国盛证券研究所

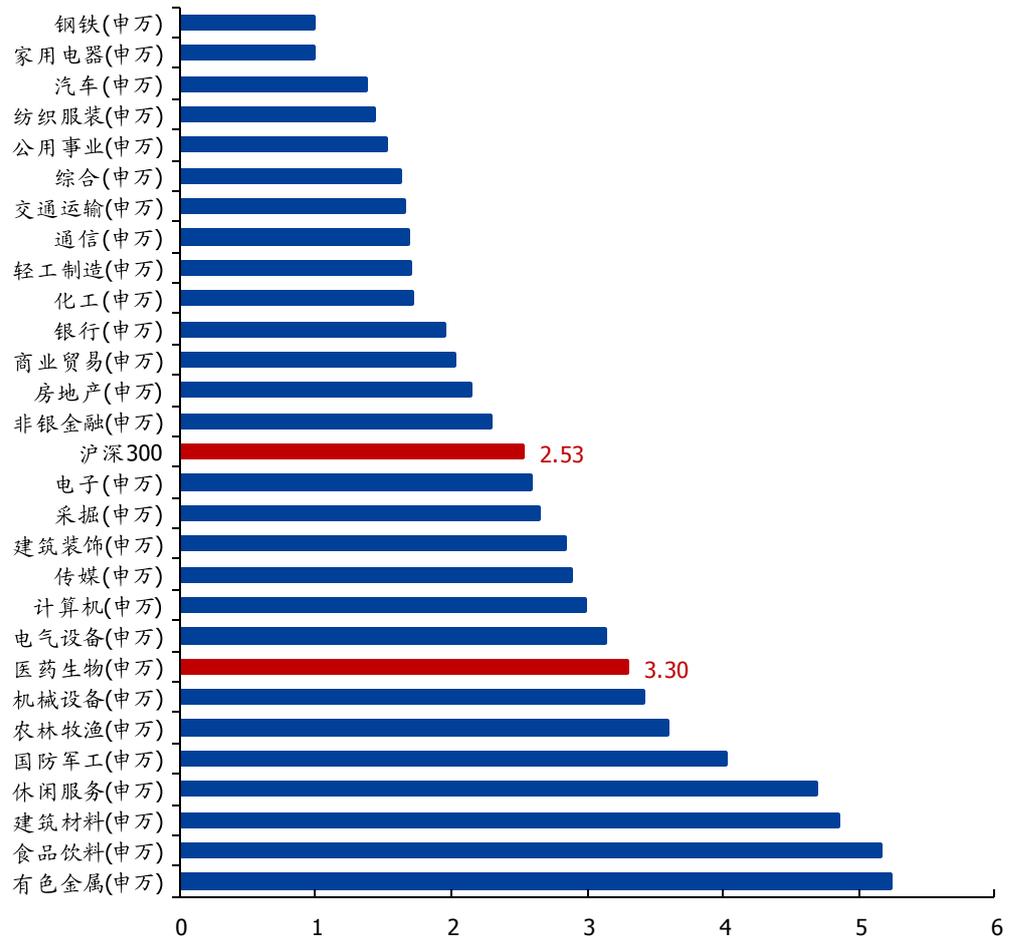
图表 5: 2019年以来申万医药指数 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数走势对比(%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

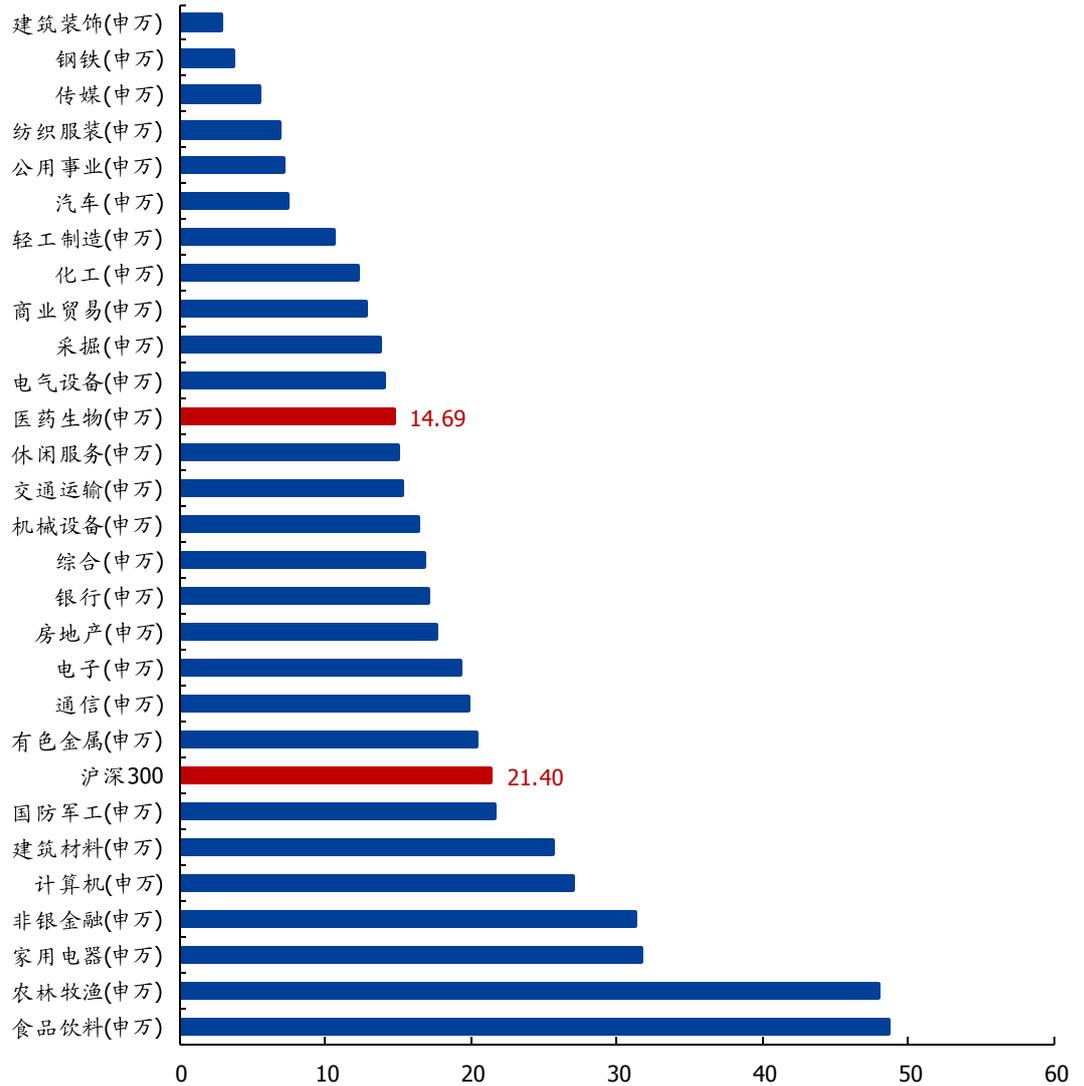
在所有行业中, 本周医药涨跌幅排在第 8 位。2019 年初至今, 医药涨跌幅排在第 17 位。

图表 6: 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

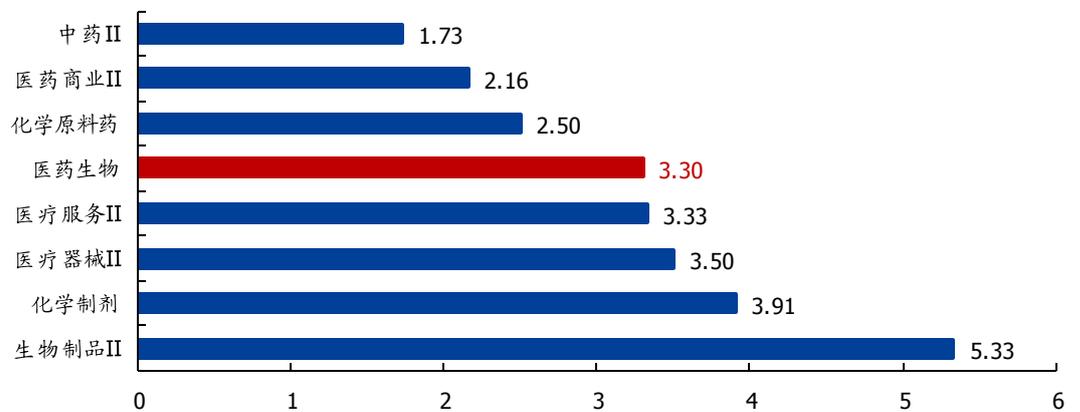
图表 7: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2019年初至今, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业方面, 本周表现最好的为生物制品 II, 上涨 5.33%; 表现最差的为中药 II, 上涨 1.73%。

图表 8: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)

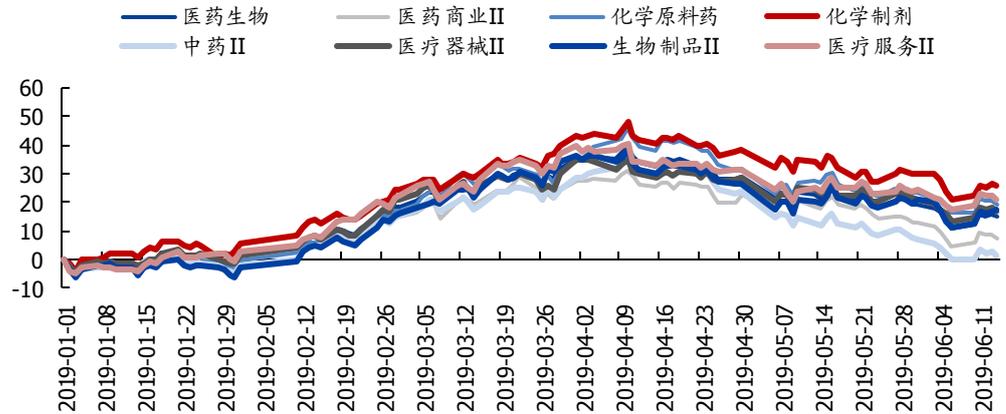


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019年初至今表现最好的子行业为化学制剂, 上涨 25.60%; 表现最差的子行业为中药

II, 上涨 1.49%。其他子行业中, 生物制品 II 上涨 17.30%, 医药商业 II 上涨 7.11%, 化学原料药上涨 18.96%, 医疗器械 II 上涨 17.07%, 医疗服务 II 上涨 21.26%。

图表 2: 申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图 (%)



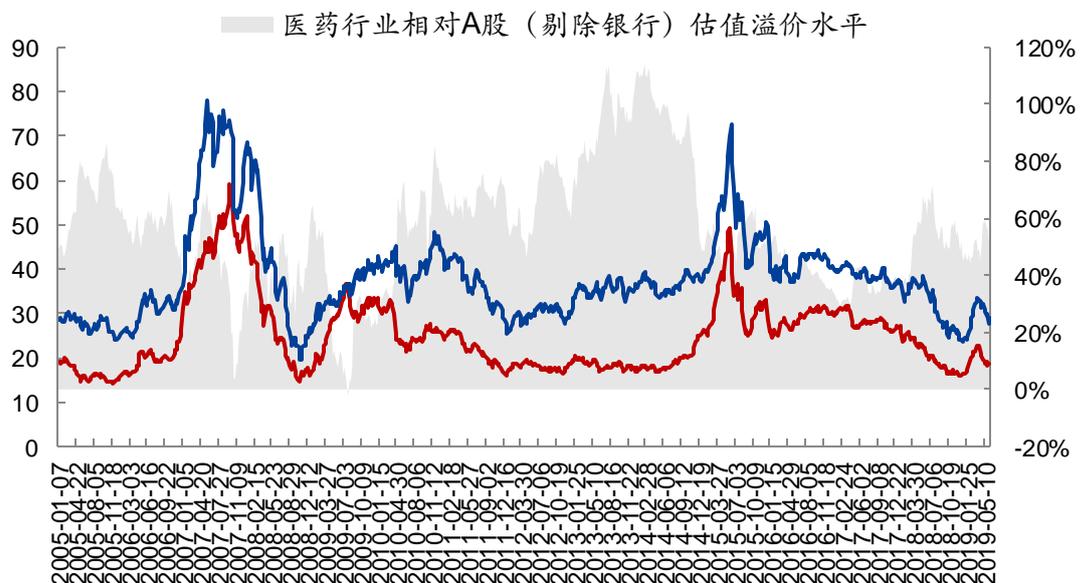
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2 医药行业热度追踪

目前, 医药行业估值 (TTM, 剔除负值) 为 28.77X, 较上周相比上升了 0.93 个单位, 比 2005 年以来均值 (37.87X) 低 9.10 个单位, 上周医药行业整体略微回升。

本周医药行业估值溢价率 (相较 A 股剔除银行) 为 52.55%, 较上周上升 1.49 个百分点。溢价率较 2005 年以来均值 (56.45%) 低 3.90 个百分点, 处于均值偏下水平。

图表 3: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行)

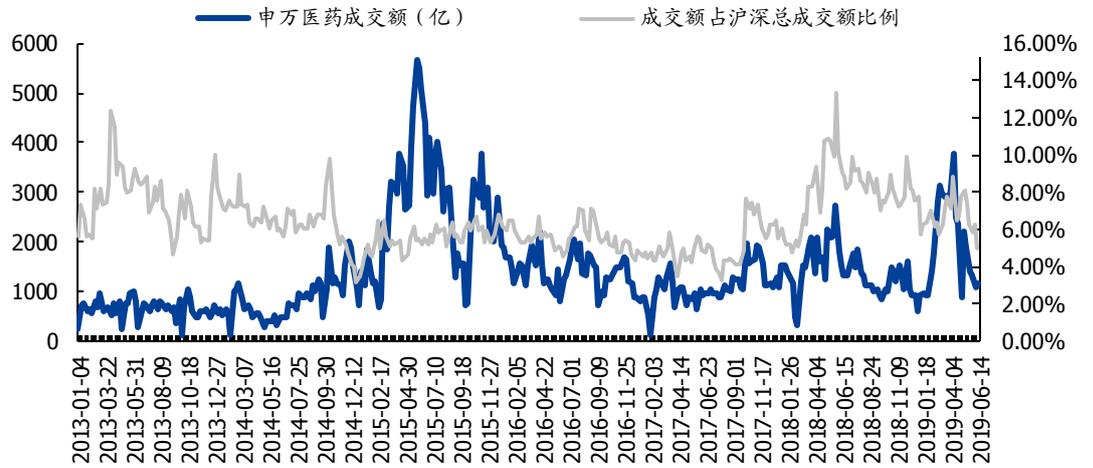


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

本周医药成交总额为 1160.52 亿元, 沪深总成交额为 23442.68 亿元, 医药成交额占比沪深总成交额比例为 4.95% (2013 年以来成交额均值为 6.41%), 本周医药行业热度较

上周有所下降。

图表 4: 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

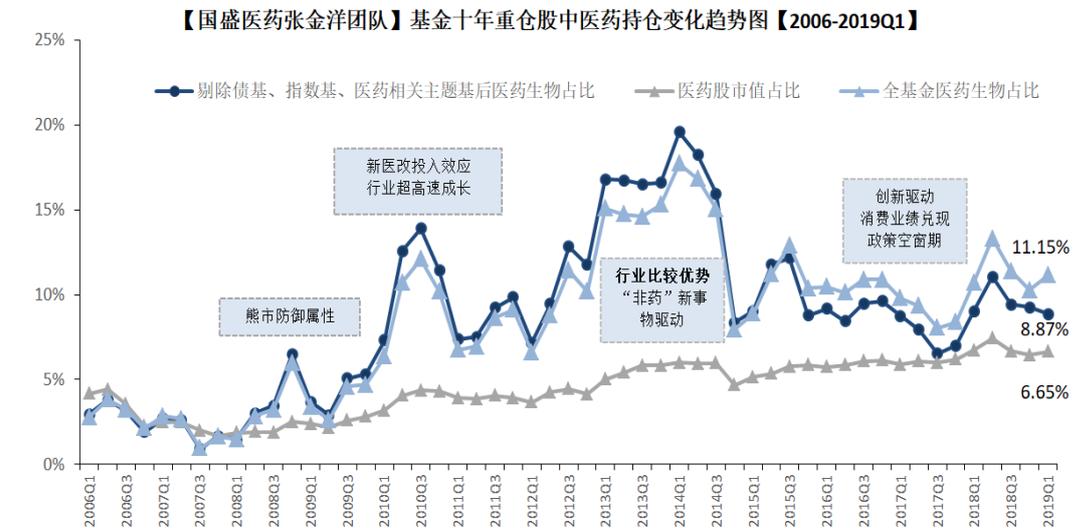


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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, 体现不同种类的基金对待医药的态度呈现分化。

图表 5: 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 6: 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 剔除指剔债后基金)	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的为汉森制药、沃华医药、普利制药、我武生物、万孚生物。后5的为方盛制药、ST康美、润都股份、冠昊生物、福安药业。

滚动月涨跌幅排名前5的为花园生物、我武生物、欧普康视、博济医药、万孚生物。后5的为康美药业、方盛制药、紫鑫药业、福安药业、三鑫医疗。

图表 7: 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
汉森制药	22.43	无特殊原因	方盛制药	-15.35	涉嫌内幕交易被调查
沃华医药	20.23	创投概念	ST康美	-10.56	会计数据造假
普利制药	18.56	万古霉素在美获批, 注射剂国际化兑现	润都股份	-8.83	无特殊原因
我武生物	17.67	无特殊原因	冠昊生物	-6.97	无特殊原因
万孚生物	14.26	无特殊原因	福安药业	-5.69	工业大麻概念
上海莱士	13.36	无特殊原因	吉药控股	-4.82	无特殊原因
沃森生物	12.96	重组 EV71 疫苗获批临床	博腾股份	-4.72	股东减持
振东制药	12.83	乳酸亚铁胶囊获批生产	国新健康	-4.49	无特殊原因
东宝生物	11.14	无特殊原因	泰合健康	-3.68	股东股份被司法冻结
开立医疗	11.03	无特殊原因	九强生物	-3.34	无特殊原因

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 申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
花园生物	27.11	原料药涨价	康美药业	-52.49	会计数据造假
我武生物	25.77	业绩高增长	方盛制药	-33.71	涉嫌内幕交易被调查
欧普康视	18.75	业绩高增长	紫鑫药业	-33.15	工业大麻概念
博济医药	15.50	无特殊原因	福安药业	-29.69	工业大麻概念
万孚生物	15.40	无特殊原因	三鑫医疗	-29.20	无特殊原因
天坛生物	13.01	无特殊原因	兴齐眼药	-26.77	股东减持
普利制药	11.85	注射剂国际化兑现	尔康制药	-25.00	工业大麻概念
沃华医药	11.05	创投概念	天目药业	-24.54	业绩同比转亏
迈克生物	9.69	无特殊原因	德展健康	-24.46	工业大麻概念
国发股份	9.41	业绩高增长	通化金马	-24.00	业绩下滑&股东减持

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 9: 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	200.31	4.28	5.72	33.57%	35.01	
		药明康德	958.15	22.61	23.17	2.49%	41.36	
		泰格医药	321.11	4.72	6.71	42.08%	47.87	
		昭衍新药	69.02	1.08	1.56	43.83%	44.29	
		康龙化成	215.26	3.39	4.76	40.42%	45.19	
		量子生物	73.77	1.61	2.71	68.42%	27.19	
		博腾股份	42.55	1.24	1.55	24.50%	27.45	
		药石科技	92.24	1.33	1.97	47.97%	46.74	
		九洲药业	62.70	1.57	2.76	75.88%	22.69	
		艾德生物	71.01	1.27	1.56	22.88%	45.60	
	创新药	恒瑞医药	2710.30	40.66	53.10	30.61%	51.04	
		丽珠集团	191.75	10.82	12.43	14.86%	15.43	
		贝达药业	144.00	1.67	2.02	21.22%	71.21	
		康弘药业	302.34	6.95	8.90	28.11%	33.96	
		科伦药业	382.26	12.13	15.80	30.25%	24.20	
		亿帆医药	134.09	7.37	11.05	49.83%	12.14	
		复星医药	573.57	27.08	32.70	20.76%	17.54	
		天士力	246.56	15.45	17.69	14.47%	13.94	
		创新疫苗	智飞生物	604.80	14.51	25.45	75.37%	23.76
			沃森生物	396.66	10.46	2.35	-77.54%	168.79
	康泰生物		313.51	4.36	5.63	29.19%	55.70	
	华兰生物		390.99	11.40	14.24	24.94%	27.46	
	创新器械	迈瑞医疗	1847.85	37.19	45.73	22.95%	40.41	
		乐普医疗	382.16	12.19	17.07	40.06%	22.39	
		安图生物	262.04	5.63	7.27	29.20%	36.05	
	医药扬帆出海	注射剂国际化	开立医疗	119.00	2.53	3.33	31.83%	35.73
			健友股份	172.39	4.25	5.96	40.47%	28.91
		口服国际化	普利制药	151.51	1.81	3.52	93.88%	43.07
	医药健康消费	品牌中药消费	华海药业	163.23	1.08	1.08	0.00%	151.83
			东阿阿胶	252.91	20.85	21.04	0.94%	12.02
片仔癀			643.80	11.43	15.01	31.33%	42.89	
广誉远			82.75	3.74	4.61	23.10%	17.97	
云南白药			807.81	33.07	38.25	15.66%	21.12	
同仁堂			389.63	11.34	12.10	6.68%	32.20	
仁和药业			89.66	5.06	6.38	25.97%	14.05	
其他特色消费		羚锐制药	47.50	2.43	3.09	27.09%	15.36	
		华润三九	259.80	14.32	21.75	51.91%	11.94	
		千金药业	40.05	2.55	2.93	14.60%	13.69	
		我武生物	176.81	2.33	3.00	28.93%	58.89	
		长春高新	517.06	10.06	14.29	42.01%	36.17	

医药品牌连锁	药店	安科生物	168.05	2.63	3.65	38.56%	46.09
		益丰药房	221.41	4.16	5.68	36.40%	38.98
		老百姓	151.96	4.35	5.35	22.94%	28.41
		一心堂	151.03	5.21	6.60	26.67%	22.88
		大参林	208.63	5.32	6.48	21.86%	32.20
		国药一致	163.45	12.11	13.66	12.83%	11.96
		爱尔眼科	883.04	10.09	13.50	33.81%	65.41
医药品牌连锁	特色专科连锁	美年健康	425.47	8.21	11.40	38.88%	37.33
		通策医疗	257.67	3.32	4.47	34.56%	57.66
其他特色领域	流通	上海医药	466.08	38.81	42.88	10.47%	10.87
		九州通	238.46	13.41	16.73	24.77%	14.26
		柳药股份	82.36	5.28	6.76	27.97%	12.18
	特色处方药	国药股份	169.54	14.04	14.80	5.43%	11.45
		华东医药	415.58	22.67	27.99	23.46%	14.85
		恩华药业	100.23	5.25	6.50	23.81%	15.43
		信立泰	224.27	14.58	14.20	-2.60%	15.79
		华润双鹤	126.86	9.69	11.67	20.51%	10.87
		济川药业	236.65	16.88	20.56	21.83%	11.51
		通化东宝	269.50	8.39	9.89	17.88%	27.26
	辅料包材	东诚药业	89.77	2.80	3.78	34.72%	23.76
		山河药辅	21.38	0.70	0.87	24.48%	24.50
		山东药玻	122.69	3.58	4.66	30.23%	26.30

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