

泰格医药限制性激励方案实施，医保政策完善

—医药周报 20190617

医药周报

2019年06月17日

报告摘要：

● 研究更新：泰格医药限制性激励股票激励方案实施

集采和科创反映了目前医药板块存量和增量的两个变量，在此基础上我们重点研究了创新、API、外包等具有全球竞争力的领域。我们上周发布了CRO系列化研究之泰格医药点评《激励方案实施，助推公司国际化拓展》，欢迎投资者关注。

● 政策影响或逐步显现，关注创新产业链、API等高景气度细分赛道

上周医药板块上涨3.53%，跑赢沪深300指数1.00个百分点，近期医药板块走势较年初走势已有显著提升。本周国家卫生健康委等10部门联合正式印发《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》，旨在持续完善医疗保险政策。此外，国务院例行政策吹风会指出，将持续推进“三医联动”，严格控制公立医院数量和规模，优化公立医院运行效率和成本控制。中期来看，带量采购在各地逐步落实执行，医保局官宣将4+7中选价定为医保支付上线略超预期，医药行业供给侧改革或将加速，因此板块估值仍具有不确定性。因此，在医改进入供给侧改革时，建议寻找业已验证、具备全球竞争力的细分领域，关注有望在改革中实现产业升级过渡的企业：

- 1) 创新升级的服务方（CRO、CMO）及有弹性的创新药企业，推荐泰格医药、康龙化成，建议关注药明康德、凯莱英、昭衍新药、恒瑞医药等；
- 2) 产业分析逻辑向全球化接轨过程中，具有技术优势和全球化经营实力的API企业将持续塑造国际竞争力，推荐天宇股份、九洲药业，建议关普洛药业等；
- 3) 有持续增量品种获批及API优势的仿制药企业，建议关注科伦药业、京新药业、华东医药等；
- 4) 商业模式持续创新的医疗服务、连锁药店企业，建议关注爱尔眼科、通策医疗等；
- 5) 政策相对免疫、具备品牌壁垒、具有较强中国特色的消费属性个股，推荐济川药业，建议关注片仔癀、我武生物等。

● 风险提示

行业政策变动；核心产品降价超预期；研发进展不及预期。

盈利预测与财务指标

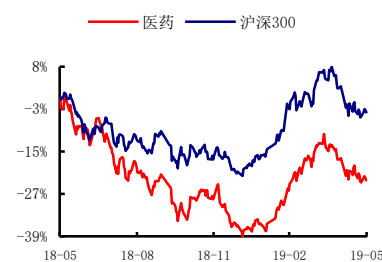
重点公司	现价 2019/6/14	EPS			PE			评级
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
泰格医药	64.20	0.94	1.35	1.87	68.29	47.56	34.33	推荐
天宇股份	31.56	0.91	2.37	2.94	34.68	13.32	10.73	推荐
济川药业	29.04	2.08	2.54	3.11	13.96	11.43	11.43	推荐
昭衍新药	42.78	0.94	0.94	1.30	45.51	45.51	32.91	推荐
康龙化成	32.80	0.57	0.69	0.97	57.54	47.54	33.81	谨慎推荐
九洲药业	7.78	0.20	0.34	0.46	38.9	22.88	16.91	谨慎推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号：S0100519020002

电话：021-60876703

邮箱：sunjian@mszq.com

研究助理：袁中平

执业证号：S0100117120030

电话：021-60876703

邮箱：yuanzhongping@mszq.com

相关研究

- 1.《贸易摩擦升级，配置外包、API等避风港领域——民生医药行业周报20190527》20190527
- 2.《医改工作会议召开，重点配置创新+API——民生医药行业周报20190520》20190520
- 3.《重点配置创新产业链、API等高景气度赛道——民生医药行业周报20190513》20190513
- 4.《医药2018年报及2019年一季报总结：19Q1环比改善明显，新常态下看分化》20190506
- 5.《季报后，自下而上持续推荐创新及原料药产业链——民生医药行业周报20190429》20190429

目录

一、投资建议：关注高景气度赛道（外包、API、创新药），自下而上关注领跑企业.....	3
二、重点推荐行业和个股更新	3
1、《泰格医药（300347）：激励方案实施，助推公司国际化拓展》	4
三、行业热点新闻解读	4
1、国家卫生健康委等十部委正式印发《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》	4
2、国务院政策吹风会指出将严格控制公立医院	5
四、上周行情回顾	5
（一）上周医药行业行情	5
（二）医药子行业行情	7
五、风险提示	8
插图目录	9

一、投资建议：关注高景气赛道（外包、API、创新药），自下而上关注领跑企业

医疗保险政策持续完善，关注高景气度的创新产业链及 API 赛道，短期自下而上推荐领跑企业。上周医药板块上涨 3.53%，跑赢沪深 300 指数 1.00 个百分点，在所有行业中涨跌幅排名第 7 位。2019 年以来，医药板块上涨 15.49%，沪深 300 指数上涨 21.40%，医药板块跑输沪深 300 指数 5.91pct，我们认为是因为近期医药行业政策密集出台，市场情绪受到一定影响。本周国家卫生健康委等 10 部门联合正式印发《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》，旨在持续完善医疗保险政策。此外，国务院政策例行吹风会指出，将持续推进“三医联动”，严格控制公立医院数量和规模，优化公立医院运行效率和成本控制。我们认为创新产业链、API 等景气度较高的细分赛道仍是配置重点，建议自下而上寻找领跑企业，推荐泰格医药、天宇股份，关注康龙化成、昭衍新药、药石科技等。

中期选好创新产业升级和全球化竞争力较强的细分领域更重要。中期来看，带量采购在各地逐步落实执行，医保局官宣将 4+7 中选价定为医保支付上限略超预期，医药行业供给侧改革或将加速，因此板块估值仍具有不确定性。因此，在医改进入实质性供给侧改革的时期，我们认为应当寻找在中长期发展中符合新趋势的产业，即业已验证、具备全球竞争力的细分领域，关注其中具有长期可持续发展潜力、有望在改革中实现产业升级过渡的企业：

——创新升级的服务方（CRO、CMO）及有弹性的创新药企业，推荐泰格医药、康龙化成、昭衍新药，建议关注药明康德、凯莱英、恒瑞医药等；

——产业分析逻辑向全球化接轨过程中，具有技术优势和全球化经营实力的 API 企业将持续塑造国际竞争力，推荐天宇股份、九洲药业，建议关普洛药业等；

——有持续增量品种获批及原料药优势的仿制药企业，建议关注科伦药业、京新药业、华东医药等；

——商业模式持续创新的医疗服务、连锁药店等企业，建议关注爱尔眼科、通策医疗等；

——政策相对免疫、具备品牌壁垒、具有较强中国特色的消费属性个股，推荐济川药业，建议关注片仔癀、我武生物等。

长期对医药持续乐观，看好国内产业升级过程中龙头公司的优势强化。长期来看，根据我们对综合性医院利润构成的测算，“以药养医”已经结束。在此背景下，政府财政支持的医保完成全民覆盖，顶层设计下的三医联动将自支付端发起医药、医疗两个领域的供给侧改革，以达成医保的良性、可持续管理，继而实现医保的战略性购买并满足人民对价值医疗的需求。在此过程中，国内医药产业的核心竞争力自药品审评到营销都开始向全球接轨，医疗亦开始逐步向价值医疗转变，行业分析逻辑行将转变，医药和医疗企业从产品立项到竞争策略的制定也将发生重大变化。

二、重点推荐行业和个股更新

1、《泰格医药（300347）：激励方案实施，助推公司国际化拓展》

限制性股票激励方案实施，2019年成本摊销1387万元

2019年5月29日及2019年6月6日，泰格医药董事会和监事会审议通过《关于公司2019年限制性股票激励计划首次授予相关事项的议案》，于6月6日向429名激励对象授予382.78万份限制性股票，授予价格为39.83元/股。

据测算，本次限制性股票成本将分4年摊销共计摊销4467万元，其中2019年摊销1387万元，相比于公司于3月22日预计的摊销成本3292万元，减少了1905万元。

此外，公司公告了员工持股计划的进展。

限制性股票激励+员工持股计划，共助维护核心团队稳定，助推国际化进程

公告披露，本次激励对象主要为母公司、仁智、思默、美斯达、嘉兴泰格、泰格捷通的核心技术人员，覆盖范围较广。我们认为，本次激励配合正在推进的员工持股计划，彰显了公司维护大临床、SMO、数统等核心业务团队稳定性的信心，保障未来3-4年公司业绩的稳定增长。

本次激励也与近期泰格医药的子公司方达控股在港股上市相得益彰，从不同维度解决了公司核心团队的激励问题。如我们之前泰格医药的深度报告《多盈利能力释放，确立未来景气度持续》所述，国际化拓展是临床CRO提升竞争力的重要方式，而泰格医药目前在美国、东欧、亚太等地拓展加速，这对团队稳定性、以及管理能力也是较大的考验。我们认为，通过限制性股票激励+员工持股计划，公司将有能力更快推进国际化拓展，增强国际化竞争力。另外，限制性股票激励的摊销成本较低，对于泰格医药整体的利润影响较小。

投资建议

我们预计2019-2021年公司EPS分别为1.35、1.87、2.53元，按2019年6月6日收盘价对应2019年44倍PE，参考可比公司估值及公司行业领先地位，给予其2019年45-50倍PE，维持“推荐”评级。

风险提示

临床试验资源限制；传统业务恢复进度慢；竞争恶化。

三、行业热点新闻解读

1、国家卫生健康委等十部委正式印发《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》

6月12日，国家卫生健康委、国家发展改革委、国家医保局等10部门联合正式印发《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》。《意见》指出，要通过优化医保管理服务、支持社会办医发展“互联网+医疗健康”、支持商业健康保险发展等措施，完善医疗保险支持政策。其中，将于2019年9月底前，制定出台互联网诊疗收费政策和医保支付政策。

解读：医疗保险政策是医药/医疗领域供给侧改革的重要基础。我们认为，通过加快完善医保支持政策，支持商业保险发展，与基本医保形成互补，能够有效从医疗保险维度解决创新药消费的支持能力，保障价值药品的可及性，满足人民对价值医疗的需求。更多创新药纳入医保的进度可能加快，建议关注创新药研发产业链，包括医疗研发服务外包（CRO、CMO）和

创新药等领域。

2、国务院政策吹风会指出将严格控制公立医院

6月12日，国务院政策例行吹风会指出，将持续推进“三医联动”，严格控制公立医院数量和规模，优化公立医院运行效率和成本控制。

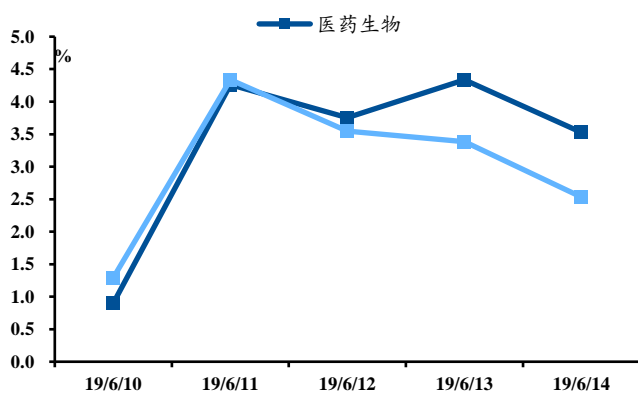
解读：对公立医院进行更严格的医疗行为约束势在必行。我们认为，优化医疗资源配置会是医疗政策长期持续的目标。这也将进一步改变传统的医药市场格局，中国的医药市场将逐渐实现从非市场化向市场化的转变。建议关注具备国际化竞争力，和国际接轨的细分领域，包括API和医疗服务外包领域。

四、上周行情回顾

（一）上周医药行业行情

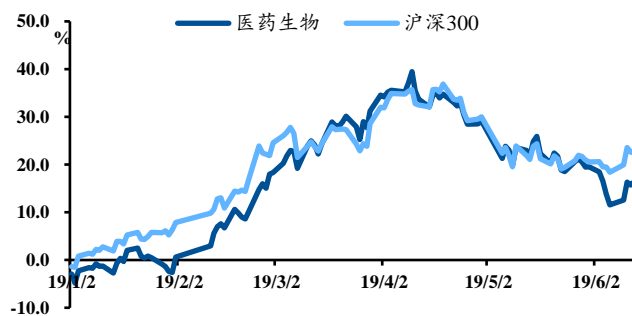
上周医药板块上涨3.53%，跑赢沪深300指数1.00个百分点，在所有行业中涨跌幅排名第7位。2019年以来，医药板块上涨15.49%，沪深300指数上涨21.40%，医药板块跑输沪深300指数5.91pct，较年初走势已有显著提升。

图1：上周医药板块（中信分类）和沪深300走势



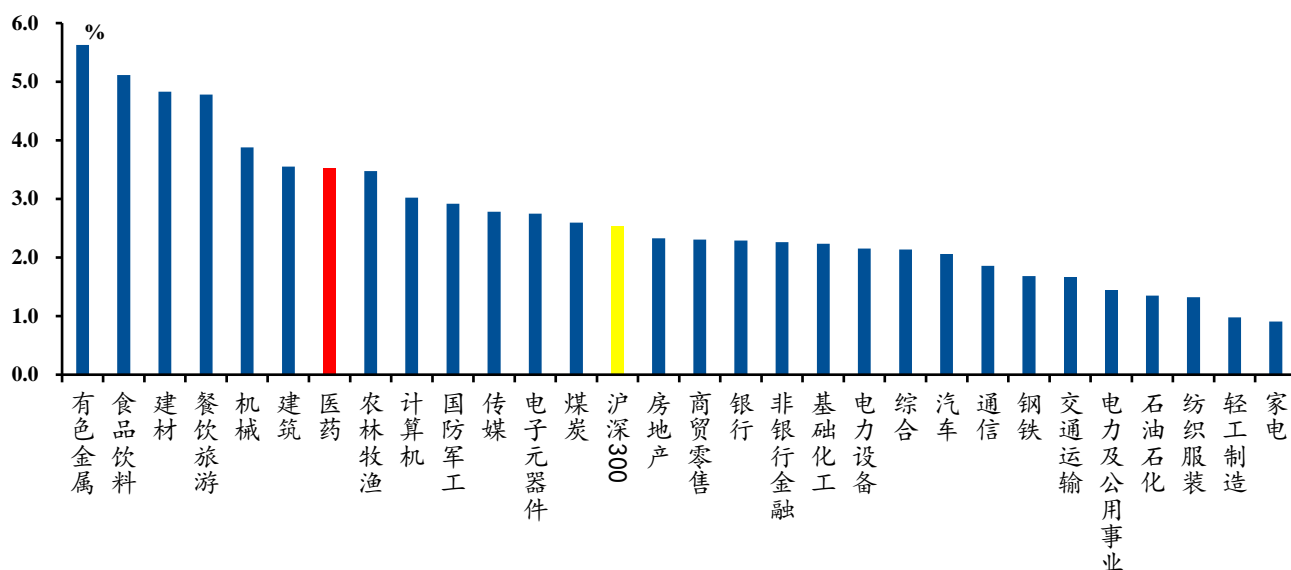
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：2019年以来医药板块（中信分类）和沪深300走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

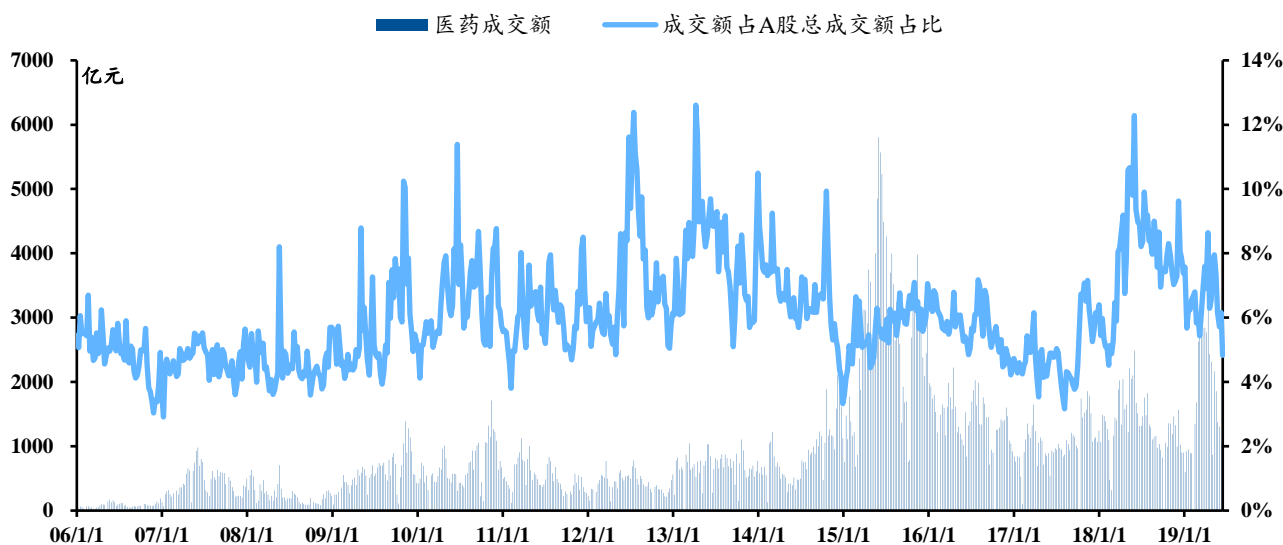
图3：上周各大行业涨跌幅



资料来源：Wind，民生证券研究院

上周医药行业成交额为 1132.3 亿元，A 股市场成交总额为 23433.7 亿元。上周医药成交额占市场总成交额的 4.83%，较前一周下降 1.33pct。

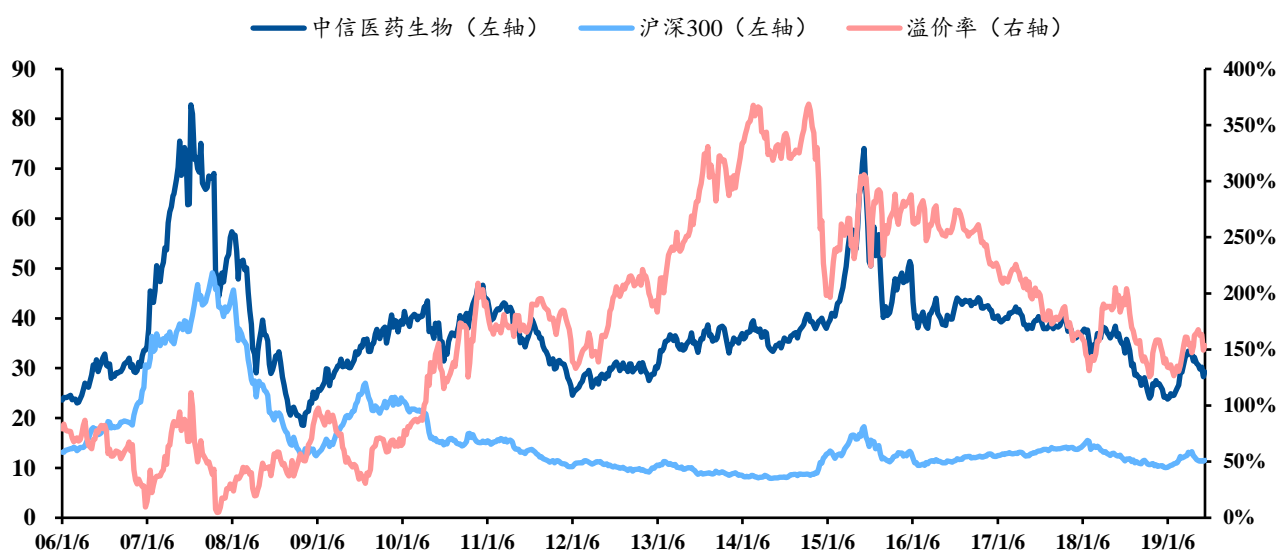
图 4：2006 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例



资料来源：Wind，民生证券研究院

截止 2019.6.14，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 29 倍，较前一周提升 0.96，医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 153.33%，较前一周略有提升，显示市场对医药板块关注度提升提高。

图 5：2006 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况

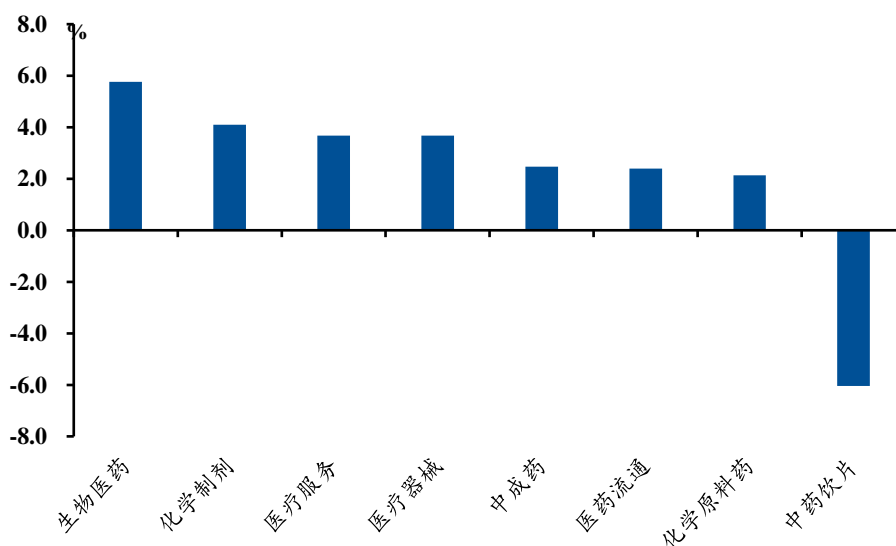


资料来源: Wind, 民生证券研究院

(二) 医药子行业行情

分子板块看, 上周医药各子板块涨跌分化, 其中生物医药和化学制剂涨幅最大, 分别为 5.77% 和 4.10%, 医疗器械、医疗服务、中成药、医药流通、化学原料药均有增长, 中药饮片下跌 6.04%。

图 6: 上周医药子板块涨跌幅

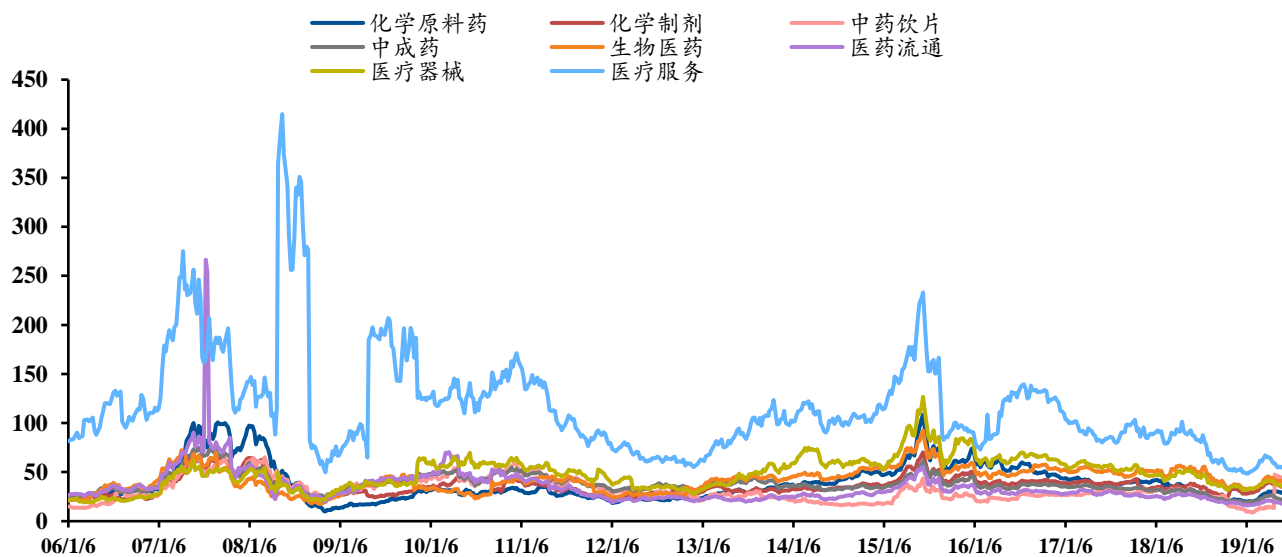


资料来源: Wind, 民生证券研究院

市盈率方面, 医疗服务、生物医药和医药器械板块居于前三位, 分别为 55 倍、42 倍、37 倍, 化学原料药 28 倍, 化学制剂 35 倍, 医药流通 17 倍, 中成药 21 倍, 中药饮片 42 倍 (领域内领头公司前期业绩调整导致估值较此前大幅提升)。我们认为这也显示了当下集采逐步启

动背景下，投资者风险规避的配置思路，给予了非药板块较高的估值溢价。

图 7：2006 年以来医药子行业估值变化情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

五、风险提示

行业政策变动；核心产品降价超预期；研发进展不及预期。

插图目录

图 1: 上周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势	5
图 2: 2019 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势	5
图 3: 上周各大行业涨跌幅	5
图 4: 2006 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例	6
图 5: 2006 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况	6
图 6: 上周医药子板块涨跌幅	7
图 7: 2006 年以来医药子行业估值变化情况	8

分析师与研究助理简介

孙建，博士，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学，6年医药行研从业经验，2019年1月加入民生证券。

袁中平，研究助理，香港理工大学化学学士，新加坡国立大学化学硕士，新加坡管理大学金融硕士，2017年11月加入民生证券。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。