

医药生物

证券研究报告
2019年09月03日

医药政策进入密集发布期，把握结构性机会，关注增量变化

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

潘海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080006
panhaiyang@tfzq.com

8月行情回顾

2019年8月上证综指同比下跌0.43%，报2,886.24点，中小板指上涨7.46%，报5,883.09点，创业板指上涨8.58%，报1,610.90点。医药生物指数上涨8.46%，报7,549.85点，表现强于上证8.89个pp，强于中小板1.00个pp，弱于创业板0.12个pp。截至8月30日，全部A股估值为12.65倍，医药生物估值为33.87倍，相对A股溢价率升至168%。

8月行业总结

本月大盘呈现弱势震荡，医药板块走势强于大盘，弱于中小板和创业板，相对全部A股估值溢价率上升至168%。行业方面，8月13日，根据《关于印发城市医疗联合体建设试点城市名单的通知》，在各地推荐的基础上，结合医疗资源需求与布局等因素，确定了118个城市医联体建设试点城市。8月20日，国家医保局、人社部《关于印发〈国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录〉的通知》发布，正式公布了国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险常规准入部分药品名单。8月26日，第十三届全国人大常委会第十二次会议表决通过《中华人民共和国药品管理法》修订案，新《药品管理法》从2015版的10章104条，增加到12章155条，将于2019年12月1日正式施行。9月1日，上海阳光医药采购网发布《联盟地区药品集中采购文件》，在国家组织药品集中采购和使用试点城市（以下简称4+7城市）及已跟进落实省份执行集中采购结果的基础上，国家组织相关地区形成联盟，依法依规开展跨区域联盟药品集中带量采购。

9月投资观点

国内经济下行压力仍大，外部贸易战扰动仍在，在内外部环境充满不确定性背景下，医药板块的相对比较优势较为突出。医保改革带动三医联动持续推进，医保局在去年“4+7”带量采购的基础上，9月1日发布的《联盟地区药品集中采购文件》正式将带量采购范围扩展至全国范围，未来仿制药行业有望加速推进整合，也会持续整个医药产业链。中报业绩方面看：目前中报已披露完毕，从细分领域看：CXO、医疗器械、药店业绩表现优异，创新药、医疗器械、医药流通及疫苗等行业的龙头企业业绩引领板块增长，表现出较好的态势。

建议投资者坚守医药核心主线，包括创新药及其产业链（恒瑞医药、泰格医药等），医疗器械（迈瑞医疗等），医药大消费（片仔癀、爱尔眼科等）。

同时结合9月份时间节点，建议把握可能存在增量变化的标的，如：通化东宝（甘精胰岛素获批预期）、沃森生物（13价肺炎疫苗获批预期）、智飞生物（母牛分枝杆菌疫苗（结核感染人群用）获批预期）、贝达药业（恩莎替尼获批预期）等。

9月金股：迈克生物(300463.SH)

核心逻辑：1、产品线齐全丰富，目前已经有生化、发光、血球、血凝、POCT、PCR、测序、血型等产品，抗风险能力高；2、化学发光产品线（A股只有2家有规模企业），预计未来3年保持50%复合增速，发光试剂毛利水平约为80-90%，高毛利产品的高增长带来利润增厚；3、传统产品增长高于行业增长，打包效应初现，目前已经有超过300家集采医院，包括一些大三甲。我们预计19-21年EPS分别为0.98/1.26/1.64元/股，维持买入评级。

9月稳健组合（排名不分先后，月度滚动调整，推荐逻辑见表1）

健康元，迈克生物，安图生物，万孚生物，迈瑞医疗，金域医学，恒瑞医药，片仔癀，通化东宝，爱尔眼科，美年健康，泰格医药，药明康德，云南白药，长春高新，凯莱英，科伦药业

风险提示：市场震荡风险，研发进展不及预期，个别公司外延整合不及预期，个别公司业绩不达预期、生产经营质量规范性风险等

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《医药生物-行业专题研究:成都先导——DNA 编码化合物技术的领先者》 2019-09-02
- 2 《医药生物-行业研究周报:带量采购全面铺开，仿制药行业将加速整合》 2019-09-01
- 3 《医药生物-行业研究周报:坚守医药三大主线，关注低估板块和标的》 2019-08-25

关注我们



扫码关注

天风证券

研究所官方微信信号

表 1: 月度金股与稳健组合核心逻辑

推荐公司	核心逻辑	股价催化剂	风险因素	联系人
健康元 (600380.SH)	公司持续加大研发投入, 2018 年研发费用达到 7.08 亿元, 同比增长 34.13%。除了丽珠单抗方面稳步推进研发管线外, 公司的吸入制剂产品值得重点期待。呼吸系统疾病已成为国内仅次于心脑血管的第二大疾病, 其中慢性疾病主要包括哮喘和慢阻肺, 患者人群大, 吸入制剂是主流的用药。公司拥有以首席科学家金方为核心的吸入制剂的精英研发团队, 在吸入制剂技术方面积累丰富。在管线方面, 复方异丙托溴铵吸入溶液获批, 成为公司首个呼吸制剂产品, 迈出了关键第一步, 公司在吸入制剂的布局处于领先地位, 未来有望成为行业的领军企业。除了重点布局的吸入制剂平台外, 公司还力争打造国内领先全球一流的单抗、缓释微球、脂微乳等生物制药、给药载体技术平台, 为长期发展奠定了坚实的基础。我们看好公司吸入制剂发展潜力, 预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.46、0.55 及 0.64 元, 对应估值分别为 19、16 及 14 倍, 维持“买入”评级。	研发进度加快	呼吸制剂研发进展及销售低于预期, 艾普拉唑等化学制剂增长低于预期, 单抗等创新研发管线进度低于预期, 中药业务下滑超预期	潘海洋
迈克生物 (300463.SZ)	1、产品线齐全丰富, 目前已经有生化、发光、血球、血凝、POCT、PCR、测序、血型等产品, 抗风险能力高; 2、化学发光产品线 (A 股只有 2 家有规模企业), 预计未来 3 年保持 50%复合增速, 发光试剂毛利水平约为 80-90%, 高毛利产品的高增长带来利润增厚。2018 年预计 300 速发光仪和 800 速生化仪推入市场销售, 加大其在生化和发光的竞争优势, 发光增长提速; 3、传统产品增长高于行业增长, 打包效应初现, 目前已经有超过 300 家集采医院, 包括一些大三甲。一季报预告显示公司 2019 年开头业绩增长势头强, 我们预计 19-21 年 EPS 分别为 0.98/1.26/1.64 元/股, 维持买入评级。	产品持续放量, 高毛利产品增长	竞争风险, 产品销售不及预期	郑薇
安图生物 (603658.SH)	1、2017 年中国化学发光市场 240 亿, 占整个 IVD 行业 30%以上的份额, 排首位, 预计未来 3-5 年还将保持 20-25%高增长, 行业景气度高; 2、公司 A2000 和 A2000Plus 为 200 速仪器, 定位县级以上医院, 满足大样本量的检测需求, 根据 2017 年报, A1000plus 和 A6 (2017 年新立项) 等系列仪器正在逐步开发, 这系列仪器为 100 速仪器, 适合基层医院小样本量使用, 有望在 2018 年底或 2019 年初上市销售; 3、安图生物通过收购盛世君晖, 获得东芝生化仪中国区独家代理权, 收购百奥泰康 75% 股权, 取得生化检测产品线, 闭合生化产业链, 为流水线做铺垫。根据 2017 年报, 全自动联检系统中的 Autowomo 及配套试剂已完成注册并上市, 其余仪器及配套试剂均正在逐步开发。我们预计 19-21 年公司净利润分别为 7.17 亿元、9.04 亿元、11.27 亿元, 对应 EPS 分别为 1.71 元/股、2.15 元/股、2.68 元/股, 我们认为随着中国市场逐步规范化, 化学发光行业具有更大的发展空间, 而优质细分龙头会在医改效率提升中快速受益。	化学发光行业高增长	产品销售不达预期的风险、研发进展不达预期、政策不确定性	郑薇
万孚生物 (30482.SZ)	1、公司自成立以来专注于 POCT 领域, 目前已经具备了较为丰富的产品线, 取得 68 项二类产品注册证书、43 项三类产品注册证书, 横向涵盖了妊娠检测、传染病检测、毒品检测、慢性病检测等应用领域, 纵向涵盖了各级医院、社区门诊、卫生院、OTC 药房以及疾病预防控制中心、公安、军队等特殊渠道, 形成了对 POCT 市场全面纵深的覆盖; 2、国内外业务齐发力, 在国内	需求增加, 试剂放量, 新产品放量	市场竞争加剧, 产品销售不及预期	郑薇

	<p>市场，公司以华南地区为中心，占比维持在 25%左右，而西南和西北地区在崛起。2017 年华南、西南、西北地区收入同比增长分别为 212.0%、228.5%、409.9%；在国外市场中公司主要业务在美洲，2017 年收入为 2.1 亿元，同比增长 67.8%，主要是由于美国子公司利用现有渠道，加强与现有客户的粘性，帮助客户共同开发下游市场，提升和增进市场服务能力。我们预计 19-21 年公司净利润 4.21/5.63/7.36 亿元，对应 EPS 为 1.23/1.64/2.15 元/股，维持“买入”评级。</p>			
迈瑞医疗 (300760.SZ)	<p>1.医疗器械受益于分级诊疗+进口替代，中国 4,583 亿超大市场亟待挖掘，行业增速 24%，迈瑞作为国产器械龙头，多条产品线市占率位列国内 TOP3，国产 TOP1；2.迈瑞近年来一直将销售收入 10%投入研发，自主创新的路途上从未停止，同时通过产品、渠道、技术的收购，推动行业整合；3.迈瑞医疗立足全球视角，2017 年收入中 46%来源大陆以外地区，全球化品牌已经深入人心。我们预计 19-21 年公司 EPS 为 3.83/4.73/5.72 元，给予“买入”评级。</p>	<p>分级诊疗+进口替代,技术的更迭周期缩短</p>	<p>基层扩容不达预期,产品价格下降风险,拓展新产品线不达预期等</p>	<p>郑薇</p>
金城医学 (603882.SH)	<p>1.行业竞争加剧，小型化实验室不具备成本优势，大浪淘沙下优胜劣汰，行业有望迎来拐点；2.公司市场份额、客户数量均为行业领先，规模经济效应显著；3.亏损实验室逐步扭亏为盈。我们预计 19-21 年公司净利润为 2.87/3.61/4.58 亿元，对应 EPS 为 0.63/0.79/1.00 元/股，维持“买入”评级</p>	<p>行业拐点出现</p>	<p>竞争加剧、医学检验及病理诊断服务执业风险、检验样本控制风险</p>	<p>郑薇/ 李扬</p>
恒瑞医药 (600276.SH)	<p>公司作为国内医药龙头企业，自主研发的创新药开始步入收获期，2018 年包括硫培非格司亭、吡咯替尼、白蛋白紫杉醇等多款重磅创新药或高端仿制药迎来集中获批上市，超重磅产品 PD-1 已经获批。短期来看，公司创新药业绩有望迎来高速增长；长期来看，公司研发管线储备众多潜力品种，靶点布局全面，研发进度国内领先，长期业绩有望持续稳定增长。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 51.5 亿元、65.6 亿元、83.7 亿元，看好公司从国内龙头迈向国际一流药企，维持买入评级。</p>	<p>创新药研发新进展，创新药快速放量</p>	<p>创新药研发的不确定性；药品招标政策和市场风险；系统性风险</p>	<p>郑薇</p>
片仔癀 (600436.SH)	<p>1.核心的片仔癀系列收入增速预计在 32%，销量增长在 28%左右。2.片仔癀存在持续提价预期。3.稀缺性价值品种，步入快速发展通道。展望公司全年发展，片仔癀销量有望延续高增长，带动公司整体业绩继续优异表现。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 2.39、3.02 及 3.79 元，片仔癀是少有的中药稀缺价值品种，看好片仔癀持续增长以及公司“一核两翼”战略前景，维持“增持评级”。</p>	<p>品牌影响力提升</p>	<p>片仔癀营销推进进展低于预期，牙膏推广进展低于预期</p>	<p>潘海洋</p>
通化东宝 (600867.SH)	<p>根据公司 2018 年年报：公司甘精胰岛素目前已经报产，已完成临床数据的核查，等待现场检查，有望三季度获批，打开公司新成长空间，公司的门冬胰岛素申报生产已获受理，门冬胰岛素 30 注射液、门冬胰岛素 50 注射液等目前正处于临床入组阶段；利拉鲁肽注射液现已开始 III 期临床试验，此外，重组赖脯胰岛素获批临床、西格列汀二甲双胍片（II）药品注册申请获得受理，公司药品管线持续推进，打开公司新成长空间；此外公司还与法国 Adocia 公司合作，布局有四代胰岛素产品等，公司的研发成果有望逐步落地，迎来产品的收获期。我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.48、0.60、0.75 元（对应 PE 分别为 30、24、19 倍），我们看好糖尿病赛道和公司卡位以及甘精胰</p>	<p>甘精胰岛素上市进程加快</p>	<p>甘精胰岛素上市进程及后续销售低于预期，二代胰岛素增速下滑超预期，研发及产品评审进展低于预期</p>	<p>潘海洋</p>

胰岛素后续进程，研发管线持续推进有望逐步迎来产品收获期，维持“买入”评级。

爱尔眼科 (300015.SZ)	作为国内连锁眼科医疗服务龙头，品牌力强，拥有良好的市场口碑。高端手术项目的占比提升带动业绩的增长，量价齐升逻辑不断强化；眼科医院/中心数量不断提升，品牌效应不断增强；坚持自我培养+引进的人才战略，成熟医院持续贡献业绩，新医院不断进行补位，综合实力与影响力不断提升。我们预计2019-2021年EPS分别为0.43、0.57、0.75元（对应PE分别为76、58、44倍），维持“买入”评级。	眼科医疗服务高景气度	医疗质量管控风险，市场竞争风险等	郑薇
美年健康 (002044.SZ)	1、预防医学需求市场大，行业具备长期的成长空间；2、公司作为非公体检龙头，门店网络逐步拓展至全国，同时随着体检中心的不断下沉，公司的品牌价值与健康数据流量价值得到进一步的释放；3、随着慈铭奥亚、美兆体检的逐步发展，以及公司个检项目更加丰富，数量的不断上升，“量价”其实的长期发展逻辑持续被验证。随着公司体检产品的升级与体检中心布局的逐步扩大与下沉,未来尚存在较大成长空间,预计19-21年公司实现净利润9.96/13.11/17.30亿元,对应EPS 0.27/0.35/0.46元/股,维持“买入”评级。	量价齐升推动业绩发展,平台效应进一步显现	并购整合风险,多点执业政策执行挑战风险,医疗质量风险	郑薇
泰格医药 (300347.SZ)	受益于国内创新药产业蓬勃发展、医药研发投入不断增长等因素,预计国内CRO行业未来有望继续保持高速增长态势,公司凭借在临床CRO的核心竞争优势亦有望保持高速增长。公司作为国内临床CRO领域的龙头企业,在国内拥有稳定优质的客户资源,为公司提供持续稳定高质量的订单提供了雄厚的支持和保障。同时,公司是为数不多能承担国际多中心临床试验的本土CRO企业,有能力参与到全球医药研发产业链中。考虑到公司股票激励解锁条件为业绩起到一定保障作用,我们预计公司2019-2021年归母净利润为7.00/9.56/12.64亿元,对应EPS为0.93/1.27/1.69元/股,看好公司作为国内临床CRO龙头业绩高速增长可期,维持“买入”评级。	创新浪潮下的临床试验技术服务高速增长	质量控制风险;对大客户的依赖风险;药企研发投入不及预期	潘海洋
药明康德 (603259.SH)	当前CRO市场正处于较高景气度阶段,全球CRO行业销售额及成长性逐年增加,中国CRO行业发展迅速,未来3年仍将保持20%以上增长。公司业务涵盖CRO行业及CMO/CDMO行业,与行业竞争者相比,拥有全面的业务覆盖领域。受益于国内创新药产业蓬勃发展等因素,预计国内CRO行业将继续保持高速增长态势,公司凭借核心竞争优势亦有望保持高速增长。考虑到公司业绩超我们预期,我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为23.83亿元、29.96亿元、37.31亿元,维持“买入”评级。	创新浪潮下的CRO服务高增长	汇率波动风险;境外经营及国际政策变动风险;行业监管政策风险;长周期合同的执行风险	潘海洋
云南白药 (000538.SZ)	2018年是公司发展新的阶段,公司实现了混改,实施新的薪酬方案,有望进一步激活公司内部活力,看好公司打造中国一流大健康企业持续的发展。公司吸收合并母公司开启战略发展新阶段,看好公司未来发展前景,预计2019-2021年EPS分别为2.96、3.33、3.69元,维持“买入”评级。	混改有望进一步激活公司内部活力	大健康产品推广进度低于预期,经营效率提升效果低于预期	潘海洋
长春高新 (000661.SZ)	1. 公司业绩高增长(2018年归母净利润+52.05%;2019Q1归母净利润预增60-80%),其中:生长激素系列增长强劲,市场份额进一步扩大,带动核心子公司金赛药业2018年归母净利润+65.08%,潜力品种重组人促卵泡素等也值得期待;疫苗子公司	业绩高增长	营销拓展低于预期,生长激素行业竞争加剧	潘海洋

百克生物 2018 年归母净利润+62.97%，水痘疫苗市占率 36%，居全国首位；地产业务亦于 2019Q1 确认收入贡献业绩。2. 公司拟购买金赛药业 30%股权，有望进一步提升自主研发能力，不断强化核心竞争力，同时将增厚归母净利，进一步加强对金赛的管理和控制力，有助于加强对金赛药业的支持，并提升上市公司的盈利能力。3. 我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 7.94、10.47、13.46 元，公司业绩持续快速增长，后续收购金赛药业剩余股权也有望提升公司的核心竞争力和盈利能力，看好公司作为生物工程制药龙头持续快速的发展。

凯莱英 (002821.SZ)	1.全球 CMO 行业持续高景气度，2011-2017CAGR 达到 12%，国内审评审批改革持续推进释放红利；2.公司以技术为驱动，持续高研发投入，研发投入 2013-2017 年复合增长率达到 22%，公司在绿色制药技术方面积累了丰富的经验，特别是在连续性反应技术和生物转化等多项绿色制药关键技术领域取得了重大进展，处于国际领先水平。预计 2019-2020 年 EPS 分别为 2.44、3.19 及 4.16 元，给予“买入”评级	受益于药政改革、创新药产业链持续发展	国内创新药产业发展进度低于预期，MAH 等制度推进进度低于预期等	潘海洋
科伦药业 (002422.SZ)	1. 公司实施“三发驱动、创新增长”的发展战略。通过持续的产业升级和品种结构调整，保持科伦在输液领域的龙头地位；2. 近年来供给侧改革持续深入推进，环保态势持续趋严，原料药及中间体的行业进入壁垒进一步提升，公司积极构建从中间体、原料药到制剂的抗生素全产业链竞争优势；3. 公司持续发力研发，不断提升核心竞争力。稳定的盈利能力和现金流为公司高研发投入创造了良好条件。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.11、1.40 及 1.71 元，给予“买入评级”。	研发进度加快	产品销售不达预期的风险、研发进展不达预期、政策不确定性	潘海洋

资料来源：公司公告，天风证券研究所

内容目录

1. 医药政策频出，行业结构持续改善.....	8
1.1. 医用耗材使用制定进一步规范.....	8
1.2. 新版《医保目录》出台，为高临床价值药品腾挪空间.....	8
1.3. 新版《药品管理法》出台，药品临床价值更加重要.....	9
1.4. 互联网诊疗收费规范化，综合考虑临床价值、价格水平、医保支付能力进行医保支付.....	10
1.5. 药品集中采购扩大范围，为医改持续深化奠基.....	10
1.6. 医疗机构用药管理办法预计将在 9 月底前发布.....	14
2. 中报披露基本结束，建议关注中报业绩超预期公司.....	15
3. 9 月份坚守医药主线龙头，关注增量变化.....	17
3.1. 创新药及其产业链处于高景气度.....	17
3.1.1. 创新药行业景气度高.....	17
3.1.2. CXO 行业受益于创新药高景气度，整体表现优异.....	17
3.2. 医疗器械板块持续稳健增长.....	18
3.3. 医药大消费不受医保控费影响.....	18
3.3.1. 医疗服务-爱尔眼科、美年健康.....	18
3.3.2. OTC 行业-片仔癀.....	19
3.3.3. 疫苗及血制品 - 康泰生物、智飞生物、沃森生物.....	19
3.4. 关注具有增量变化预期的优质企业.....	19
3.5. 关注低估值同时业绩逐步回升的医药商业板块.....	20
4. 行情回顾.....	20
4.1. 医药生物 8 月上涨，整体强于大盘.....	20
4.2. 申万子行业涨跌不一，医药生物上涨跌 6.65%排名全行业第 2 位.....	20
4.3. 医药生物相对 A 股溢价率相较 7 月升至 168%.....	21
4.4. 各板块估值除中药下跌，其他均有所上涨.....	21
4.5. 本月子板块交易量与交易额均有所下跌.....	22
4.6. 个股月度涨跌幅.....	22
5. 医药制造业收入与利润.....	23
6. 风险提示.....	23

图表目录

图 1：医药生物指数与其他指数涨跌幅比较.....	20
图 2：医药板块与其他板块月涨跌幅比较.....	21
图 3：医药板块 PE 及相对 A 股溢价率（历史 TTM，整体法）.....	21
图 4：医药各板块 PE（TTM 整体法，剔除负值）.....	22
图 5：医药各板块交易量及交易金额变化.....	22
图 6：医药制造业收入累计同比增速与利润累计同比增速.....	23

表 1: 月度金股与稳健组合核心逻辑.....	2
表 2: 《联盟地区药品集中采购文件》中 25 个品种的集采药品(采购量单位: 万片/万袋/万支).....	10
表 3: 25 个省级城市占总采购量比例排序(采购量单位: 万片/万袋/万支).....	12
表 4: 中国生物制药、科伦药业及华海药业通过一致性评价品种	13
表 5: 第一批国家重点监控合理用药药品目录.....	14
表 6: 分行业主要医药生物类上市公司业绩.....	15
表 7: 创新药产业链重点公司业绩	17
表 8: 医药商业主要公司业绩	20
表 9: 个股区间涨幅前十 (截止至 2019 年 8 月 30 日, 剔除 2018 年上市新股)	22
表 10: 个股区间跌幅前十 (截止至 2019 年 8 月 30 日, 剔除 2018 年上市新股)	23

1. 医药政策频出，行业结构持续改善

6月4日，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于印发深化医药卫生体制改革2019年重点工作任务的通知》，规定了一些重要文件的时间截点。

8、9月是重要政策密集发布的阶段，站在9月初始，7月31日，国务院发布进一步规范医用耗材使用的政策文件；8月26日，新修订《药品管理法》发布；8月30日，国家出台了互联网诊疗收费和医保支付的政策文件；9月1日，《联盟地区药品集中采购文件》，标志着带量采购在全国范围内铺开。

根据《2019年重点工作任务的通知》，9月份尚待完成的工作主要有：

1. 制定以药品集中采购和使用为突破口进一步深化医改的政策文件。（国务院医改领导小组秘书处负责）
2. 制定医疗机构用药管理办法。（国家卫生健康委负责）
3. 制定深化卫生专业技术人员职称制度改革的指导意见。（人力资源社会保障部负责）
4. 制定建立完善老年健康服务体系的指导意见。（国家卫生健康委负责）

我们认为政策的持续密集推出，有利于加速行业结构改善，优化资金和资源配置，进一步将医保资金使用在具有高临床价值的药物上，使其最大程度地为改善民生发挥作用。

1.1. 医用耗材使用制定进一步规范化

7月31日，国务院办公厅印发《治理高值医用耗材改革方案》，未来1-2年将理顺高值医用耗材价格体系，完善高值医用耗材全流程监督管理，净化高值医用耗材市场环境和医疗服务执业环境，不断规范高值耗材行业。

该文件中重点提及完善价格形成机制，降低高值医用耗材虚高价格，包括统一编码体系和信息平台、实行医保准入和目录动态调整、完善分类集中采购办法、取消医用耗材加成、制定医保支付政策。同时完善配套政策，包括合理调整医疗服务价格、加快建立符合行业特点的薪酬制度等，促进政策平稳高效运行，减少出现衍生问题。

耗材降价是大趋势，自主创新才能保持公司产品竞争力

我们认为对于高值医用耗材而言，降价是大势所趋，符合政策大方向。集中采购是医院方、产品提供商、经销商、流通商等多方博弈，核心点还是在于产品本身，产品标准化程度高、差异小、创新性不足则会面临较大的降价压力，但是对于以经销为主的企业而言，一方面经销商是企业的降价防火墙，在降价上首当其冲，承担主要的降价空间，另一方面企业通过研发创新，实现产品升级迭代，新老交替，创新性产品寻求新定价，维持公司整体毛利率和净利率水平，这也是政策支持的方向。对于新技术的产品，加快注册审批，同时及时增补进医保目录当中。

因此高值医用耗材的降价对于生产企业端短期影响相对较小，较为温和，更加鼓励具备创新能力的企业。建议关注具备自主创新产品的企业：乐普医疗、微创医疗等。

IVD及医疗影像设备属于医院成本项，市场化程度高，不属于该政策范围

医疗器械包含高值医用耗材、IVD、医疗影像设备等，此次政策提及的是高值医用耗材，不包含IVD及医疗影像设备。IVD及医疗影像设备属于医院成本项，与高值耗材收费模式不同，以医疗服务收费，同时医保支付的是医疗服务价格，并非直接支付耗材价格。IVD及医疗影像设备的采购根据医院科室的需求，考虑财政拨款情况及医院收入情况，最终决定是否采购，与医保并非直接关联。建议关注受政策扰动较小的企业：安图生物、艾德生物、迈瑞医疗、迈克生物、万孚生物等。

1.2. 新版《医保目录》出台，为高临床价值药品腾挪空间

8月20日，国家医保局、人社部《关于印发〈国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药

品目录>的通知》发布，正式公布了国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险常规准入部分药品名单。本次药品目录调整是国家医保局成立后首次全面调整，涉及西药、中成药、中药饮片三个方面，为动态调整，包括药品调入和药品调出，新目录自 2020 年 1 月 1 日起正式实施。

动态调整进一步优化结构，为高价值创新药腾挪空间

从此次常规准入的品种看，本次调整前后药品数量变化相对不大，但通过动态调整使得药品结构发生了较大变化。目录调整常规准入部分新增 148 个品种，其中，西药 47 个，中成药 101 个。本次调整后常规准入药品共 2643 个，包括：西药 1322 个、中成药 1321 个（含民族药 93 个），中药饮片采用准入法管理，共计 892 个。

本次目录中含甲类药品 640 个，较 2017 年增加 46 个，其中西药 398 个，中成药 242 个。

品种调出方面，此次共调出 150 个品种，除去被撤销文号的品种外，共调出 79 个品种，主要是一些临床价值不高，存在明显终端滥用，或者有更好替代品的品种。值得注意的是，本次调整将 6 月份国家卫健委发布的《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）的通知》所涉及的 20 个品种全部调出。我们认为，此举虽然会对部分药企造成影响，但也有利于医保资金的进一步“腾笼换鸟”，为调入更多疗效确切、具备高临床价值的药品腾出空间。

初步确定 128 个拟谈判药品，后续通过与企业谈判确定支付标准

除了常规目录，依据专家评审和投票结果，还初步确定了 128 个拟谈判药品品种，为临床价值较高但价格相对较贵的独家品种。主要涉及癌症、罕见病等重大疾病用药，以及丙肝、乙肝、高血压、糖尿病等慢病用药，许多产品为近年国家药监局批准上市的新药，其中不乏重磅创新药。预计下一步医保局将依照医保管理专家的评估，在充分考量药物经济学的基础上，与相关企业开展谈判确定支付标准，将谈判成功的品种纳入目录。

纳入品种十分有望迎来放量，医保谈判目录更值得期待

我们认为，医保持续实施战略购买，腾笼换鸟，倾斜医保资源到高临床价值药品，进一步提升医保资金使用效率。相关纳入医保目录的品种有望迎来放量，同时接下来的医保谈判目录将更加值得期待，建议关注：恒瑞医药（阿比特龙、罂粟乙碘油进常规目录，吡咯替尼、19K 预计谈判）、中国生物制药（来那度胺、硼替佐米、替格瑞洛、阿哌沙班、阿比特龙、吉非替尼进常规目录）、贝达药业（埃克替尼进常规目录预计将不谈判，价格有望稳定）、华东医药（吡格列酮二甲双胍进常规目录），PD-1 能否进医保尚存在不确定性，关注君实生物与信达生物。

1.3. 新版《药品管理法》出台，药品临床价值更加重要

8 月 26 日，第十三届全国人大常委会第十二次会议在北京闭幕，会议表决通过《中华人民共和国药品管理法》修订案，新《药品管理法》从 2015 版的 10 章 104 条，增加到 12 章 155 条，将于 2019 年 12 月 1 日正式施行。药品管理法是我国药品监管的基本法律，现行药品管理法于 1984 年制定，2001 年首次全面修订。

新《药品管理法》更加强调药品临床价值、强调药品研发的应用价值和规范性、关于药品研发数据的规范性、新引入的 MAH 制度，规定 GMP 成为开办药品生产企业的硬性要求。

1. 强调药品的临床价值：治疗严重危及生命且尚无有效治疗手段的疾病以及公共卫生方面急需的药品，药物临床试验已有数据显示疗效并能预测其临床价值的，可以附条件批准，并在药品注册证书中载明相关事项。国家支持以临床价值为导向、对人的疾病具有明确或者特殊疗效的药物创新，鼓励具有新的治疗机理、治疗严重危及生命的疾病或者罕见病、对人体具有多靶向系统性调节干预功能等的新药研制，推动药品技术进步。
2. 强调药品研发的规范性：从事药品研制活动，应当遵守药物非临床研究质量管理规范、药物临床试验质量管理规范，保证药品研制全过程持续符合法定要求。

3. 建立健全药品追溯制度：药品上市许可持有人、药品生产企业、药品经营企业和医疗机构应当建立并实施药品追溯制度，按照规定提供追溯信息，保证药品可追溯。国务院药品监督管理部门应当制定统一的药品追溯标准和规范，推进药品追溯信息互通互享，实现药品可追溯。
4. 确定了 MAH 制度：药品安全关乎公众生命健康，新修订的药品管理法专设第三章“药品上市许可持有人”，对持有人的条件、权利、义务、责任等作出了全面系统的规定。以实施药品上市许可持有人制度为主线，进一步明确药品全生命周期质量安全责任，坚决守住公共安全底线。MAH 制度正式从试点到全面铺开。
5. 规定 GMP 成为开办药品生产企业的硬性要求：无药品生产许可证的，不得生产药品。药品生产许可证应当标明有效期和生产范围，到期重新审查发证。

我们认为《药品管理法》的实施有利于行业的规范发展。其中对强调药品创新和临床价值、MAH 制度等做出了规定，有利于引导产业投资和研发。建议关注创新药及其产业链的投资机会：恒瑞医药、泰格医药、药明康德、康龙化成等。

1.4. 互联网诊疗收费规范化，综合考虑临床价值、价格水平、医保支付能力进行医保支付

8月30日，国家医保局下发《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》（医保发〔2019〕47号）。该意见稿旨在贯彻落实国务院办公厅《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》和《关于印发深化医药卫生体制改革2019年重点工作任务的通知》精神，完善“互联网+”医疗服务的价格和支付政策。

《指导意见》强调完善“互联网+”医疗服务价格项目管理、健全“互联网+”医疗服务价格形成机制、明确“互联网+”医疗服务的医保支付政策，最后强化组织实施，做好政策解读和舆论引导等。

1.5. 药品集中采购扩大范围，为医改持续深化奠基

9月1日，上海阳光医药采购网发布《联盟地区药品集中采购文件》，在国家组织药品集中采购和使用试点城市（以下简称4+7城市）及已跟进落实省份执行集中采购结果的基础上，国家组织相关地区形成联盟，依法合规开展跨区域联盟药品集中带量采购。

联盟地区包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江、安徽、江西、山东、河南、湖北、湖南、广东、广西、海南、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆（含新疆生产建设兵团），联盟地区4+7城市除外。

采购品种为阿托伐他汀口服常释剂型等25个品种。

表 2：《联盟地区药品集中采购文件》中 25 个品种的集采药品(采购量单位：万片/万袋/万支)

序号	品种名称	规格	是否 主品规	首年约定采购量 计算基数	50%采购量汇 总值	60%采购量汇 总值	70%采购量汇 总值
1	阿托伐他汀	10mg	是	53815.61	26907.87	32289.36	37670.96
	口服常释剂型	20mg	是	65576.97	32788.55	39346.18	45903.88
2	瑞舒伐他汀	10mg	是	38902.73	19451.42	23341.63	27231.92
	口服常释剂型	5mg		21194.93	10597.54	12716.94	14836.48
3	氯吡格雷	25mg		56046.02	28023.07	33627.61	39232.21
	口服常释剂型	75mg	是	27424.11	13712.11	16454.48	19196.89
4	厄贝沙坦	75mg	是	29739.96	14870.03	17843.96	20817.97
	口服常释剂型	150mg	是	43910.02	21955.07	26345.99	30737.01
5	氨氯地平	5mg	是	112442.03	56221.09	67465.21	78709.44
	口服常释剂型						
6	恩替卡韦	0.5mg	是	31990.32	15995.23	19194.22	22393.25

	口服常释剂型	1mg		244.37	122.23	146.64	171.07
7	艾司西酞普兰	5mg		6078.25	3039.19	3646.94	4254.77
	口服常释剂型	10mg	是	4088.24	2044.18	2452.95	2861.77
		20mg		76.71	38.38	46.02	53.7
8	帕罗西汀	20mg	是	9461	4730.56	5676.59	6622.69
	口服常释剂型						
9	奥氮平	10mg	是	4771.24	2385.7	2862.75	3339.89
	口服常释剂型	5mg		12777.04	6388.58	7666.24	8943.95
10	头孢呋辛酯 (头孢呋辛)	250mg	是	16372.91	8186.53	9823.76	11461.03
	口服常释剂型						
11	利培酮	1mg	是	31972.81	15986.46	19183.68	22380.99
	口服常释剂型	3mg		113.86	56.95	68.33	79.71
12	吉非替尼	250mg	是	819.75	409.95	491.86	573.84
	口服常释剂型						
13	福辛普利	10mg	是	3813.49	1906.79	2288.08	2669.44
	口服常释剂型						
14	厄贝沙坦氢氯噻嗪	150mg+	是	26632.13	13316.12	15979.3	18642.5
	口服常释剂型	12.5mg					
15	赖诺普利	10mg	是	1030.07	515.09	618.04	721.06
	口服常释剂型	5mg		145.91	73	87.54	102.15
16	替诺福韦二吡呋酯	300mg	是	3915.75	1957.93	2349.45	2741.07
	口服常释剂型						
	口服常释剂型						
17	氯沙坦	100mg		4737.12	2368.6	2842.27	3316
	口服常释剂型	50mg	是	12550.85	6275.48	7530.5	8785.59
18	依那普利	10mg	是	23016.91	11508.52	13810.13	16111.83
	口服常释剂型	5mg		16208.5	8104.3	9725.11	11345.98
19	左乙拉西坦	250mg	是	1778.34	889.24	1066.98	1244.84
	口服常释剂型						
20	伊马替尼	100mg	是	1641.62	820.88	984.96	1149.16
	口服常释剂型						
21	孟鲁司特	10mg	是	7449.49	3724.82	4469.71	5214.67
	口服常释剂型						
22	蒙脱石	3g	是	16634.06	8317.1	9980.42	11643.84
	口服散剂						
23	培美曲塞	100mg	是	31.53	15.83	18.92	22.09
	注射剂	500mg	是	19.02	9.57	11.42	13.33
24	氟比洛芬酯	50mg/5ml	是	1651.51	825.83	990.9	1156.05
	注射剂						
25	右美托咪定	0.2mg/2ml	是	1019.12	509.6	611.46	713.4
	注射剂						

资料来源:《联盟地区药品集中采购文件》,天风证券研究所

注:1.首年约定采购量计算基数由各联盟地区确定后汇总产生。2.相应比例采购量汇总值由各联盟地区首年约定采购量计算基数按相应比例计算并累加后得出。

关于采购量,文件中有如下规定:

1.本次集中采购药品首年约定采购量计算基数由各联盟地区确定。

2.**首年约定采购量**按以下规则确定：实际中选企业为 1 家的，约定采购量为首年约定采购量计算基数的 50%；实际中选企业为 2 家的，约定采购量为首年约定采购量计算基数的 60%；实际中选企业为 3 家的，约定采购量为首年约定采购量计算基数的 70%。

3.**次年约定采购量**按该采购品种（指定规格）首年实际采购量一定比例确定：实际中选企业为 1 家的，约定采购量为首年实际采购量的 50%；实际中选企业为 2 家的，约定采购量为首年实际采购量的 60%；实际中选企业为 3 家的，约定采购量为首年实际采购量的 70%。次年约定采购量原则上不少于该中选品种首年约定采购量。

关于采购周期：中选企业不超过 2 家（含）的品种，本轮采购周期原则为 1 年，3 家的原则为 2 年，采购周期视实际情况可延长一年。提前完成约定采购量的，超过部分仍按照中选价供应，直至采购周期届满。

申报限价：报价不应高于“4+7”中选药品按现行药品差价比规则折算后的价格，且原则上不应高于本企业同品种 2019 年（截至 7 月 31 日）联盟地区省级集中采购最低价。

拟中选确定：按现行药品差价比规则对不同企业主品规申报价进行比价，确定报价最低的 3 家企业获得拟中选资格（申报企业不足 3 家的，以实际为准）。获得拟中选资格的企业及申报品种，统一进入供应地区确认程序。企业申报价格出现相同时，该品种按以下规则及顺序确定拟中选企业及供应地区确认的优先顺序：

- （1）“4+7 城市药品集中采购”中选的企业优先；
- （2）2018 年在联盟地区供应省（区）数多的企业优先；
- （3）2018 年在联盟地区销售量大的企业优先，多个规格的品种，销售量合并计算；
- （4）原料药自产的企业优先（限指原料药和制剂生产企业为同一法人）；
- （5）通过或视同通过国家药品监督管理局仿制药质量和疗效一致性评价时间在前的企业优先（以国家药品监督管理局批准日期为准）。

供应地区确认：拟中选企业应结合本企业产能确认供应地区。拟中选企业按申报价格由低到高依次交替确认供应地区，每个拟中选企业每次选择一个省（区），重复上述过程，直至所有省（区）选择确认完毕。

表 3：25 个省级城市占总采购量比例排序(采购量单位：万片/万袋/万支)

序号	省份	首年约定采购量计算基数	占总采购量基数比例
1	浙江	115227.76	16.70%
2	江苏	84535.91	12.25%
3	河南	56278.54	8.16%
4	山东	50805.32	7.36%
5	安徽	41828.59	6.06%
6	广东	40005.19	5.80%
7	湖南	37242.61	5.40%
8	广西	32802.33	4.75%
9	湖北	30746.42	4.46%
10	江西	30260.27	4.38%
11	四川	28953.2	4.20%
12	新疆(含兵团)	21880.92	3.17%
13	山西	17034.68	2.47%
14	云南	15883.40	2.30%
15	贵州	12974.27	1.88%
16	辽宁	12816.34	1.86%

17	内蒙	11420.01	1.65%
18	陕西	11409.15	1.65%
19	吉林	10269.91	1.49%
20	甘肃	8701.49	1.26%
21	海南	6209.83	0.90%
22	黑龙江	5413.62	0.78%
23	宁夏	5376.71	0.78%
24	青海	1356.41	0.20%
25	西藏	661.42	0.10%
	合计	690094.3	100.00%

资料来源:《联盟地区首年约定采购量》整理,天风证券研究所

对于此次方案,我们认为:

1、全国扩面在预期之内,从目前带量采购的思路看,先统一全国市场,运行经验,再扩品种,未来对于仿制药全国性价格下降更为直接,仿制药降价未来大势所趋;

2、与此前的讨论方案看,整体我们认为对品种竞争格局不好(3家以上)的企业而言更为复杂,可能导致更低报价的价格策略,一方面,此前市场对梯度量,包括第四家、第五家待决策有一定预期,本次方案正式确定只有最多3家;另一方面,中选价上,此前确认一个最低价,其他企业可以选择跟随,此次直接比价,形成梯度价格,从博弈角度讲,企业选择的余地后路更少,可能倾向于报低价格保进入前三个最低价,因此三家以上品种降价压力较大,对于2家及以下,价格压力相对较小。

3、本次强调量,强调保障供应,提到原料药的重要性。

截至2019年9月1日,共有138个品种通过仿制药一致性评价,中国生物制药通过13个品种,科伦药业11个,华海药业12个品种。

表4:中国生物制药、科伦药业及华海药业通过一致性评价品种

个数	中国生物制药	科伦药业	华海药业
1	瑞舒伐他汀钙片	草酸艾司西酞普兰片	盐酸帕罗西汀片
2	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	氢溴酸西酞普兰片	利培酮片
3	恩替卡韦分散片	阿莫西林胶囊	福辛普利钠片
4	富马酸替诺福韦二吡啶酯片	甲硝唑片	厄贝沙坦氢氯噻嗪片
5	恩替卡韦胶囊	盐酸克林霉素胶囊	厄贝沙坦片
6	奥美沙坦酯片	替硝唑片	赖诺普利片
7	吉非替尼片	氢溴酸西酞普兰胶囊	氯沙坦钾片
8	安立生坦片	氟康唑片	奈韦拉平片
9	阿哌沙班片	阿昔洛韦片	伏立康唑片
10	替格瑞洛片	头孢氨苄胶囊	缬沙坦片
11	醋酸阿比特龙片	福多司坦片	盐酸多奈哌齐片
12	甲磺酸伊马替尼胶囊		依非韦伦片
13	盐酸二甲双胍缓释片		

资料来源:中国上市药品目录集,公司公告,天风证券研究所

统计截至2019年9月1日

未来整体看仿制药整合势不可挡,未来优胜劣汰,行业集中度提升是大趋势,对于常见仿制药的价格搏杀将是常态,对于企业而言,需要用产品管线和产品梯队去对冲单个品种可能失标或者大幅降价的风险,同时企业需要加大对于上游原料的管控以控制成本,以应对终端价格的持续下行。长远来看药企要向高端仿制药进阶,挑战创新药难度。建议关注具备仿制药梯队、原料-制剂一体化的企业:中国生物制药、科伦药业、华海药业等。

我们认为从医保战略购买角度讲，未来通过推动带量采购促使仿制药加速降价是节省医保资金的重要手段，通过开展带量采购，调整行业格局医疗改革，为医改办进一步深化医改奠定基础 and 提供动力。

1.6. 医疗机构用药管理办法预计将在 9 月底前发布

《2019 年重点工作任务》中提出，将在 9 月底前，由卫健委牵头，制定出医疗机构用药管理办法。我们认为，后续医疗机构用药管理将进一步细化，临床路径等或作为用药管理的重要参考，未来医疗机构用药将持续回归合理。尽管办法还未出台，但卫健委此前的动作已经开启，7 月初，卫健委发布《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）的通知》，通知包含 20 种重点监控药品。

表 5：第一批国家重点监控合理用药药品目录

序号	药品通用名
1	神经节苷脂
2	脑苷肌肽
3	奥拉西坦
4	磷酸肌酸钠
5	小牛血清去蛋白
6	前列地尔
7	曲克芦丁脑蛋白水解物
8	复合辅酶
9	丹参川芎嗪
10	转化糖电解质
11	鼠神经生长因子
12	胸腺五肽
13	核糖核酸 II
14	依达拉奉
15	骨肽
16	脑蛋白水解物
17	核糖核酸
18	长春西汀
19	小牛血去蛋白提取物
20	马来酸桂哌齐特

资料来源：国家卫健委，医政医管局，天风证券研究所

通知中提出：

1. 对用药不合理问题突出的品种，采取排名通报、限期整改、清除出本机构药品供应目录等措施，保证合理用药。
2. 中医类别医师应该按照规定开具中药处方，非中医类别医师在经过不少于 1 年系统并考核合格后，遵照中医临床基本的辨证施治原则开具中成药处方。
3. 对尚未纳入目录管理的药品，做好常规临床使用监测工作，发现使用量异常增长、无指征、超剂量使用等问题，要加强预警并查找原因。

我们认为，《重点监控合理用药药品目录》对医药行业主要有重大影响：

- 1 对于部分相关医疗机构和制药企业将会产生较大影响：**进入该目录的药品，未来可能在医院使用空间受到进一步的限制，在医疗机构用药管理办法中会被重点限制**，为具有更高临床价值的药品腾出空间。目录中的药品，销量大概率将呈断崖式下跌。
- 2 中成药处方后续会受到较为严格的限制，有望遏制利益驱动下的处方转移，不过后续

执行包括方案落地还需继续观察。

- 重点监控合理用药药品目录作为医改重要部分，通过为高临床价值药品腾出空间，有望提高医保资金使用效率。

2. 中报披露基本结束，建议关注中报业绩超预期公司

截至 2019 年 9 月 2 日，主板上市的 277 家医药生物类上市公司均已披露 2019 年半年报，根据统计，半年报业绩增速在 100%以上的有 19 家，50%~100%的有 18 家，30%~50%的有 35 家，0~30%的有 104 家，-50%~0 的有 75 家，-50%以下的有 26 家（范围含下限不含上限）。

整体来看，CXO、医疗器械、药店业绩表现优异，创新药、医疗器械、医药流通及疫苗等行业的龙头企业业绩引领板块增长，表现出较好的态势。我们认为医改方向确定，未来医药细分行业业绩分化将持续，强者恒强或是未来医药的趋势。因此业绩表现优异的细分板块和个股值得持续关注。

表 6：分行业主要医药生物类上市公司业绩

行业	代码	公司	2018H1 归母净利润(亿元)	2019H1 归母净利润(亿元)	归母净利润增速
创新药	600276.SH	恒瑞医药	19.10	24.12	26%
	600196.SH	复星医药	15.60	15.16	-3%
	002422.SZ	科伦药业	7.74	7.28	-6%
	300558.SZ	贝达药业	0.67	0.87	31%
医疗器械	300685.SZ	艾德生物	0.70	0.78	12%
	603658.SH	安图生物	2.47	3.20	30%
	300529.SZ	健帆生物	2.10	3.06	46%
	603882.SH	金城医学	0.96	1.72	79%
	300633.SZ	开立医疗	1.18	0.72	-39%
	300003.SZ	乐普医疗	8.10	11.55	43%
	300463.SZ	迈克生物	2.32	2.69	16%
	300760.SZ	迈瑞医疗	18.72	23.69	27%
	300595.SZ	欧普康视	0.83	1.17	40%
	300482.SZ	万孚生物	1.62	2.07	27%
药店	603233.SH	大参林	2.88	3.81	32%
	002727.SZ	一心堂	2.92	3.37	15%
	603939.SH	益丰药房	2.25	3.08	37%
	603883.SH	老百姓	2.21	2.70	22%
疫苗	300601.SZ	康泰生物	2.86	2.58	-10%
	300142.SZ	沃森生物	0.73	0.85	16%
	300122.SZ	智飞生物	6.82	11.47	68%
特色处方药	600380.SH	健康元	4.26	5.46	28%
	600867.SH	通化东宝	5.37	5.32	-1%
	300357.SZ	我武生物	1.04	1.30	26%
	000661.SZ	长春高新	5.48	7.27	33%
	300009.SZ	安科生物	1.30	1.47	13%
	000513.SZ	丽珠集团	6.33	7.39	17%

	002653.SZ	海思科	1.45	2.35	62%
CXO	002821.SZ	凯莱英	1.57	2.29	46%
	300759.SZ	康龙化成	1.22	1.61	32%
	300347.SZ	泰格医药	2.19	3.52	61%
	603259.SH	药明康德	12.72	10.57	-17%
	300725.SZ	药石科技	0.53	0.69	30%
	300149.SZ	量子生物	0.54	0.49	-9%
	300404.SZ	博济医药	0.06	0.03	-49%
	603127.SH	昭衍新药	0.22	0.40	79%
	300363.SZ	博腾股份	0.39	0.65	70%
	603456.SH	九洲药业	0.89	1.03	16%
医药流通	603368.SH	柳药股份	2.56	3.56	39%
	600511.SH	国药股份	6.36	7.55	19%
	000028.SZ	国药一致	6.42	6.51	1%
	600998.SH	九州通	5.37	7.43	38%
	601607.SH	上海医药	20.33	22.86	12%
中药/消费	600436.SH	片仔癀	6.18	7.47	21%
	002603.SZ	以岭药业	4.48	4.55	1%
	000538.SZ	云南白药	20.69	22.47	9%
	000999.SZ	华润三九	8.27	17.22	108%
	000423.SZ	东阿阿胶	8.62	1.93	-78%
	600771.SH	广誉远	1.44	1.17	-19%
	600535.SH	天士力	9.25	8.99	-3%
医疗服务	600763.SH	通策医疗	1.35	2.08	54%
	300015.SZ	爱尔眼科	5.09	6.95	37%
	002044.SZ	美年健康	1.70	0.17	-90%
血制品	002007.SZ	华兰生物	4.53	5.07	12%
	600161.SH	天坛生物	2.40	2.94	22%
	300294.SZ	博雅生物	1.91	2.13	12%
	002252.SZ	上海莱士	-8.47	4.13	149%
原料药	002001.SZ	新和成	20.59	11.56	-44%
	002019.SZ	亿帆医药	5.40	4.85	-10%
	002550.SZ	千红制药	1.63	1.75	7%
	300233.SZ	金城医药	1.52	3.25	114%
	600216.SH	浙江医药	4.69	2.81	-40%
	300702.SZ	天宇股份	0.41	2.54	526%
	603538.SH	美诺华	0.45	0.86	92%
	002626.SZ	金达威	4.90	3.70	-25%

资料来源：WIND，天风证券研究所

3.9 月份坚守医药主线龙头，关注增量变化

年中以来，国内经济下行压力仍大，外部贸易战扰动仍在，在内外环境充满不确定性背景下，建议投资者可继续配置相对安全的医药板块。结合政策变化和半年报业绩表现，我们建议投资者坚守医药核心主线，包括创新药及其产业链（恒瑞医药、泰格医药等），医疗器械（迈瑞医疗等），医药大消费（片仔癀、爱尔眼科等）。

同时结合9月份时间节点，建议把握可能存在增量变化的标的，如：通化东宝（甘精胰岛素获批预期）、沃森生物（13价肺炎疫苗获批预期）、智飞生物（母牛分枝杆菌疫苗（结核感染人群用）获批预期）、贝达药业（恩莎替尼获批预期）等。

3.1. 创新药及其产业链处于高景气度

3.1.1. 创新药行业景气度高

我国政策鼓励创新，医保实施战略购买持续倾斜以创新药为代表的高临床价值药品，未来创新药有望迎来更快的放量速度和更大的销售额。建议关注：恒瑞医药、中国生物制药、贝达药业等。

我们建议投资者重点关注恒瑞医药，8月22日，WCLC2019大会摘要公布了恒瑞PD-1卡瑞利珠单抗联合化疗（卡铂+培美曲塞）一线治疗晚期/转移性EGFR-/ALK-非鳞非小细胞肺癌III期研究的中期分析积极数据。

临床设计：入组的419例非鳞NSCLC患者按1:1随机分组，分别给予4-6个周期化疗（卡铂、培美曲塞）±卡瑞利珠单抗，之后使用培美曲塞±卡瑞利珠单抗维持治疗，直到疾病进展或不可耐受。对化疗组中证实病情进展的患者，允许交叉使用卡瑞利珠单抗。主要终点为独立数据监测委员会评估的PFS，次要终点包括ORR、DCR、DOR和OS。

临床结果：中位随访时间为11.9个月，卡瑞利珠单抗+化疗组（n=205）中位PFS较单独使用化疗组（n=207）显著延长（11.3 vs 8.3个月），达到主要终点。次要终点方面，卡瑞利珠单抗+化疗组的ORR、DCR、DoR和OS均优于化疗组。

我们认为：恒瑞PD-1有望在多个临床试验中通过联合用药、合理临床设计等，做出差异化结果，其二线食管癌达到主要终点预计下半年申报上市，二线肝癌已纳入优先审评，一线非鳞NSCLC有望今年申报上市，看好恒瑞PD-1的巨大前景，未来不仅有望成为国产赢家，甚至有望与O、K药分庭抗礼。

3.1.2. CXO 行业受益于创新药高景气度，整体表现优异

从2019年半年报业绩看，外包型行业总体保持高速增长，在海外转移加工需求持续旺盛+行业政策+科创板影响下，外包行业有望显著受益，相关CRO、CMO/CDMO企业值得重点关注。从全球范围看，我国CRO企业已经建立起了符合欧美标准的管理和质量体系，加之成本优势明显，成为了欧美药企委托研发和生产的重要市场，推动了我国CRO行业的发展；政策上，顶层设计鼓励创新和高端仿制，产业加大研发创新的投入，为外包型行业带来了良好的发展机遇；“4+7”带量采购政策后促使医药回归各自分工，专业化的外包型企业凭借其成本优势有望承接更多外包订单；国内审评审批改革推进释放红利，药品上市许可持有人（MAH）制度的推出有望助推CMO/CDMO行业的发展。科创板的推出将为研发驱动型生物科技类公司创造良好的借助资本发展的条件，而生物科技型公司由于资本实力及分散风险的考虑，研发及固定资产投资更多的倾向于外包，有助于推动CRO业务的订单及投资收益，我们认为与生物科技类公司深度绑定的外包型行业有望显著受益。

表 7：创新药产业链重点公司业绩

公司	2019 中报		2019 三季度			
	营收 (亿元)	营收增速	归母净利润 (亿元)	归母净利润增速		
CRO						
药明康德	58.94	33.68%	10.57	-16.91%		

康龙化成	16.37	28.80%	1.61	38.51%		
泰格医药	13.37	29.49%	3.52	61.04%		
药石科技	2.9	37.80%	0.69	30.31%		
昭衍新药	2.01	48.65%	0.04	78.86%		
CDMO/CMO						
凯莱英	10.93	44.27%	2.02	42.75%	3.52~3.78 亿元	35-45%
九洲药业	8.58	-6.71%	1.03	69.56%		
博腾股份	6.25	22.46%	0.65	15.51%		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们认为外包型行业作为医药细分领域景气度最高的细分领域之一，迎来产业、资本、政策的共振，迎来了黄金的发展机遇，建议重点关注：**泰格医药**（CRO 高景气度，公司为国内临床 CRO 龙头）、**凯莱英**（公司关键技术领域达到国际领先水平）、**药明康德**（CRO 高景气度，公司是具备全球化竞争力的 CRO 巨头），持续关注：**康龙化成、昭衍新药、药石科技**。

3.2. 医疗器械板块持续稳健增长

随着中报披露完成，不少医疗器械公司逻辑得到业绩验证，近期有一定的涨幅。从中报情况上面来看，医疗器械业绩整体保持稳健增长态势，毛利率和净利率水平维持平衡。经过我们梳理，我们认为有两种类型公司值得重点关注：

1. 所属新兴高景气度行业，具备良好的市场前景，竞争格局良好，具有溢价能力的细分龙头型企业，中报的业绩高增长进一步验证公司逻辑，例如健帆生物、欧普康视、金域医学等；
2. 所属存量巨大市场，以进口替代和分级诊疗拉动的基层需求释放为核心逻辑，且具备产业升级能力的优质企业，例如迈瑞医疗、迈克生物、安图生物等。

迈瑞医疗：2019 H1 实现收入 82.06 亿元，同比增长 20.52%，归母净利润为 23.69 亿元，同比增长 26.57%，扣非后归母净利润为 23.29 亿元，同比增长 26.43%，业绩稳健增长。从现金流角度，经营性现金流净额为 20.99 亿元，同比增长 39.45%。公司各产品线稳健增长，国内国外共同发展。

迈克生物（9 月金股）：2019 H1 公司实现营业收入 15.17 亿元，同比增长 21.73%，归母净利润 2.69 亿元，同比增长 16.27%，扣非净利润 2.68 亿元，同比增长 16.72%，经营活动现金流净额 3416.29 万元，同比增长 160.59%，实现每股收益基本每股收益 0.49 元。现金流由负转正，原因系应收账款情况有所改善。业绩增长主要原因系加大核心产品自主免疫类试剂等的市场渠道建设，产品结构的优化。

金域医学：根据半年报，2019 H1 实现收入 25.4 亿元，同比增长 20.26%，实现归母净利润 1.72 亿元，同比增长 78.92%，毛利率由 2018 年的 38.83%触底提升至 39.79%，整体经营情况向好，我们认为公司加大特检高毛利产品的推广力度，实现产品结构调整，未来有望持续，壁垒将逐步提升。

健帆生物：根据半年报，2019H1 归母净利润同比增长 45.63%，增速较快，我们认为这与终端需求大、公司加大推广力度相关，健帆灌流器经过了多年的市场培育，已经形成了一定的患者粘性，未来在渗透率和频次上仍有提升空间。

建议关注：**迈瑞医疗、迈克生物、艾德生物、安图生物、健帆生物、乐普医疗、万孚生物**等

3.3. 医药大消费不受医保控费影响

3.3.1. 医疗服务-爱尔眼科、美年健康

需求端：随着居民健康意识的提升，以及人口老龄化的加快，我国医疗保健支出不断攀升，

医疗服务需求不断增加；**供应端**：公立医院卫生体制改革持续进行，在政策上，国家对社会办医资格的申请进一步肯定，民营专科医疗机构在资本积累、人才招聘、医疗资源建设等方面综合能力不断提升，竞争力也不断增加。尤其是连锁专科医疗服务机构，随着医疗服务网络不断的扩张与巩固，建立起了良好的社会口碑与品牌效应，综合医疗服务竞争力不断增强，市场占有率不断提升，连锁专科医疗服务机构的发展进一步获得认可。建议关注**爱尔眼科、美年健康**。

3.3.2. OTC 行业-片仔癀

OTC 药品与医保不挂钩，不受医保政策变化的影响，此外，品牌 OTC 企业享受估值溢价，消费者对于药品最关注的是安全性和有效性，对药品的品牌有较高的认可度。对 OTC 品种而言，提价往往能提振收入增厚利润，但大多数品种由于竞争基本充分，格局相对稳定，定价权往往不高，从提价的企业品种角度来看，两个因素至关重要：I.品种自身具备稀缺性（原料稀缺或处方稀缺）；II.自身品牌过硬。建议关注：**片仔癀**（通过片仔癀体验馆、VIP 会员销售模式及海外渠道拓展营销，叠加提价可能性，公司 2019H1 收入 28.94 亿元，同比+20.4%，归母净利润 7.47 亿元，同比+20.89%，扣非后归母净利润 7.45 亿元，同比+23.10%）。

3.3.3. 疫苗及血制品 – 康泰生物、智飞生物、沃森生物

整体来看，我们认为《疫苗管理法》的出台，有利于净化行业环境，进一步促进我国疫苗质量标准 and 水平的提升，对于国内优质的疫苗领军企业形成利好。同时优先审评制度等将鼓励创新性疫苗的研发和生产，利好相关具有创新疫苗产品的企业。建议投资者关注：**康泰生物**（管线储备众多潜力品种，上半年四联苗批签发超预期，13 价肺炎球菌结合疫苗获批在望，上半年营收 8.08 亿元，归母净利润 2.58 亿元），**智飞生物**（上半年营收增速 143.19%，业绩增速 68.08%）、**沃森生物**（2019H1 实现营收 5.01 亿元，同比增 33.63%；实现归母净利润 8493.49 万元，同比增加 16.09%；扣非净利润 8113.16 万元，同比增 84.86%，13 价肺炎疫苗有望迎来获批）、**康希诺生物**。

血制品行业延续了良好的景气度，重点公司看：**华兰生物** 2018 年业绩稳步增长，血制品收入增长超过 15%，19 年上半年业绩增长 11.94%；**博雅生物** 2018 年血制品收入增速超 20%，其中代表性品种人纤维蛋白原收入增长 36.67%。2019 年半年度业绩同比增长 11.63%。**天坛生物** 2019 年半年度业绩同比增加 22.21%。

血制品行业经过 2015 年的价格调整后，价格-供需基本理顺，经过 2017 年以来的持续下滑，渠道库存有望逐步优化，后续存在补库存潜力。包括博雅生物、天坛生物、华兰生物等在内的公司通过持续的渠道布局和加大产品的学术推广（如博雅生物布局血制品经销商并加大纤原的学术推广、华兰生物加大静丙推广力度等），从终端进一步发掘消费潜力，有望促进市场的持续扩容，使得行业延续良好的景气度。

3.4. 关注具有增量变化预期的优质企业

存量一定的情况下，增量显得尤其可贵，建议把握可能存在产品增量变化的标的，如：通化东宝（甘精胰岛素获批预期）、沃森生物（13 价肺炎疫苗获批预期）、智飞生物（母牛分枝杆菌疫苗（结核感染人群用）获批预期）、贝达药业（恩沙替尼获批预期）等。

通化东宝：公司的甘精胰岛素已经完成生产现场检查 and 现场抽样工作，目前所抽样品正处于中检院复核阶段，有望在今年下半年获批。

沃森生物：国内 13 价肺炎结合苗研发进度最快的企业，现已进入生产现场检查阶段，预计可在今年下半年获批。

智飞生物：公司母牛分枝杆菌疫苗（结核感染人群用）作为是目前为止世界上唯一完成 III 期人体临床试验的此类结核病疫苗，已经报产，纳入特殊审批程序和优先审评，公司的研发管线及产品储备日益丰富，为长远发展奠定了坚实的基础。

贝达药业：公司核心产品埃克替尼高增长仍有望持续，后续产品恩沙替尼有望年内获批，帕妥木单抗、CM082、贝伐单抗类似物等有望陆续获批，贡献新的业绩增量。

3.5. 关注低估值同时业绩逐步回升的医药商业板块

医药商业：商业板块柳药股份、国药股份、嘉事堂等企业陆续发布 2019 年中报，从中报情况看，商业板块企业表现相对优秀，业绩逐步企稳回升，现金流情况也逐步得到企稳好转。

2019 年企业融资环境进一步改善，财务费用有望逐步下降；同时随着“两票制”、“4+7”带量采购等政策的推行，行业集中度逐步提升，同时在合规、规范程度逐步提升的态势下，行业龙头效应将逐步增强。另一方面，医药流通企业估值相对较低，19 年大约在 13-14 倍，处于相对底部，未来随着行业集中的进一步提升，行业龙头企业配置价值将稳步提升。

建议关注区域龙头：柳药股份、国药股份、国药一致；全国龙头：九州通、上海医药、国药控股。

表 8：医药商业主要公司业绩

公司	中报营收（亿元）	中报归母净利润（亿元）	中报营收同比%	中报归母净利润同比%
柳药股份	71.97	3.56	30.47	39.35
国药股份	210.22	7.55	11.99	18.66
国药一致	252.28	6.51	21.42	1.42
九州通	484.29	7.43	14.09	38.46
上海医药	925.75	22.86	22.00	12.45
国药控股	2016.71	29.75	23.36	6.33

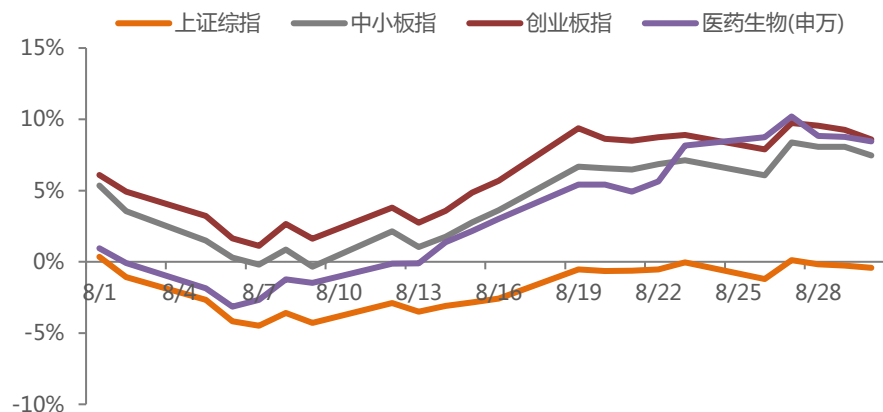
资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 行情回顾

4.1. 医药生物 8 月上涨，整体强于大盘

2019 年 8 月上证综指同比下跌 0.43%，报 2,886.24 点，中小板指上涨 7.46%，报 5,883.09 点，创业板指上涨 8.58%，报 1,610.90 点。医药生物指数上涨 8.46%，报 7,549.85 点，表现强于上证 8.89 个 pp，强于中小板 1.00 个 pp，弱于创业板 0.12 个 pp。

图 1：医药生物指数与其他指数涨跌幅比较

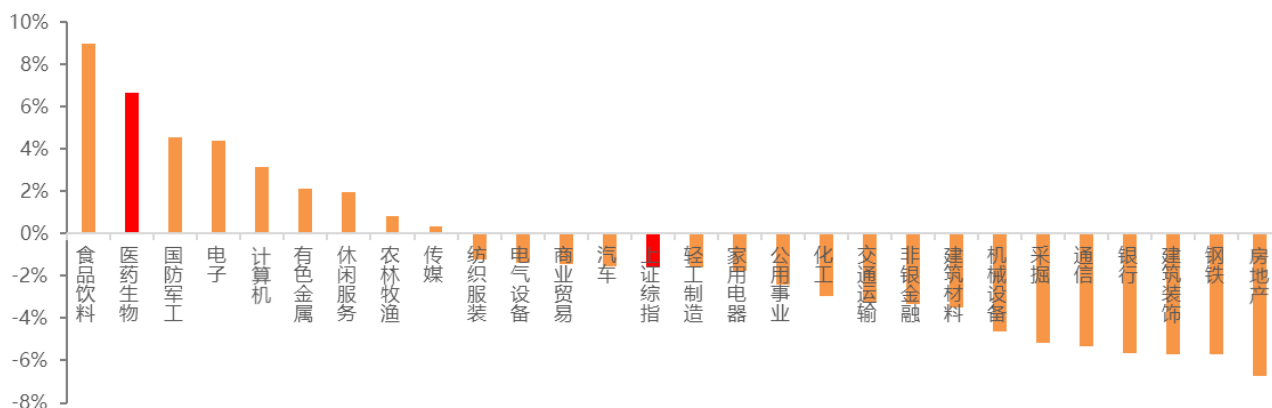


资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 申万子行业涨跌不一，医药生物上涨跌 6.65%排名全行业第 2 位

8 月申万 28 个子行业涨跌不一，食品饮料板块涨幅最高，上涨 8.99%，房地产跌幅最大，下跌 6.72%。6 月医药生物板上涨 6.65%，表现强于大盘 8.23 个 PP，排在申万一级行业第 2 位。

图 2：医药板块与其他板块月涨跌幅比较

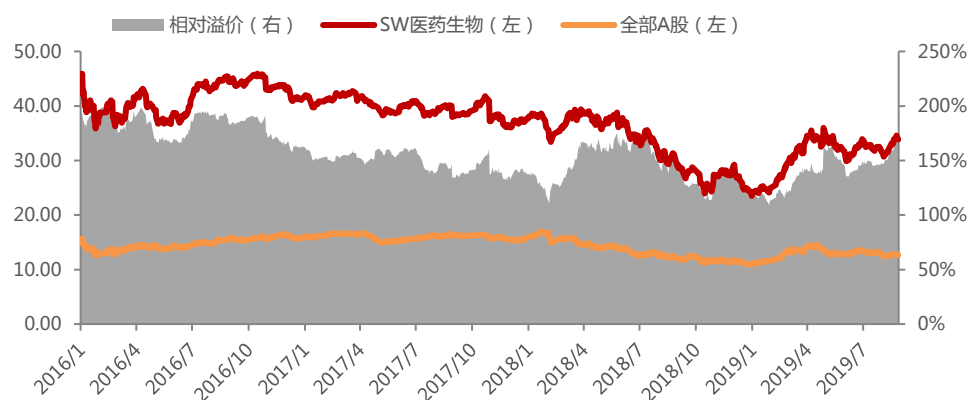


资料来源：Wind，天风证券研究所

4.3. 医药生物相对 A 股溢价率相较 7 月升至 168%

截至 8 月 30 日，全部 A 股估值为 12.65 倍，医药生物估值为 33.87 倍，相对 A 股溢价率升至 168%。进入 8 月以来，医药生物估值由 7 月末的 32.34 倍升至 33.87 倍，全部 A 股估值水平从 7 月末的 13.13 倍，降至 8 月末的 12.65 倍。整体来看，医药生物相对 A 股溢价率有所升高。

图 3：医药板块 PE 及相对 A 股溢价率（历史 TTM，整体法）

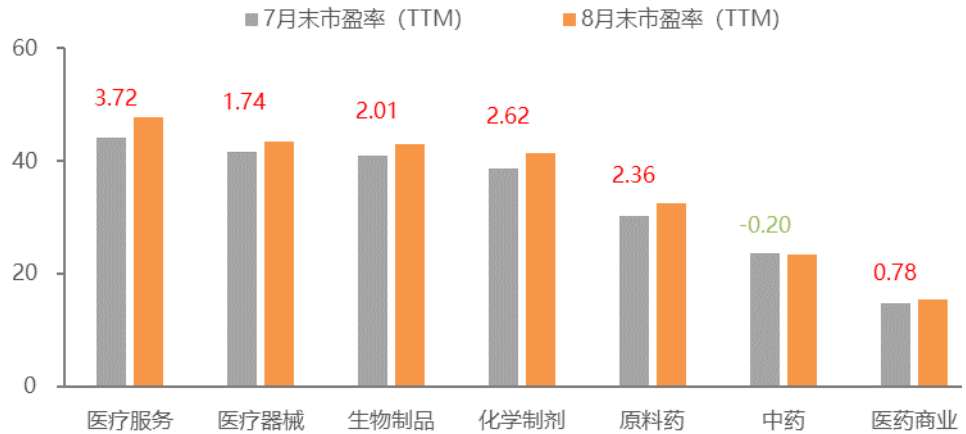


资料来源：Wind，天风证券研究所

4.4. 各板块估值除中药下跌，其他均有所上涨

医药生物整体估值为 33.87 倍。分子板块看，医疗服务 47.76 倍，医疗器械 43.34 倍，生物制品 42.95 倍，化学制剂 41.27 倍，原料药 32.50 倍，中药 23.27 倍，医药商业 15.45 倍。各子板块估值除中药下跌 0.20 外，其他均有所上涨，其中医疗服务板块涨幅最大，上涨 3.72 倍。

图 4：医药各板块 PE (TTM 整体法，剔除负值)

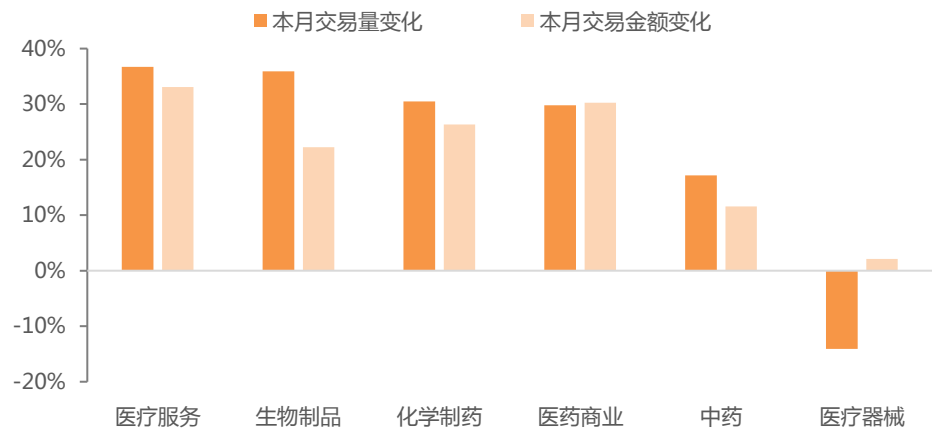


资料来源：Wind，天风证券研究所

4.5. 本月子板块交易量与交易额均有所下跌

8月交易时间为22天，和7月相同。7月医药其各子板块，除医疗器械交易量有所下跌外，其余板块交易量均有所上涨，医药各子板块交易金额全面上涨。其中医疗服务板块交易金额上涨幅度最大，较上月增长36.73%，交易额增长33.09%；医疗器械板块交易量减少14.08%，交易额增加2.12%。

图 5：医药各板块交易量及交易金额变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.6. 个股月度涨跌幅

表 9：个股区间涨幅前十（截止至 2019 年 8 月 30 日，剔除 2018 年上市新股）

代码	简称	1 周内 (%)	1 月内 (%)	6 月内 (%)	年内最高价(元)	年内最低价(元)	年初至今 (%)
600812.SH	华北制药	-0.99	83.94	77.51	9.48	3.92	101.4151
002750.SZ	龙津药业	-0.99	37.22	59.93	23.52	5.30	151.0753
603259.SH	药明康德	4.12	33.41	35.89	88.10	50.02	69.7975
603882.SH	金城医学	1.74	33.11	94.81	53.00	20.43	126.8986
300363.SZ	博腾股份	-7.18	30.47	36.58	16.18	7.40	53.4433
002317.SZ	众生药业	-1.78	27.45	21.91	11.77	7.56	33.0952
300725.SZ	药石科技	5.21	26.77	11.41	85.19	38.38	75.9912
600211.SH	西藏药业	-0.51	26.34	22.99	43.86	27.72	38.0975
603456.SH	九洲药业	1.45	26.32	45.48	11.57	6.00	81.5083
300702.SZ	天宇股份	-2.35	26.14	57.82	44.88	19.42	103.8083

资料来源：Wind 天风证券研究所

表 10: 个股区间跌幅前十 (截止至 2019 年 8 月 30 日, 剔除 2018 年上市新股)

代码	简称	1 周内 (%)	1 月内 (%)	6 月内 (%)	年内最高价(元)	年内最低价 (元)	年初至今 (%)
002370.SZ	亚太药业	-4.75	-26.61	-15.49	22.07	8.36	-39.8418
002412.SZ	汉森制药	-2.91	-22.45	10.75	13.50	8.15	19.5368
300401.SZ	花园生物	-1.53	-13.60	-8.26	21.65	11.05	7.6170
002422.SZ	科伦药业	-1.14	-11.73	16.73	33.50	18.99	38.3832
300273.SZ	和佳股份	-4.02	-11.62	-11.16	7.13	4.28	9.3102
300434.SZ	金石东方	-3.09	-9.82	-26.37	11.68	7.16	-13.7484
600851.SH	海欣股份	-3.43	-9.50	-17.63	9.40	6.20	-4.7302
600538.SH	国发股份	-5.13	-9.44	-1.77	6.45	3.96	17.6887
300108.SZ	吉药控股	-2.98	-9.34	-22.58	9.70	3.89	-8.0645
002728.SZ	特一药业	-1.57	-9.17	-0.79	18.67	12.15	20.5986

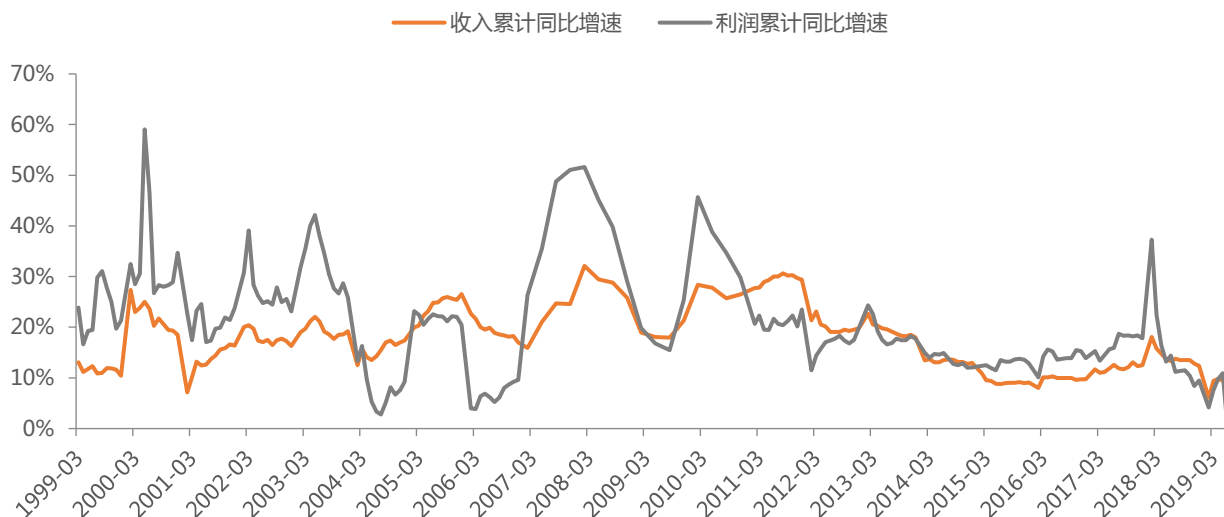
资料来源: Wind, 天风证券研究所

5. 医药制造业收入与利润

2018 年 1-12 月医药制造业累计收入同比增长 12.40% (2017 年 1-12 月同比增速为 12.50%), 利润总额累计同比增长 9.5% (2017 年 1-12 月同比增速为 17.80%)。2018 年医药制造业收入与利润总额的增速呈现前高后低的状态, 我们判断主要系 2018 年上半年原料药提价、流感因素以及“两票制”等因素导致“低开转高开后”2018 年下半年费用端提升所致。

2019 年 1-7 月医药制造业利润总额累计同比增长 9.30% (2018 年 1-7 月同比增长 11.20%), 2019 年 1-7 月医药制造业利润总额累计同比增速出现回落, 我们认为主要有两点原因: 1、2018 年 1-7 月医药制造业利润总额基数较大 (原因同上); 2、2019 年 1-7 月受到药品降价等政策影响, 医药制造业经营调整等导致利润端受到压缩。

图 6: 医药制造业收入累计同比增速与利润累计同比增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

6. 风险提示

市场震荡风险, 研发进展不及预期, 个别公司外延整合不及预期, 个别公司业绩不达预期、生产经营质量规范性风险等。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com