

# 医疗保健

## 星星之火，可以燎原

### 观点聚焦

#### 投资建议

2017年的医药行业依然受到招标降价的压力，但随着药审改革的推进，我们欣喜地看到高品质仿制药和创新药的审评也有明显的提速，正所谓“星星之火，可以燎原”，随着新产品的不断上市，国内医药行业将重新找到成长的轨迹，研发驱动的消费升级将再一次带动行业大发展。我们对行业下半年的情况持较为积极的观点，建议关注**创新药、优质仿制药、商业流通以及品牌中药**等享受政策红利的细分领域。

#### 理由

**研发驱动的消费升级将是未来医药行业最大机遇：**目前中国与海外用药结构差异巨大，国内用药结构存在巨大升级空间，药审改革的制度红利释放，将加速药品市场升级，研发带来的产品结构改变将是未来医药投资最核心的主题。**A股推荐标的：科伦药业、华东医药、丽珠集团、通化东宝、华海药业、乐普医疗。H股标的：推荐联邦制药、石药集团、三生制药。**

**商业流通领域的整合带来投资机会：**目前各省两票制政策符合预期，预计未来流通环节加价率逐渐透明。两票制推动的医药流通领域整合，以及降低医院药占比带来的处方外流将是医药商业最主要的投资机会。**推荐标的：上海医药 A/H、老百姓、华润医药。**

**品牌中药：**目前中医药行业发展上升为国家战略，促进中医药行业发展的行业政策频出，在医保药品终端加成取消的背景下，中药饮片依然能够享受加成，也将极大促进终端处方。我们认为品牌中药享受政策红利，同时规避行业降价风险，有望取得显著超额收益。**推荐标的：东阿阿胶、华润三九、康美药业。**

#### 盈利预测与估值

**医药板块估值已经是近几年较低水平。**截至2017年6月中旬，以历史TTM、整体法、剔除负值统计口径的医药板块市盈率约39.25倍，高于沪深300市盈率13.08倍（+200%）。我们认为板块进一步大幅下降的可能性不大，顶层制度改革将带来板块分化，需要充分挖掘内部结构性的机会。

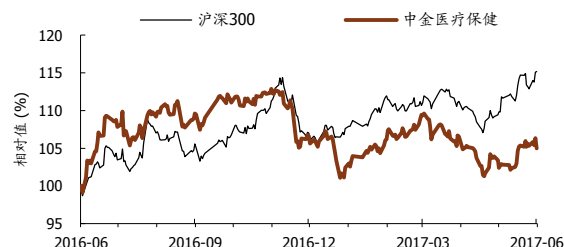
#### 风险

医保控费对药品形成降价压力。

股票名称	评级	目标价格	P/E (x)	
			2017E	2018E
科伦药业-A	推荐	20.00	34.2	27.1
华东医药-A	推荐	110.00	13.4	10.7
丽珠集团-A	推荐	75.47	29.2	24.8
通化东宝-A	推荐	22.00	38.0	29.6
华海药业-A	推荐	27.00	34.3	26.4
华润三九-A	推荐	35.00	22.2	19.6
东阿阿胶-A	推荐	80.00	21.3	18.0
老百姓-A	推荐	61.00	33.8	27.6
康美药业-A	推荐	26.00	26.7	22.3
联邦制药-H	推荐	6.30	17.6	14.4
石药集团-H	推荐	13.90	26.6	20.8
三生制药-H	推荐	12.50	25.9	21.4
上海医药-H	推荐	25.70	14.5	12.9
华润医药-H	推荐	10.89	16.8	14.8

中金一级行业

医疗保健



相关研究报告

- 同仁堂科技-H | 短期需关注驴皮价格上升和折旧压力，长期看好持续增长 (2017.06.23)
- 三生制药-H | 期待2017年下半年的更好表现 (2017.06.23)
- 联邦制药-H | 下半年胰岛素销售有望提升 (2017.06.23)
- 石药集团-H | 开足马力，全速前进 (2017.06.22)
- 广东省放开中药配方颗粒试点，行业再迎利好 (2017.06.20)
- CFDA加入ICH，利好国产优质仿制药与创新药 (2017.06.20)

资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

#### 强静, CFA

分析师

jing.qiang@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080512070005

SFC CE Ref: AWU229

#### 邹朋

分析师

peng.zou@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080513090001

SFC CE Ref: BCC313

#### 俞波

联系人

bo3.yu@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080117040005

SFC CE Ref: BJC515

#### 屠炜颖

分析师

weiyi.tu@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080516040001

SFC CE Ref: BHM709

#### 张璘

分析师

jin.zhang@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080517040001

SFC CE Ref: BHM689

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

“慧博资讯”是中国领先的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>



## 目录

<b>存量业务承压，改革红利释放，总体趋势逐步好转 .....</b>	<b>4</b>
存量业务承压，仿制药招标降价压力较大 .....	4
改革红利逐步释放，新药获批加速 .....	6
行业估值回归合理区间，总体趋势逐步好转 .....	6
<b>研发驱动的产品线升级是行业核心逻辑 .....</b>	<b>10</b>
药审提速，选择“真创新”，摒弃“伪创新” .....	10
中国与全球用药结构存在巨大差异 .....	11
国内新药研发进程提速 .....	12
<b>医药流通：两票制重构商业生态，龙头厚积薄发 .....</b>	<b>16</b>
行业趋缓成新常态，流通进入微利时代 .....	16
国家级两票制落地，流通行业整合将加速 .....	16
各地政策出台速度符合预期，向“国家级”方案看齐 .....	18
<b>中药品牌消费的崛起 .....</b>	<b>21</b>
中药占据零售药店市场重要一席 .....	21
中药零售市场消费属性产品独占龙头 .....	21
品牌企业具有强定价权 .....	23
<b>投资建议 .....</b>	<b>25</b>
推荐标的及理由 .....	25
盈利预测与估值 .....	25



## 图表

图表 1: A 股医保相关医药板块市值结构 (百万元人民币, 2017/5/31)	4
图表 2: A 股医保相关医药板块收入结构 (百万元人民币, 2017/3/31)	4
图表 3: 广东、福建、江苏等省份部分药品价格变化	5
图表 4: 十九次优先审评药品品种数量	6
图表 5: 优先审评事项分类	6
图表 6: 医药及细分行业与沪深 300 指数估值比较 (历史 TTM, 剔除负值, 整体法)	7
图表 7: 医药制造业累计收入及增速	8
图表 8: 中成药制造业累计收入及增速	8
图表 9: 港股医药板块 TTM P/E 倍数	8
图表 10: 港股医药板块股价回报率 (2017YTD)	9
图表 11: 港股医药板块股价回报率 (2016)	9
图表 12: 2015~2016 年 CDE 化药批件审评速度提升明显	10
图表 13: 2015~2016 年 CDE 化药批件审评以验证性临床与 ANDA 为主	11
图表 14: 2015~2016 年全球畅销药物 Top20	11
图表 15: 2015 年中国畅销药物 Top20	12
图表 16: 国内代表创新药企研发产品线——百济神州、恒瑞医药、信达生物	13
图表 17: 国内代表创新药企研发产品线——复宏汉霖、贝达药业	14
图表 18: 5 家港股医药公司新药研发管线 (1 类化药和生物药)	15
图表 19: 2006~2016 年药品流通市场销售规模以及增速	16
图表 20: 2011~2016 年药品流通直报企业收入及增速	16
图表 21: 2011~2016 年药品流通直报企业利润水平	16
图表 22: 国家层面政策	17
图表 23: 两票制示意图	17
图表 24: 以三明模式为例医药流通链条改革前后对比	18
图表 25: 11 个试点省市药品市场份额 (2015 年)	19
图表 26: 中国和美国分销市场对比 (2015)	19
图表 27: 2011~2015 年药品批发企业个数	19
图表 28: 2015~2016 年 B2B 市场和 B2C 市场占比	20
图表 29: 2016 年零售药店市场结构图 (单位: 亿元)	21
图表 30: 2014~2016 年零售市场中成药 OTC 领域 TOP10 产品 (单位: 亿元)	22
图表 31: 2014~2016 年零售市场中成药 Rx 领域 TOP10 产品 (单位: 亿元)	22
图表 32: 东阿阿胶 2011 年至今历史提价图 (对应股价收益率)	23
图表 33: 片仔癀 2011 年至今历史提价图 (对应股价收益率)	24
图表 34: A 股可比公司估值表	26
图表 35: 港股可比公司估值表	27

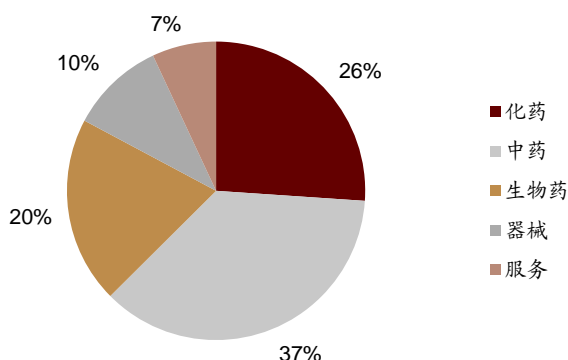


## 存量业务承压，改革红利释放，总体趋势逐步好转

### 存量业务承压，仿制药招标降价压力较大

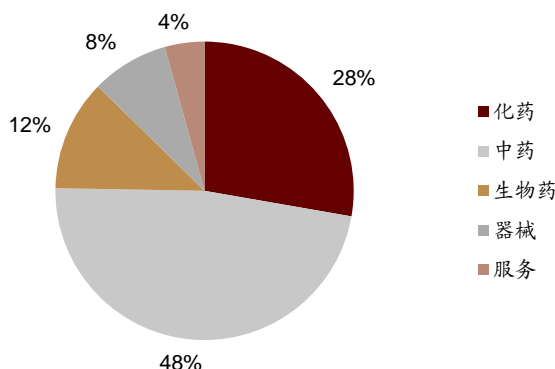
2017 年上半年国内医药行业仍面临一定医保控费压力，特别是药品板块首当其冲。以仿制药为代表国内医药存量板块短期占比较大，未来很长一段时间内将面临较大的降价压力。剔除医药板块与医保关联度相对较小的原料药与商业板块，截至 2017 年 5 月 A 股医药板块上市公司中化药、中药、生物药等占医药板块总市值的 83%，收入占医药板的 88%。

图表 1: A 股医保相关医药板块市值结构  
(百万元人民币, 2017/5/31)



资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：剔除原料药、商业板块

图表 2: A 股医保相关医药板块收入结构  
(百万元人民币, 2017/3/31)



资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：剔除原料药、商业板块

2017 年上半年随着广东、福建、江苏等省份招标政策的落地，国内招标政策进一步清晰。类似于福建医保支付价、最高限价等价格线将会对未来制药行业药品定价起到决定性作用，具体到个别公司与品种，也有着一些较为鲜明的特点。

**首先，竞争品种较多的仿制药承受价格压力较大。**从广东和福建中标的情况来看，竞争品种相对较多的仿制药降价幅度较大，而竞争品种相对较少的品种则较好的维护了价格体系。政府“限存量、保增量”的思路较为清晰。

**其次，优质品种受到政府的鼓励。**福建推出医保支付价，原研、FDA 认证且欧美有售的仿制药、通过一致性评价的品种，以及部分独家品种在福建纳入非竞争品种，体现了医保对于优质品种的鼓励，未来此类品种受到医保控费影响相对较小。

**最后，鼓励进口替代。**进口原研药的医保支付价较原先中标价格显著降低，伴随着国内药品一致性评价进程的推进，国产药中的优质佼佼者崛起，外资企业将面临降价或者放弃部分市场的选择。医保支付价的推广将利好进口替代。



图表 3：广东、福建、江苏等省份部分药品价格变化。

公司	药品	规格	2017/6/13	2017/4/19	2017/3/6		2017/3/2	2016/9/2	2017/2/15	2017/2/13	2016/12/28	2017年2月
			安徽医保支付价	江苏报价	福建采购最高限价	福建医保支付结算价	广东	广东	上海	重庆	四川	历史全国最低价
恒瑞医药	多西他赛	60mg	652.96	652.96			730.77		750.39	979.57	886.40	653.00
		20mg	323.00	320.00	320	140.724			373.47	422.46	337.00	323.00
	对比进口：赛诺菲	20mg		1449.06	1448.91	140.72	-	-		1527.00	1511.20	1449.00
	对比国产：齐鲁	40mg	328.00	263.70			-	-		346.28		263.70
	对比国产：北京协和	20mg		311.42	93.82	93.82	-	-	201.5	400.9	365.61	311.40
恒瑞医药	奥沙利铂	100mg	379.00	373.84	62.13	62.13			436.11	451.88	379.19	373.84
		50mg	179.88	179.90						265.81	209.86	179.88
恒瑞医药	碘佛醇	20ml	50.67	50.67								50.67
		50ml	116.35	116.40	116.30	81.41						116.40
		100ml, 35g(l)	248.92		236.3	165.41						-
恒瑞医药	右美托咪定	2ml	136.56	136.60						168.86	136.56	136.60
		对比国产：四川国瑞	2ml	115	115					165.01		115.00
华东医药	阿卡波糖	50mg	1.37	1.37	1.33	1.33	1.36	1.36		1.53	1.41	1.37
		对比进口：拜耳	50mg	2.06	2.06	1.65	-	-	2.12	2.14	2.10	2.06
	对比国产：绿叶	50mg	1.38	1.37	1.33	1.33	1.41	1.41		1.45	1.41	1.37
		500mg		1.55						1.57	1.55	1.55
信立泰	氯吡格雷	25mg	3.26	3.26	8.36	8.36			8.79	3.78	3.48	3.26
		75mg	8.62	8.62			7.61			9.10	8.87	8.62
乐普医疗	氯吡格雷	25mg		2.21	2.79	2.79	2.63	2.87	2.92	3.32		2.73
		对比进口：赛诺菲	25mg		n.a.	n.a.	-	-				-
	氯吡格雷	75mg		6.60	8.36	8.36	6.10	7.39		7.81	7.04	6.50
	对比进口：赛诺菲	75mg		15.47	15.46	10.82	-	-		17.02	16.42	15.47
华润三九	参麦注射液	每瓶装100ml		60.00	日均 26.34	日均 13.17						60.00
		对比国产：神威		73.74	日均 26.34	日均 13.17	-	-		87.20	82.27	73.74
	对比国产：青春宝	每瓶装50ml	60.19	114.00	日均 26.34	日均 13.17	-	-	117.00	123.34		114.00
					26.34	13.17						
	参麦注射液	每瓶装50ml	27.90	27.90			17.98	17.98		28.58	29.37	23.48
		每瓶装20ml							7.56	8.73		
翰宇药业	去氨加压素	1ml:4μg		21.18			19.92			25.32	22.12	21.18
		对比国产：中和	1ml:4μg	17.00	17.00							17.00
	对比国产：中和	1ml:15μg	57.43	52.20	53.22	53.22		63.46				52.20
		1ml:15μg		52.06	53.22	53.22	50.66	-	59.19	69.65	57.26	52.06
翰宇药业	缩宫素	10单位		22.95	15.40	15.40	22.95			22.95		22.95
		对比国产：新百	10单位	26.60	15.40	15.40	-	-				31.88
甘李药业	赖脯胰岛素	300IU	67.50	67.50	67.50	54.00	67.66			66.17	64.28	
		对比进口：礼来苏州		82.00	70.37	70.34	56.27	70.74	-	74.08	72.79	70.37
甘李药业	甘精胰岛素	300IU	145.50	145.50	144.50	144.50	145.65			154.78	149.18	
		对比进口：赛诺菲	163.10	163.10	184.60	147.68	185.78	-	172.90	173.00	200.97	163.10
	对比国产：联邦制药				144.50	144.50	-	-				-
通化东宝	人胰岛素	3ml:300iu		44.72	44.92	44.92				44.18	45.47	44.00
		对比进口：礼来		49.11	49.11	39.29	-	-			51.26	49.21
	对比进口：诺和诺德			50.83	50.83	40.66	-	64.39		56.00	52.66	50.83
		对比国产：联邦制药		42.67	44.92	44.92	42.67	42.67	42.75		43.68	42.80
	预混胰岛素，30R	3ml:300iu		43.20	46.95	46.95				47.60	45.32	44.71
		对比进口：诺和诺德，30R		50.96	49.43	39.54	-	-		56.00	52.59	49.43
	对比国产：联邦制药，30R			42.71	46.95	46.95	42.72	42.71		46.66	43.74	42.71
		预混胰岛素，50R			45.58	45.58					50.75	-
	对比进口：诺和诺德，50R			50.96	50.96	40.77	51.61	53.90		56.00	52.91	50.96
		对比国产：联邦制药，50R		42.30	45.58	45.58	42.45	43.68		47.13	42.76	42.30
华海药业	厄贝沙坦氢氯噻嗪	3ml:300iu	52.40	53.30	53.30	42.64					53.30	53.30
		厄贝沙坦氢氯噻嗪6.25mg	1.30	1.30	1.30	1.30	1.31	1.34		1.64	1.37	1.30
	对比进口：赛诺菲		2.09	2.09	2.09	1.67	-	-		2.33	2.26	-
		对比国产：天晴	1.27	1.27	1.22	1.22	-	-		1.34	1.34	-
	氯沙坦钾	100mg	3.71	3.71	3.71	3.71	3.64	3.74	4.85		5.11	3.71
		对比进口：默沙东		6.96	10.70	8.56	-	-		7.04	7.07	6.96
	对比国产：万生、东乐、科瑞			5.31-6.43	3.66	3.66	-	3.60	4.55	7.57		-
		帕罗西汀	20mg	3.39	3.19	3.61	2.53	3.29	3.82	4.37	3.85	3.19
	对比进口：中美史克			8.55	7.69	3.61	-	-		9.48	8.92	8.55
		对比国产：万生、尖峰		3.25	3.25-3.35	3.17	3.17	3.48	3.05	3.25	3.61	3.25

资料来源：广东、福建、江苏等各省招标信息网，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明





### 改革红利逐步释放，新药获批加速

自 2015 年下半年起国务院、发改委、CFDA、CDE 等多部委政策频出。希望通过顶层设计的变革，调整医保支付用药结构。仿制药招标降价，削减一般仿制药医保开支，将资源更多地向临床急需用药、重大病域创新药方面倾斜。**2017 年以来政策进一步推进，改革红利逐步释放，新药获批逐步加速。**

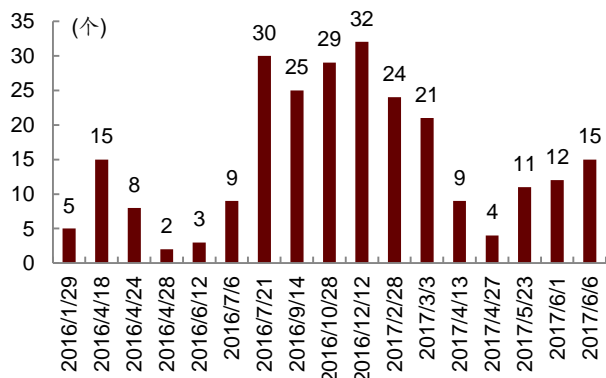
3 月 17 日，CFDA 发布《国家食品药品监督管理总局关于调整进口药品注册管理有关事项的决定（征求意见稿）》，就**进口药品注册方面进行调整**。政策旨在鼓励境外新药在国内外同时开展临床，加速世界范围内新药在国内的上市。对于创新药，一方面海外创新药国内外同时临床后，竞争压力加剧；另一方面以国际多中心临床标准进行临床试验后也有助于国产创新药的海外制剂出口。对于仿制药，目前政策只提及满足相应条件后的在华注册申请，需满足《药品注册管理办法》及相关文件，具体细节尚未明确。仍然需观察支付端的改革进程。

5 月 11 日，CFDA 关于药审改革出三个征求意见稿，分别就**临床试验管理、药品医疗器械全生命周期管理、新药医疗器械上市审评审批提速**等方面推动改革进程；12 日又发布关于保护创新者权益的征求意见稿。临床资格认定改为备案制有利于解决国内临床基地不足问题，CRO 企业产能瓶颈得以解决；境外临床试验数据，欧、美、日获准上市仿制药的 BE 试验数据，满足注册与现场检查后可用于国内仿制药注册；上市许可人制度推广，新药医疗器械审批加速等其他正常对 CMO 及国内创新药发展有较为积极的意义。

6 月 9 日 CFADA 发布《仿制药质量和疗效一致性评价受理审查指南（需一致性评价品种）（征求意见稿）》《仿制药质量和疗效一致性评价受理审查指南（境内共线生产并在欧美日上市品种）（征求意见稿）》。在征求意见稿中，明确了一致性评价的受理时限，明确了参比剂，以及制剂出口品种的一致性评价流程。**进一步加大大一致性评价基地供给。**

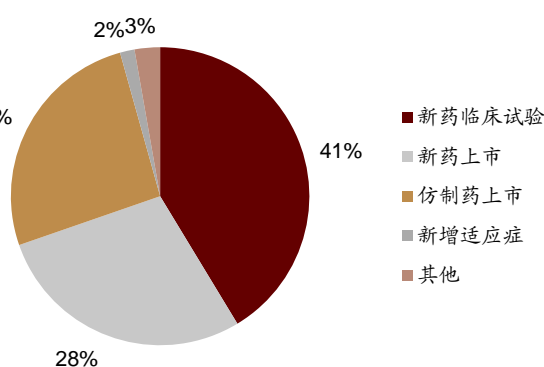
优先审批方面，截至 2017 年 6 月 6 日，CFDA 公告拟纳入优先审评药品共 19 批，涉及药品 254 个，在肝炎、肿瘤、儿科用药等重大疾病领域、罕见病领域对优秀药品均有支持。申请事项方面，新药临床试验申请占比 41%，新药上市申请事项占比 28%。**优先审评在国内稀缺新药方面给予非常大的支持。**

图表 4：十九次优先审评药品品种数量



资料来源：CFDA，中金公司研究部

图表 5：优先审评事项分类



资料来源：CFDA，中金公司研究部

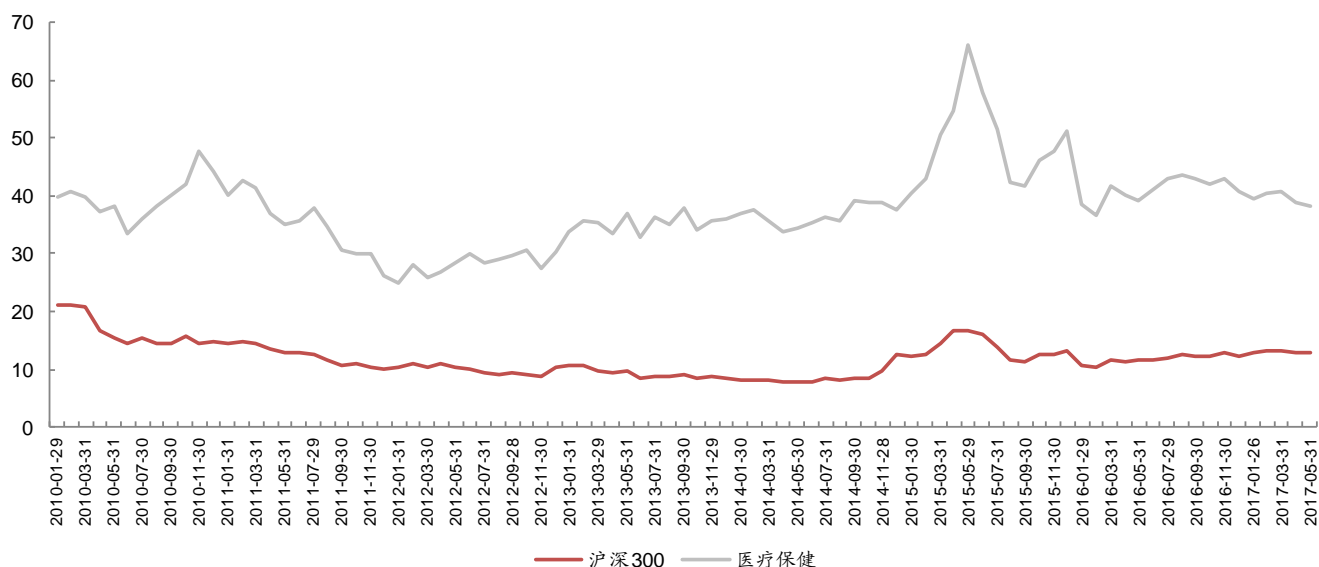
### 行业估值回归合理区间，总体趋势逐步好转

**2017 年上半年 A 股行业估值逐步回归到合理区间。**以历史 TMM，剔除负值，整体法测算周估值变化，发现 2017 年 5-6 月医疗保健板块相对于沪深 300 指数估值已出现明显企稳的迹象。5 月底医疗保健行业整体估值水平相对于沪深 300 溢价约 193%。期间化学药受到一致性评价、医药招标等政策影响，估值有明显的下降，相对于沪深 300 从原有的溢价 280%左右，降至 200%左右，同样的在 5-6 月也出现明显的企稳。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



图表 6：医药及细分行业与沪深 300 指数估值比较（历史 TTM，剔除负值，整体法）



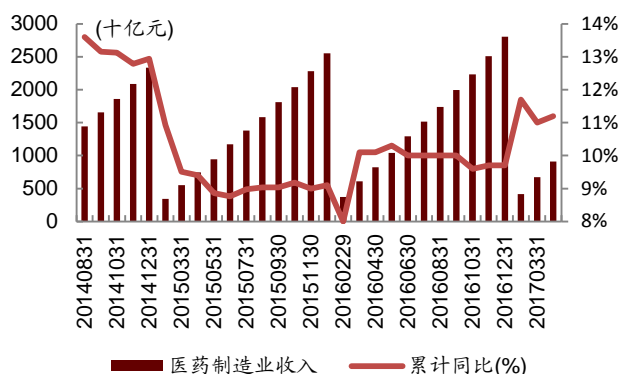
估值	2017/5/31	2016/12/30	2015/12/31	2014/12/31	2013/12/31	2012/12/31	2011/12/30
沪深300	13.02	12.37	13.21	12.41	8.43	10.19	10.07
医疗保健	38.28	40.67	51.09	37.61	36.14	30.45	26.06
化药	38.54	43.1	57.83	39.23	34.91	29.95	22.83
中药	32.49	32.93	37.56	31.15	33.04	31.24	27.08
生物药	49.37	50.94	63.91	49.1	42.74	33.86	29.58
商业	28.76	30.46	38.03	30.65	27.68	22.41	21.16
器械	54.08	61.53	81.23	48.13	50.08	30.01	33.47
服务	71.99	65.84	131.61	89.03	90.47	60.84	70.48
相对沪深300溢价	2017/5/31	2016/12/30	2015/12/31	2014/12/31	2013/12/31	2012/12/31	2011/12/30
医疗保健	1.93	2.21	2.84	1.86	1.77	1.44	1.11
化药	1.95	2.40	3.34	1.99	1.67	1.40	0.85
中药	1.48	1.60	1.82	1.37	1.53	1.50	1.19
生物药	2.77	3.02	3.80	2.74	2.27	1.71	1.39
商业	1.20	1.41	1.86	1.33	1.12	0.79	0.71
器械	3.13	3.86	5.10	2.66	2.83	1.40	1.71
服务	4.50	4.20	8.88	5.78	5.92	3.87	4.70

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

**2017 年上半年医药制造业收入增速趋势向好。**2017 年医药制造工业收入增速开始回升，1-4 月收入累计 9124 亿元，同比增长 11.20%；相比之下中成药制造工业受控费影响相对较大，1-4 月累计收入 4867 亿元，同比增长下降至 6.07%。剔除中成药影响，预计 1-4 月医药化药、生物药等收入增长在 15%左右。

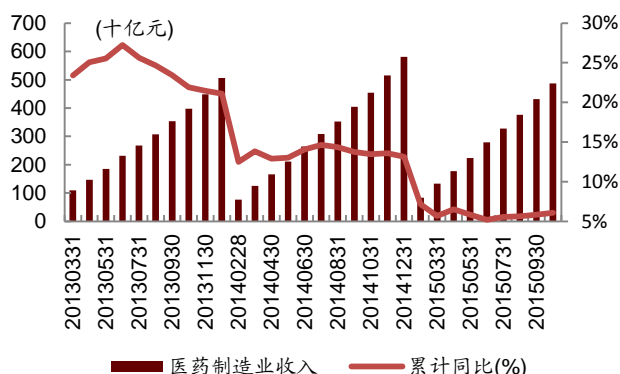


图表 7：医药制造业累计收入及增速



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

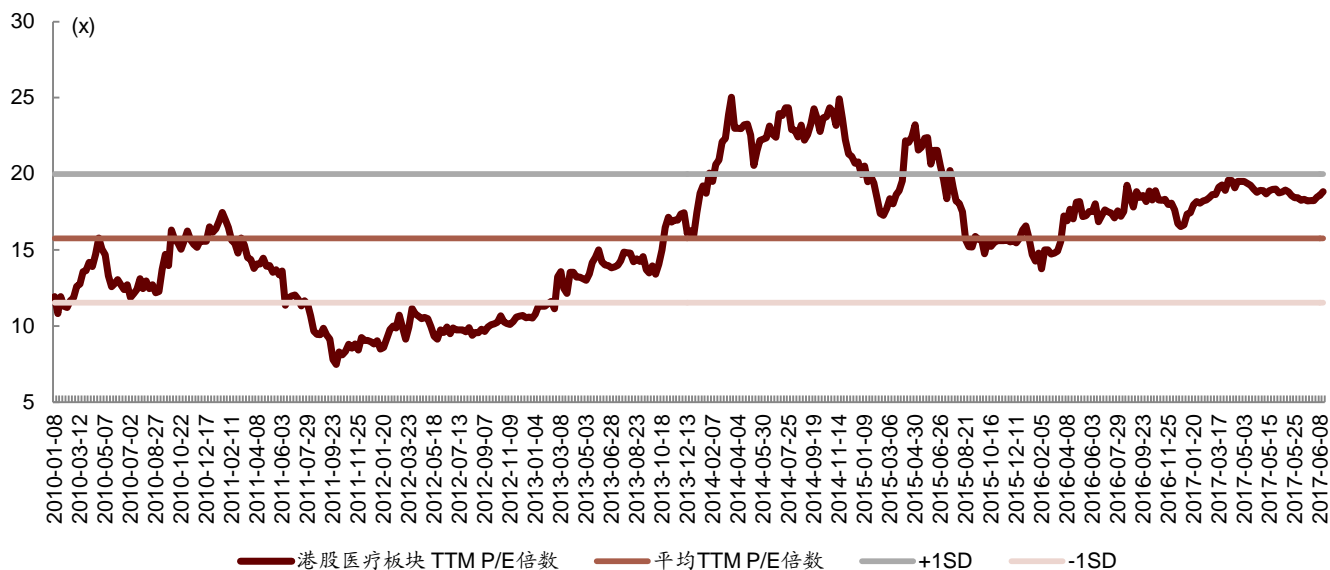
图表 8：中成药制造业累计收入及增速



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

港股方面，最近 12 个月（TTM）的 P/E 倍数港股医药板块目前为 18.9 倍，短期高于过去 7 年平均的 15.8 倍，2017 年年初至今港股医药板块出现一定的提振，主要原因：1）南下资金带来整体港股板块估值提升；2）龙头企业作为首选带来的板块估值提升明显。下半年我们认为这一趋势仍将延续，依然看好港股医药板块表现。

图表 9：港股医药板块 TTM P/E 倍数



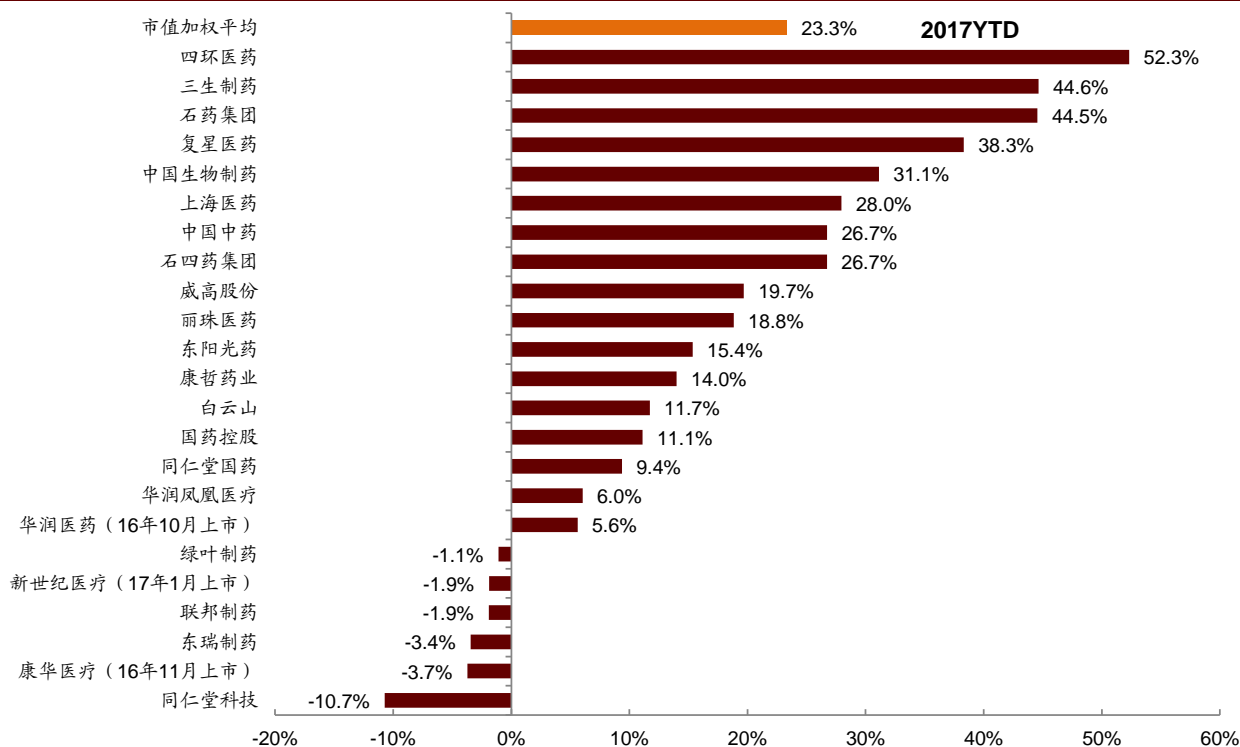
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

2017 年至今，港股医药板块表现优异，得益于龙头企业的强势表现。我们统计的 23 家港股医药公司总体回报率为 23.35%（市值加权平均），相比 2016 年全年的 -2.19% 大幅提高。23 家公司中，2017 年至今正回报的有 17 家，负回报 6 家；2016 年全年分别为 12 家和 10 家（新世纪医疗 2016 年末上市）。2017 年至今，涨幅前五的港股医药公司为四环医药（52.31%）、三生制药（44.64%）、石药集团（44.54%）、复星医药（38.32%）、以及中国生物制药（31.14%）。



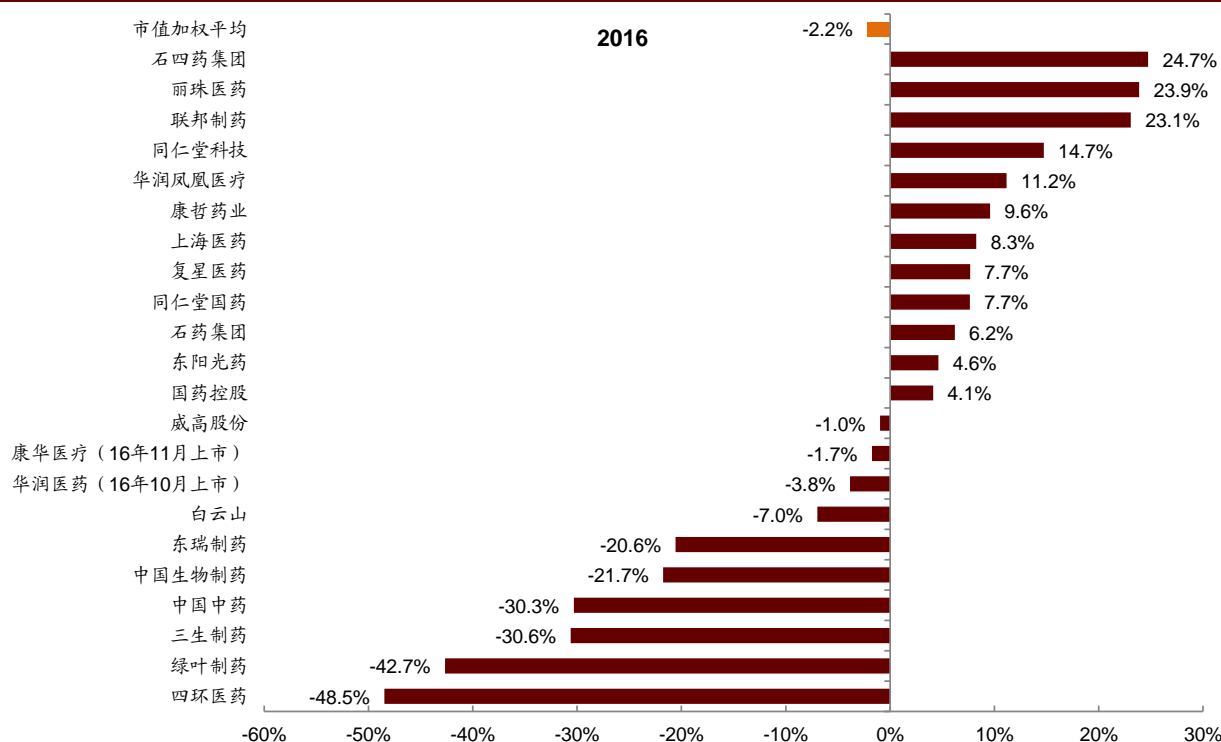


图表 10：港股医药板块股价回报率（2017YTD）



资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：对于 2015 年 12 月 31 日之后上市的公司，发行当年的股价回报率计算基数为发行当日开盘价。

图表 11：港股医药板块股价回报率（2016）



资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：对于 2015 年 12 月 31 日之后上市的公司，发行当年的股价回报率计算基数为发行当日开盘价。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

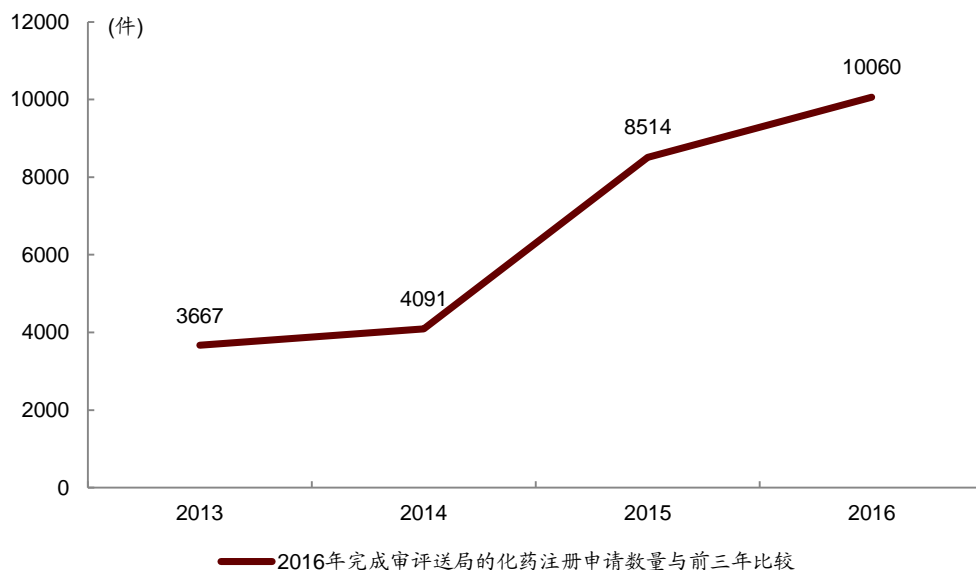


## 研发驱动的产品线升级是行业核心逻辑

### 药审提速，选择“真创新”，摒弃“伪创新”

自 2015 年 722 临床数据自查风暴以来，随着 CFDA 对药品审评流程的改革，配套流程与规则不断优化，CDE 对药品申请批件审评进程提速。2013 年 CDE 每年仅完成 3667 件化药批件审评，至 2016 年底当年完成 10060 件。临床申请难度有所放松，报生产数据审核趋严，未来药品审批正逐步由“严进宽出”向“宽进严出”转变。

图表 12：2015~2016 年 CDE 化药批件审评速度提升明显

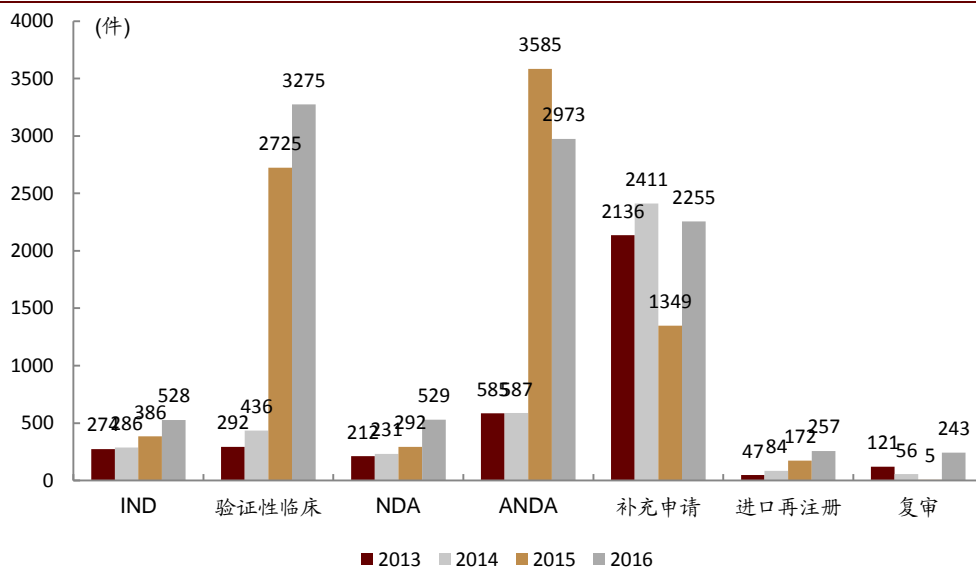


资料来源：CDE，中金公司研究部

从申请件获批分类看，验证性临床与 ANDA 批件申请获批进展最快，预示着未来海外已上市药品国内上市进程提速，仿制药在国内申报进程提速，IND 及 NDA 审批剔除制度变化因素每年批件获批数量相对有限。预计未来以改变剂型、酸根、碱基等方式获得老 3 类或老 4 类“伪新药”上市的时代已然过去，真正依靠核心分子等“真创新”时代即将到来。



图表 13: 2015~2016 年 CDE 化药批件审评以验证性临床与 ANDA 为主



资料来源: CDE, 中金公司研究部

## 中国与全球用药结构存在巨大差异

全球畅销药物以疗效突出的专利药物为主。2016 年全球最畅销药物 Top20 中, 有超过一半为生物药(单抗、融合蛋白等), 治疗领域主要包括抗肿瘤、自身免疫性疾病、糖尿病、肝病用药等。主要生产企业为艾伯维、吉利德、强生、默沙东、辉瑞、安进等国际制药巨头为主。其中治疗自身免疫性疾病的 TNF- $\alpha$  类抑制剂阿达木单抗、依那西普、英夫利西单抗三者 2016 年全球销售合计超过 300 亿美元。

图表 14: 2015~2016 年全球畅销药物 Top20

Top	药物	中文通用名	公司	销售额 (亿美元)	
				2015	2016
1	Humira	阿达木单抗	艾伯维/Esai	143	161
2	Harvoni	索非布韦/雷迪帕韦	吉利德	139	90
3	Enbrel	依那西普	安进/辉瑞	87	89
4	Remicade	英夫利西单抗	强生/默沙东/三菱田边	89	87
5	Rituxan	利妥昔单抗	罗氏/Chugai	71	73
6	Revlimid	来那度胺	Celgene	58	70
7	Avastin	贝伐珠单抗	罗氏/Chugai	73	68
8	Herceptin	曲妥珠单抗	罗氏/Chugai	66	68
9	Pprevnar	白喉 CRM197 蛋白	辉瑞	62	57
10	Lantus	甘精胰岛素	赛诺菲	72	52
11	Eylea	阿柏西普	拜耳/Regeneron	41	51
12	Xarelto	利伐沙班	强生/拜耳	42	50
13	Lyrica	普加巴林	辉瑞	48	50
14	Neulasta	PEG-非格司亭	安进	47	46
15	Solvadi	索非布韦	吉利德	53	42
16	Seretide/Advair	丙酸氟替卡松/沙美特罗	GSK	41	40
17	Copaxone	醋酸格拉替雷	Teva	40	40
18	Tecfidera	富马酸二甲酯	Biogen	36	40
19	Januvia	西格列汀	默沙东	39	39
20	Opdivo	纳武单抗	BMS/Ono	10	38

资料来源: 公司年报, Bloomberg, 中金公司研究部

中国最畅销药物以大输液、专科药以及中药注射剂为主。2015 年中国最畅销药物为氯化钠注射液, 销售额达 143 亿元, Top20 中共有 6 个大输液用药, 销售总额超过 410 亿元。从治疗领域来看, 主要包括心脑血管用药、消化道、糖尿病、抗感染等。此外中药注射剂血栓通、丹红、血塞通三者总销售额超过 170 亿元。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



图表 15: 2015 年中国畅销药物 Top20

Top	药物	2015年销售额（亿元）	2015年增长率
1	氯化钠注射液	143	6%
2	硫酸氢氯吡格雷片	87	13%
3	注射用泮托拉唑钠	82	15%
4	阿托伐他汀钙片	77	18%
5	葡萄糖注射液	76	6%
6	注射用奥美拉唑钠	74	13%
7	单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液	71	18%
8	注射用血栓通（冻干）	69	-4%
9	前列地尔注射液	68	12%
10	人血白蛋白	67	26%
11	注射用帕拉西林钠他唑巴坦钠	61	-3%
12	注射用磷酸肌酸钠	59	11%
13	注射用兰索拉唑	54	13%
14	阿卡波糖片	53	14%
15	注射用头孢西丁钠	52	-1%
16	丹红注射液	52	15%
17	注射用头孢呋辛钠	51	-16%
18	注射用血塞通（冻干）	51	4%
19	注射用头孢唑肟钠	49	10%
20	注射用头孢他啶	48	18%

资料来源：南方所，中金公司研究部

### 国内新药研发进程提速

根据 2017 中国医疗健康产业投资大会国内众多优质创新药研发企业公布的最新研发进展来看，目前国内的创新多以已知靶点的“me too”或者“me better”为主。多个在研新药均已进入临床后阶段，国内新药有望在 2018~2019 年起加快步伐进入市场，以 PD-1 单抗为例，目前恒瑞医药进度国内领先率先进入 III 期临床，君实生物、百济神州、信达生物则紧随其后，均进入 II 期临床。我们梳理了以百济神州、恒瑞医药、复宏汉霖、信达生物和贝达药业为代表的国内创新药企业的产品线。



图表 16：国内代表创新药企研发产品线——百济神州、恒瑞医药、信达生物

百济神州				
药物	靶点	治疗领域	目前进度	备注
BGB-3111	BTK	CLL、SLL、MCL 华氏巨球蛋白血症	注册性试验：II 期 临床 III 期	中国，2017.3 启动 全球，2017.1 启动
BGB-A317	PD-1	cHL cHL 晚期实体瘤	注册性试验：II 期 剂量递增 临床 I 期 招募患者中	中国 全球 中国
BGB-290	PARP	卵巢癌、乳腺癌和前列腺癌等	剂量确认/扩展 患者入组中	
BGB-283	RAF 二聚体	KRAS、NRAS 或 BRAF 突变实体瘤	剂量确认/扩展 患者入组中	
BGB-3111 + Gazyva	BTK + CD20		剂量扩增	外部组合
BGB-A317 + BGB290	PD-1 + PARP		剂量扩增	内部组合
BGB-A317 + BGB-3111	PD-1 + BTK		剂量递增	内部组合
恒瑞医药				
药物	靶点	治疗领域	目前进度	备注
阿帕替尼	VEGFR2	胃癌 HCC/NSCLC	已上市 临床 III 期	小分子药物
艾瑞昔布	COX-2	骨性关节炎	已上市	小分子药物
Mecapegfilgrastim	PEG G-CSF	中性粒细胞减少症	NDA	大分子药物
瑞格列汀	DPP-4	II 型糖尿病	临床 III 期	小分子药物，I 期试验也在美国开展
吡咯替尼	EGFR/Her2	乳腺癌 NSCLC	临床 III 期 临床 II 期	小分子药物，I 期试验也在美国开展
Camrelizumab	PD-1	癌症	临床 II 期	大分子药物，Incyte 持有在全球（除中国大陆和港澳台）开发和商业化权利
SHR3824	SGLT2	II 型糖尿病	临床 II 期	小分子药物
Hetrombopag	TPRO	ITP	临床 II 期	小分子药物，I 期试验也在美国开展
SHR3680	AR	前列腺癌	临床 II 期	小分子药物，I 期试验也在澳大利亚开展
HR7056		麻醉	临床 II 期	小分子药物
SHR4640	URAT1	痛风	临床 II 期	小分子药物，I 期试验也在澳大利亚开展
SHR-1314	IL-17	银屑病	临床 I 期	大分子药物，I 期试验也在澳大利亚开展
SHR-A1201	Herceptin ADC	HER2 + 乳腺癌	临床 I 期	大分子药物
SHR-1316	PD-L1	癌症	临床 I 期	大分子药物，I 期试验也在澳大利亚开展
SHR-A1403	cMet ADC	HCC/GC/NSCLC	临床 I 期	大分子药物，I 期试验也在美国开展
SHR-1309	HER2	癌症	临床 I 期	大分子药物
SHR-2042	GLP-1	II 型糖尿病	临床 I 期	小分子药物，I 期试验也在美国开展，口服药
SHR3162	PARP	实质性肿瘤	临床 I 期	小分子药物，I 期试验也在澳大利亚开展
SHR7390	MEKi	癌症	临床 I 期	小分子药物
SHR0302	JAK1	类风湿/银屑病	临床 I 期	小分子药物
HS-20004	GLP-1 (SC)	II 型糖尿病	临床 I 期	小分子药物
SHR9146	IDO	癌症	临床 I 期	小分子药物，I 期试验也在美国开展
SHR8554	MOR	麻醉	临床 I 期	小分子药物，I 期试验也在美国开展
信达生物				
药物	靶点	治疗领域	目前进度	备注
IBI301	CD20	非霍奇金淋巴瘤	临床阶段	生物类似药
IBI302	双靶点抗体	眼底病	临床阶段	创新药
IBI303	TNF- $\alpha$	类风湿性关节炎	临床阶段	生物类似药
IBI305	VEGF	肿瘤	临床阶段	生物类似药
IBI308	PD-1	肺癌、胃癌、黑色素瘤、肾癌	临床阶段	创新药
IBI306	PCSK9	高血脂症	IND	创新药
IBI310		肿瘤	临床前	创新药
IBI307		肿瘤	临床前	创新药
IBI313		肿瘤	临床前	创新药
IBI101		肿瘤	临床前	创新药
IBI188		肿瘤	临床前	创新药
IBI109	双靶点抗体	肿瘤	药物发现	创新药
IBI796	双靶点抗体	肿瘤	药物发现	创新药

资料来源：2017 中国医疗健康产业投资大会，公司资料，中金公司研究部





图表 17：国内代表创新药企研发产品线——复宏汉霖、贝达药业

复宏汉霖				
药物	靶点	治疗领域	目前进度	备注
HLX01(利妥昔单抗)	CD20	NHL/RA	临床 III 期	生物类似药，预计 2017H2 提交 NDA
HLX02 (曲妥珠单抗)	Her2	BC/GC	临床 II / III 期	生物类似药，预计 2018H2 提交 NDA
HLX04 (贝伐单抗)	VEGF	MCRC/NSCLC	临床 I 期	生物类似药，预计 2019H2 提交 NDA
HLX07	EGFR	实体瘤	临床 I 期	生物改良药
HLX05 (西妥西单抗)	EGFR	MCRC/SCCHN	licensed out	生物类似药
HLX06	VEGFR2	胃肠道间质瘤、肾细胞癌、结肠癌、甲状腺癌、胃癌以及前列腺癌	临床研究申请	创新单抗
HLX10	PD-1	黑色素瘤、肺癌、肾癌、膀胱癌、头颈癌	临床研究申请	创新单抗
HLX20	PD-L1	肿瘤	临床研究申请	生物改良药
HLX08	PDGFR-α	卵巢癌及前列腺癌	临床前	创新单抗
贝达药业				
药物	靶点	治疗领域	目前进度	备注
X-396	ALK	肺癌	临床 II / III 期	与 X-covery 合作
CM-082	VEGFR/PDGFR	肾癌	临床 II / III 期	收购卡南吉获得品种
BPI-2009C	EGFR	银屑病	临床 II / III 期	埃克替尼乳膏
MIL-60	VEGF	肺癌	临床 II / III 期	与天广实合作，贝伐珠单抗生物类似药
BPI-9016	c-Met	肺癌	临床 I 期	
BPI-15086	T-790M	肺癌	临床 I 期	
CM-082	VEGFR/PDGFR	眼病	临床 I 期	
BPI-3016	GLP-1	糖尿病	临床 I 期	

资料来源：2017 中国医疗健康产业投资大会，公司资料，中金公司研究部

此外，我们整理了 5 家港股公司的新药研发管线（1 类化药和生物药），如下表所示。我们发现港股龙头企业对生物药的研发也越来越重视。其中，我们看好中国生物制药（1177.HK）研发管线的长期潜力，但是我们认为其短期对公司的财务贡献影响尚小。



图表 18：5 家港股医药公司新药研发管线（1 类化药和生物药）

药物名	注册分类	主要适应症	临床试验进度
<b>石药集团</b>			
复方左旋氨氯地平阿托伐他汀钙片	化药 1 类	降血压、降血脂	临床 III 期进行中
rE4	生物制品 1 类	降血糖	临床 II 期完成
注射用匹诺塞林	化药 1 类	急性脑卒中	临床 II 期进行中
丁苯酞软胶囊	化药 1 类	血管性痴呆	临床 II 期进行中
DBPR108	化药 1 类	降血糖	临床 II 期进行中
左旋丁苯酞片、注射液	化药 1 类	急性脑卒中	临床 I 期完成
盐酸阿莫西汀肠溶片	化药 1 类	抗抑郁	临床 I 期进行中
SKLB1028	化药 1 类	抗肿瘤	临床 I 期进行中
<b>中国生物制药</b>			
盐酸安罗替尼胶囊	化药 1 类	抗肿瘤	新药上市审评审批中
喜诺替康	化药 1.1 类	抗肿瘤	临床试验中
富马酸替诺福韦双特戊酯片	化药 1.1 类	慢性乙型肝炎	临床试验中
马来酸舒布替尼胶囊	化药 1.1 类	抗肿瘤	临床试验中
替诺福韦卡尼汀片	化药 1.5 类	慢性乙型肝炎	临床试验中
苹果酸卡博替尼胶囊	化药 1.6 类	抗肿瘤	临床试验中
恩曲他滨替诺福韦片	化药 1.6 类	HIV	临床试验中
注射用紫杉醇(白蛋白结合型)	化药 1.6 类	抗肿瘤	临床试验中
聚乙二醇干扰素 α-2a 注射液	生物制品 15 类	慢性乙型肝炎	临床试验中
地特胰岛素注射液	生物制品 15 类	2 型糖尿病	临床试验中
注射用曲妥珠单抗	生物制品 2 类	抗肿瘤	临床试验中
注射用重组人凝血因子 VIII	生物制品 10 类	甲型血友病	临床试验中
贝伐珠单抗注射液	生物制品 2 类	抗肿瘤	临床试验中
阿达木单抗注射液	生物制品 2 类	类风湿关节炎等免疫系统疾病	临床试验中
利妥昔单抗注射液	生物制品 2 类	抗肿瘤	临床试验中
TQ-B3234	化药 1.1 类	恶性肿瘤	临床试验中
TQ-B3395	化药 1.1 类	晚期恶性肿瘤	临床试验中
TQ-B3139	化药 1.1 类	晚期恶性肿瘤	临床试验中
TQ-F3083	化药 1.1 类		临床试验中
TQ-B3233	化药 1 类		临床试验中
TQ-B3203	化药 1 类		临床试验中
TQ-B3101	化药 1.1 类	晚期恶性肿瘤	临床试验中
TQ-B3525	化药 1 类		临床申请待发批件
TQ-A3326	化药 1 类		临床申请审评审批中
TQ-A3334	化药 1 类		临床申请审评审批中
<b>丽珠医药</b>			
AT132 (注射用重组人源化抗人肿瘤坏死因子 α 单克隆抗体)	生物制品 1 类	类风湿	获 II / III 期临床试验批件
重组人绒毛膜促性腺激素 (rhCG)	生物制品	生殖	获临床试验批件
重组人源化抗 HER2 单克隆抗体	生物制品	乳腺癌	获临床试验批件
重组人源化抗 PD-1 单克隆抗体	生物制品 1 类	肿瘤	临床实验申请
<b>三生制药</b>			
302	单抗 1 类	转移性乳腺癌	新药申请
304	单抗 1 类	非霍奇金氏淋巴瘤	新药申请
301S	单抗 1 类	类风湿性关节炎	临床 III 期完成
SSS06 (重组红细胞生成刺激蛋白)	生物制品 1 类	慢性肾病引起的贫血症	临床 I 期完成
SSS11 (注射用 PEG 重组假丝酵母尿酸氧化酶)	生物制品 1 类	顽固性痛风	临床 I 期 (美国 II 期)
SSS07 (人源化抗人 TNFα 单克隆抗体)	单抗 1 类	类风湿性关节炎	临床 I 期
602	单抗 1 类	转移性结直肠癌	临床 I 期
SSS22 (PEG 伊立替康)	化药 1 类	实体瘤	临床 I 期
SSS23	单抗 1 类	癌症	临床申请前期
SSS17	化药 1 类	贫血	临床申请前期
601a	单抗 1 类	老年黄斑变性	临床申请
TPIAO	生物制品 1 类	小儿特发性血小板减少性紫癜	临床申请
SSS19	单抗 1 类	急性白血病	临床前期
SSS25	单抗 1 类	癌症	临床前期
608	单抗 1 类	银屑病, 类风湿性关节炎	临床前期
<b>联邦制药</b>			
门冬胰岛素注射液	生物制品 15 类	糖尿病	临床试验完成
门冬胰岛素 30 注射液	生物制品 15 类	糖尿病	临床试验完成
地特胰岛素注射液	生物制品 15 类	糖尿病	临床试验中
德谷胰岛素注射液	生物制品	糖尿病	临床前试验
利拉鲁肽	生物制品	糖尿病	临床前试验
门冬胰岛素 50 注射液	生物制品	糖尿病	临床前试验

资料来源：公司资料，2017 中国医疗健康产业投资大会，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

15



“慧博资讯”是中国领先的投研大数据分享平台

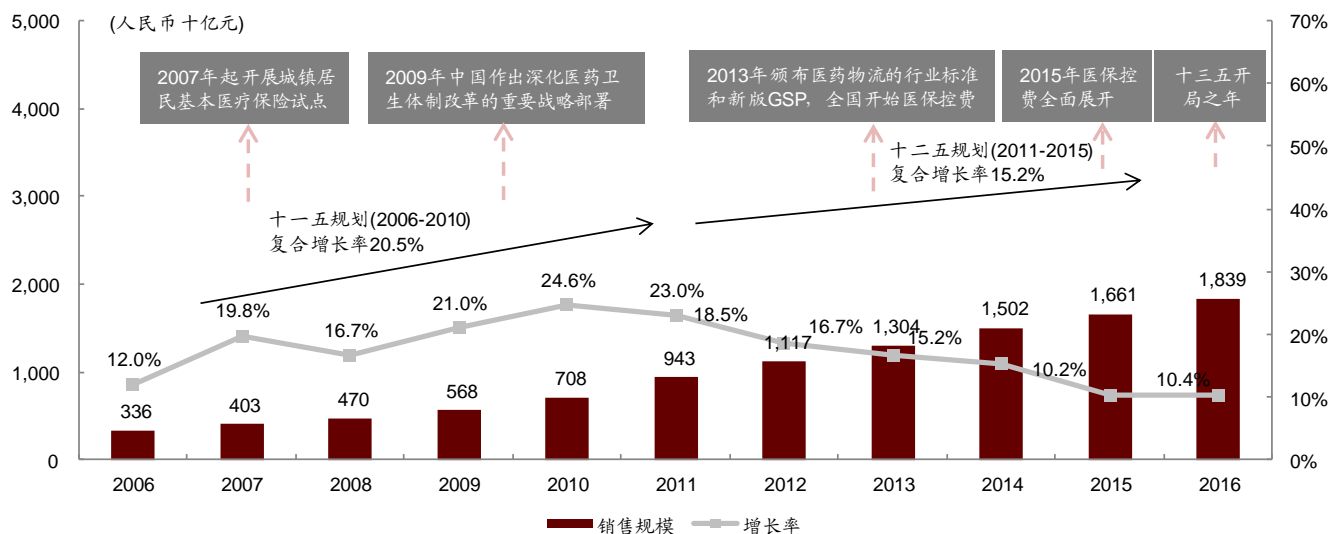
 点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

## 医药流通：两票制重构商业生态，龙头厚积薄发

## 行业趋缓成新常态，流通进入微利时代

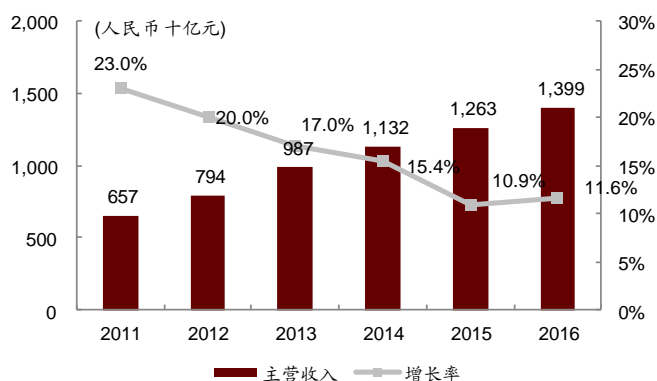
大环境压力仍存，流通行业增速放缓成新常态。当前行业增速趋缓的主要原因是各地医保控费政策和招标政策陆续出台、基层用药政策调整、“限抗令”的实施等影响使得药品价格下降。医保扩张驱动医药行业快速增长的时代已经过去。根据商务部统计，当前流通企业平均毛利率维持在 6.5%~7.0%，平均利润率维持在 1.5%~2.0%。

图表 19：2006~2016 年药品流通市场销售规模以及增速



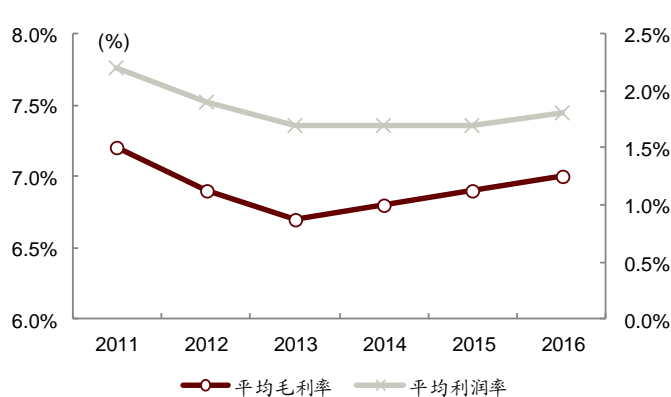
资料来源：《药品流通行业运行统计分析报告》，中金公司研究部

图表 20：2011~2016 年药品流通直报企业收入及增速



资料来源：《药品流通行业运行统计分析报告》，中金公司研究部

图表 21：2011~2016 年药品流通直报企业利润水平



资料来源：《药品流通行业运行统计分析报告》，中金公司研究部

## 国家级两票制落地，流通行业整合将加速

国家层面政策推动力度强，预计 2018 年全面推广“两票制”。国家级两票制于 17 年 1 月正式落地，要求公立医疗机构药品采购逐步推行两票制，11 个综合医改试点省份和 200 个公立医院改革试点城市率先推行，争取到 2018 年在全国全面推开。对不按规定执行“两票制”要求的药品生产企业、流通企业，取消投标、中标和配送资格，并列入药品采购

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



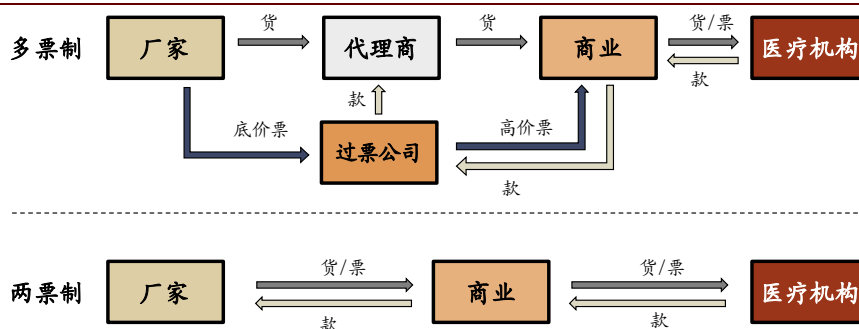
不良记录。国家卫计委于4月下旬座谈会提出要明确时间表，综合医改试点省份和公立医院改革试点地区要于6月底前研究制定本地区推行“两票制”的具体办法。

图表 22：国家层面政策

发布时间	相关会议/政策	发布部门	要点
2016/4/6	国务院常务会议	国务院	全面推进公立医院药品集中采购，建立药品出厂价格信息可追溯机制，推行从生产到流通和从流通到医疗机构各开一次发票的两票制，使中间环节加价透明化。
2016/4/26	《关于印发深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务的通知》	国务院办公厅	优化药品购销秩序，压缩流通环节，综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”，积极鼓励公立医院综合改革试点城市推行“两票制”，鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款、药品生产企业与配送企业结算配送费用。
2016/5/12	《关于确定第四批公立医院改革国家联系试点城市及有关工作的通知》	国家卫计委	要求在试点城市区域内二级以上公立医院都要推行“两票制”，综合医改试点省份达到11个。
2016/6/1	《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的通知（征求意见稿）》	国务院医改办	2016年，综合医改试点省的公立医疗机构必须严格执行“两票制”，积极鼓励公立医院综合改革试点城市推行“两票制”，鼓励其他地区推行“两票制”；每个独立法人企业开出的发票为一票，进口药品国内总代理开出的发票视为生产企业开出的发票。
2016/7/19	《关于印发2016年纠正医药购销和医疗服务中不正之风专项治理工作要点的通知》	国家卫计委	再次提出“在综合医改试点省和城市公立医院综合改革试点地区的药品、耗材采购中实行‘两票制’”。
2016/11/8	《关于进一步推广深化医药卫生体制改革经验的若干意见》	国务院深化医药卫生体制改革领导小组	进一步提出公立医院药品采购逐步实行“两票制”，鼓励其他医疗机构推行“两票制”，减少药品流通领域中间环节，提高流通企业集中度，打击“过票洗钱”，降低药品虚高价格，净化流通环境。
2017/1/11	《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）》	国家食药监局	公立医疗机构药品采购中逐步推行“两票制”，鼓励其他医疗机构药品采购中推行“两票制”。综合医改试点省（区、市）和公立医院改革试点城市要率先推行“两票制”，鼓励其他地区执行“两票制”，争取到2018年在全国全面推开。
2017/2/9	《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	国务院办公厅	从药品生产、流通、使用三个环节进行规范，有针对性地提出改革意见。对于流通环节，提出推行药品购销“两票制”，减少流通环节，淘汰不规范企业，净化流通环境。

资料来源：各省市人民政府官网，中金公司研究部

图表 23：两票制示意图

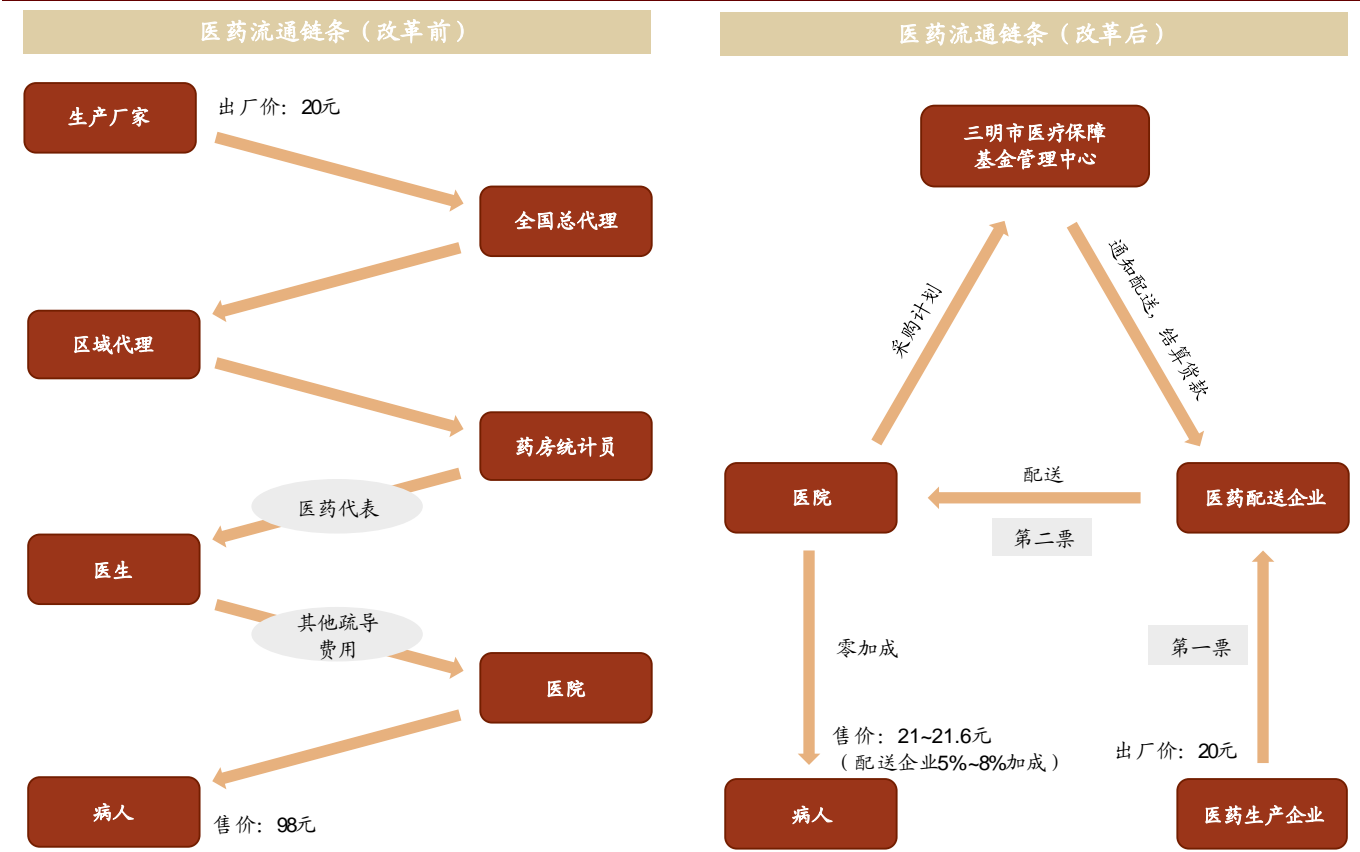


资料来源：各省市人民政府官网，中金公司研究部

药品价格信息监测体系预计将逐渐健全。推行从生产到流通、从流通到医疗机构各开一次发票的两票制有望使得中间环节加价透明化。政府积极创新监管方式，运用信息化等便捷手段推动落实“两票制”。预计未来各省市药械集中采购平台、医保支付审核平台信息互联互通，药品出厂价格信息有望可追溯。



图表 24：以三明模式为例医药流通链条改革前后对比



资料来源：毕马威报告，健康三明网，中金公司研究部

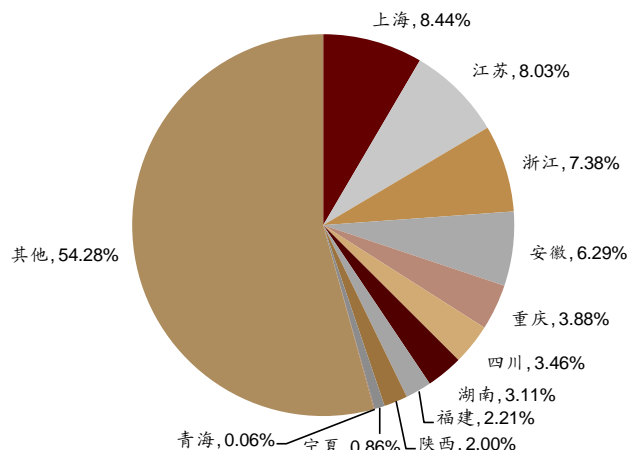
## 各地政策出台速度符合预期，向“国家级”方案看齐

政策出台速度符合预期，静待上海出台。1) 11 个试点省份中：目前正式出台实施方案的有福建、安徽、陕西、重庆、青海、四川、湖南 7 个省市；浙江、江苏出台征求意见稿；上海、宁夏尚未出台。2) 非医改试点省份中：辽宁、甘肃、海南、黑龙江、广西、河北 6 省出台了方案，内蒙古、吉林出台征求意见稿。根据 2015 年商务部数据，11 个试点省份药品销售额占全国的 45.7%，其中上海、江苏、浙江为药品销售大省，市场份额为 8.44%，8.03%和 7.38%，三者合计占据全国 1/5 市场。





图表 25: 11 个试点省市药品市场份额 (2015 年)



资料来源:《药品流通行业运行统计分析报告》, 中金公司研究部

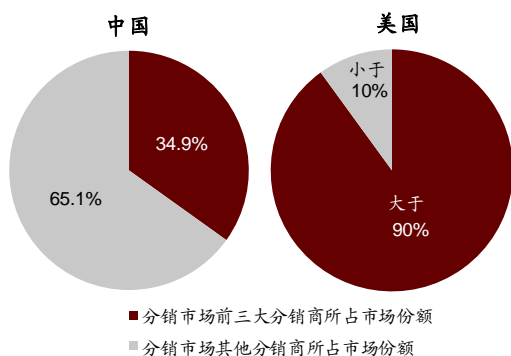
各地政策向“国家级”方案看齐, 预计 2018 年将全面推行。已出台政策中总结得出: 1) 药品两票制界定方面, 重庆增加境内总代视同生产企业, 安徽、湖南、重庆、甘肃、浙江、江苏、吉林、广西增加上市许可人视同生产企业; 2) 青海、陕西将医用耗材也纳入实施方案中; 3) 最晚的试点省从 2017 年 9 月 1 日开始启动执行; 4) 各省市过渡期限定在 3 个月到 6 个月; 5) 甘肃方案中提出“分级分阶段推进”; 6) 广西提出试点城市先执行。

#### 17 年为整合的窗口期

终端能力强和融资能力强的龙头受益。预计 2018 年全国将全面推广“两票制”, 17 年流通行业将整合加速。配合营改增等政策, 预计行业整合速度有望加剧, 行业集中度进一步提升是大趋势。

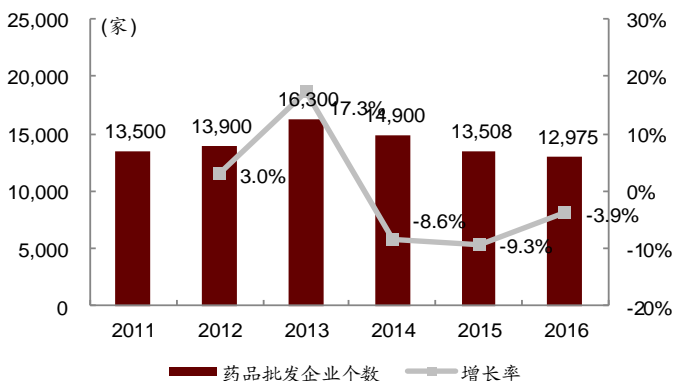
- ▶ 根据商务部发布的《药品流通行业统计分析报告》, 分销商数量从 2013 年的 16,300 家下降至 2015 年的 13,500 家, 国家希望未来可以降低到 3,000 家左右。
- ▶ 根据弗若斯特沙利文报告, 中国前三强分销企业市场份额为 34.9%, 行业规模性初具形态集中度, 但相对于美国来说较低 (前三强市场份额超 90%)。

图表 26: 中国和美国分销市场对比 (2015)



资料来源: 弗若斯特沙利文报告, 中金公司研究部

图表 27: 2011~2015 年药品批发企业个数



资料来源:《药品流通行业运行统计分析报告》, 中金公司研究部

调拨业务占比小的公司受影响小。短期来看, 两票制执行可能带来行业阵痛, 调拨业务将受到影响。长期来看, 有利于行业集中度提升, 且对于利润率也会有一定提升。当前龙头公司医院纯销的占比约为 60+%, 对于收购标的考核要求严格, 一般要求纯销比要求起码 50%以上。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



**新增长引擎：物流建设、服务模式以及“互联网+”**

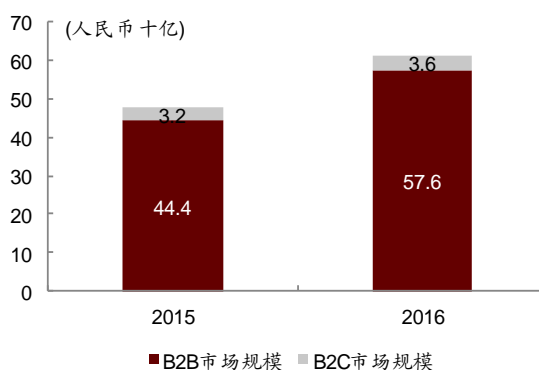
**现代医药物流建设成为核心竞争力。**受疫苗事件等影响，药品物流环节受到政府极大关注。2016 年直报企业（192 家）共拥有 674 个物流中心，其中常温库占 26.0%，阴凉库占 71.8%，冷库占 2.2%；拥有专业运输车辆 13,534 辆，其中冷藏车占 11.1%，特殊药品专用车占 2.2%。国家对物流和仓储的管理手段的高要求和规范利于有资金和科技实力的大型企业。

**服务模式转型与创新将成为新增长引擎。**1) 药品批发企业加大空白医院开发力度，试水县级医院集中配送的同时，利用其医疗机构的资源开展形式多样的创新业务提供医院增值服务，例如开展物流延伸服务、承接药房托管、承接医院药库外设等。2) 药品零售企业更侧重于提供专业化药学服务和多样化、个性化服务，如发展专业药房，打造现代社区药店，药店+诊所等新型零售方式，建立 DTP（高值药品直送）药房和基于移动互联的慢病管理平台等。

**“互联网+”推动流通革命。**2015 年药品流通企业积极探索“互联网+”商业模式，积极转型，开拓医药电商，商务部直报系统医药电商销售总额约 476 亿元。流通企业结合自身供应商、批发企业、零售药店、医院的资源，通过自建平台发展 B2B、B2C 业务。此外，流通企业通过引入战略投资基金、物流平台（如京东等）、互联网医药电商等开展跨界战略合作，利用各自优势推动电商战略布局的落地和深化。

- ▶ 云服务平台：提供慢病健康咨询、亚健康管理等服务，不断积累用户和药品器械大数据；
- ▶ 打造 O2O 业务：通过建立微信号、开发 APP 等产品端口，为消费者提供线上线下购药、用药咨询、送药上门、慢病管理、医保购药、远程医疗服务等。

图表 28：2015~2016 年 B2B 市场和 B2C 市场占比



资料来源：《药品流通行业运行统计分析报告》，中金公司研究部



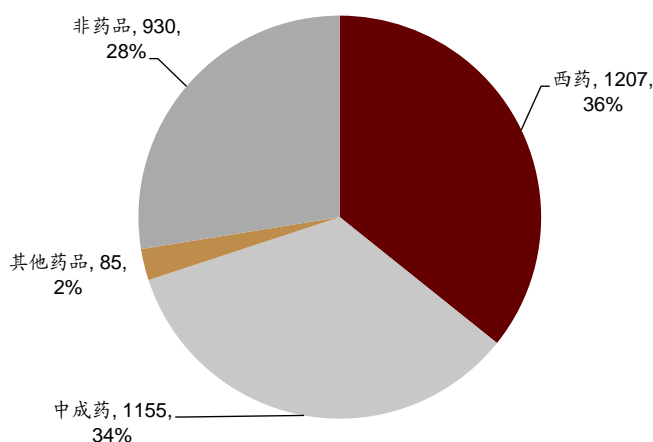
## 中药品牌消费的崛起

### 中药占据零售药店市场重要一席

据中康 CMH 数据, 2016 年全国零售药店市场总规模(以终端零售价格计算)3377 亿元, 药品市场和非药品市场分别为: 2447 亿元、930 亿元。分开看, 中成药 1155 亿, 占比药品市场份额 47.2%, 几乎占据半壁江山; 药材/饮片 231 亿, 占比非药品市场份额 24.8%。

随着我国医改工作的推进, 诸如公立医院取消药品加成、院内药房成为成本中心、公立医院药占比总体降到 30% 左右、患者可自主选择在医院或零售药店购药、推进分级诊疗等, 都将利于处方药从医院终端流向零售终端, 进一步加大终端中药市场。

图表 29: 2016 年零售药店市场结构图 (单位: 亿元)



资料来源: 中康 CMH, 中金公司研究部

### 中药零售市场消费属性产品独占龙头

2016 年零售市场的中药 OTC 领域, 前十大产品中以补益类产品为主, 诸如阿胶、肾宝片、复方阿胶浆、六味地黄丸等, 具有消费属性, 前十大产品整体规模 197.46 亿元, 其中阿胶单品占比 37%, 独占龙头。

从近三年变化来看, 阿胶始终处于王牌品种, 2016 年终端销售达到 73.48 亿, CAGR8.5%; 增长明显的还有肾宝片和复方阿胶浆, 其中肾宝片从 2014 年的第 8 追赶到 2016 年的第 2, CAGR59.6%, 复方阿胶浆增长更为明显, 从 2014 年的第 10 追赶到 2016 年的第 4, CAGR88.3%。一方面体现健康观念提升, 终端消费者对补益产品的接受度越来越高, 一方面也体现产品企业对终端推广力度的加强。



图表 30: 2014~2016 年零售市场中成药 OTC 领域 TOP10 产品 (单位: 亿元)

	2014	2015	2016
1	阿胶 (48.75)	阿胶 (64.92)	阿胶 (73.48)
2	感冒灵颗粒 (18.28)	感冒灵颗粒 (18.81)	肾宝片 (17.53)
3	川贝枇杷膏 (14.62)	肾宝片 (14.93)	感冒灵颗粒 (17.05)
4	六味地黄丸 (12.87)	川贝枇杷膏 (13.69)	复方阿胶浆 (15.33)
5	健胃消食片 (12.28)	六味地黄丸 (13.45)	六味地黄丸 (13.97)
6	鸿茅药酒 (8.59)	健胃消食片 (12.17)	川贝枇杷膏 (13.56)
7	蒲地蓝消炎片 (7.50)	舒筋健腰丸 (11.64)	鸿茅药酒 (13.09)
8	肾宝片 (6.89)	鸿茅药酒 (10.71)	舒筋健腰丸 (12.41)
9	舒筋健腰丸 (6.78)	蒲地蓝消炎片 (9.60)	健胃消食片 (10.61)
10	复方阿胶浆 (4.32)	复方阿胶浆 (6.22)	蒲地蓝消炎片 (10.43)

资料来源: 中康 CMH, 中金公司研究部

2016 年零售市场的中药处方药领域, 前 10 大产品主要以感冒类、急症类、心脑血管类、为主, 其中安宫牛黄丸、片仔癀等产品虽然是处方药, 但具有一定消费属性, 前十大产品整体规模 67.65 亿元, 相对 OTC 市场, 规模较小。

图表 31: 2014~2016 年零售市场中成药 Rx 领域 TOP10 产品 (单位: 亿元)

	2014	2015	2016
1	复方丹参片 (8.53)	安宫牛黄丸 (10.59)	蒲地蓝消炎口服液 (11.39)
2	安宫牛黄丸 (7.93)	蒲地蓝消炎口服液 (9.07)	安宫牛黄丸 (11.26)
3	蒲地蓝消炎口服液 (7.61)	复方丹参滴丸 (8.20)	复方丹参滴丸 (8.31)
4	复方丹参滴丸 (7.45)	复方丹参片 (7.13)	复方丹参片 (7.60)
5	脑心通胶囊 (6.25)	银杏叶片 (5.85)	银杏叶片 (6.07)
6	银杏叶片 (5.51)	脑心通胶囊 (5.13)	脑心通胶囊 (5.38)
7	消渴丸 (4.28)	消渴丸 (4.46)	片仔癀 (4.89)
8	速效救心丸 (4.09)	片仔癀 (4.07)	消渴丸 (4.44)
9	稳心颗粒 (3.97)	速效救心丸 (3.87)	稳心颗粒 (4.19)
10	片仔癀 (2.84)	稳心颗粒 (3.85)	速效救心丸 (4.12)

资料来源: 中康 CMH, 中金公司研究部

信息渠道互联网化使得消费者的“自我诊疗”能力越来越强, 在一定程度上具有产品选择能力, 未来, 随着消费者健康意识的不断提升, 以及药店终端专业服务的提升, 我们认为零售端偏消费类的中药品种 (含成药、药材/饮片) 有望增长超过行业平均水平。



### 品牌企业具有强定价权

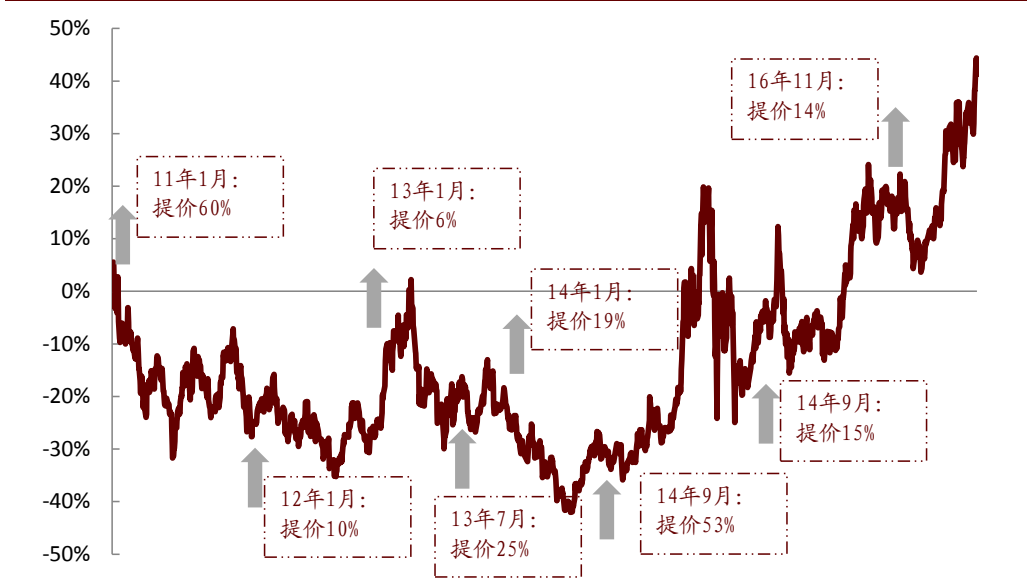
随着新媒体的诞生，营销越来越分散，过去靠集中砸电视广告做品牌的历史很难再重新上演，品牌再造的难度明显加大，预计未来品牌企业的稀缺性会更强，定价权也会更强。此外，原材料本身的稀缺性，进一步提升了企业的定价能力，从零售终端看，最具有代表性的为东阿阿胶、片仔癀：

#### ➤ 东阿阿胶：驴皮资源紧缺，阿胶块持续走价值回归之路

品牌稀缺性：东阿阿胶具有三千年传承的民族品牌，系国家高新技术企业、国家级创新型企业、国家胶类中药工程技术研究中心、国家胶类中药标准制定者，国家综合性新药研发技术大平台产业化示范企业，国家级非物质文化遗产东阿阿胶制作技艺唯一传承人企业。

原材料稀缺性：随着机械化程度提升、毛驴繁殖率低，毛驴存栏量逐年下降，驴皮供给受制约，同时阿胶生产企业增加，对驴皮需求量上升，带动驴皮价格上涨。

图表 32：东阿阿胶 2011 年至今历史提价图（对应股价收益率）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

#### ➤ 片仔癀：天然麝香产量受限，主打产品具持续提价能力

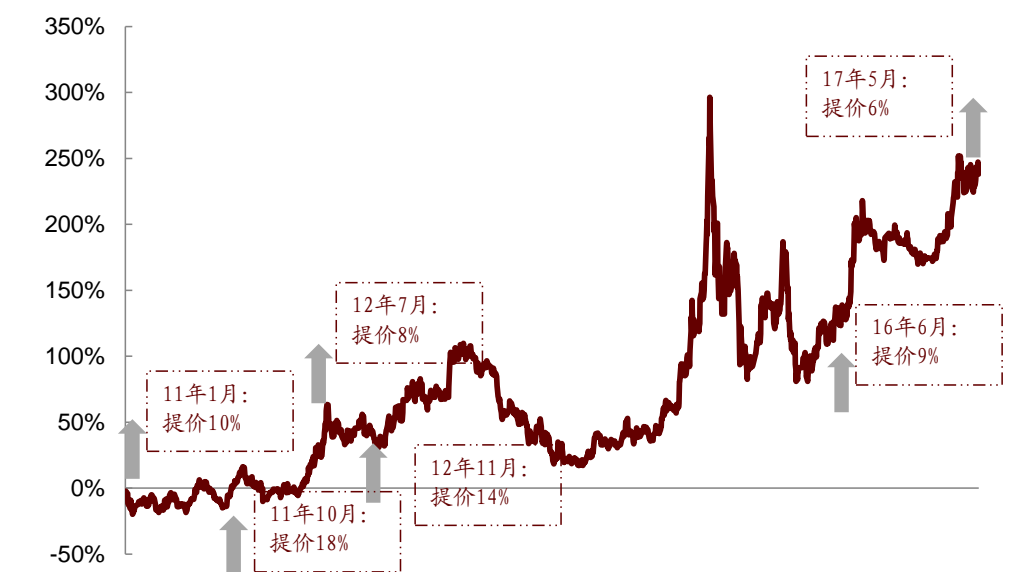
品牌稀缺性：片仔癀具有近 500 年历史，其工艺和处方被列入国家“双绝密”，传统制作技艺被列入国家非遗名录，并被列入国家一级中药保护品种，被评为中国中药名牌产品。

原材料稀缺性：林业局对天然麝香的使用具有严格管理，使得公司在产品供给上受制于原材料供应水平。





图表 33：片仔癀 2011 年至今历史提价图（对应股价收益率）



资料来源：公司公告，中金公司研究部



## 投资建议

2017 年的医药行业依然收到招标降价的压力，但随着药审改革的推进，我们欣喜的看到高品质仿制药和创新药的审评也有明显的提速，正所谓“星星之火，可以燎原”，随着新产品的不断上市，国内医药行业将重新找到成长的轨迹，研发驱动的消费升级将再一次带动行业大发展。我们对行业下半年的情况持较为积极的观点，建议关注**创新药、优质仿制药、商业流通以及品牌中药**等享受政策红利的细分领域。

### 推荐标的及理由

研发驱动的消费升级将是未来医药行业最大机遇：目前中国与海外用药结构差异巨大，国内用药结构存在巨大升级空间，药审改革的制度红利释放，将加速药品市场升级，研发带来的产品结构改变将是未来医药投资最核心的主题。**A 股推荐标的：科伦药业、华东医药、丽珠集团、通化东宝、华海药业、乐普医疗。H 股标的：石药集团、三生制药、联邦制药和丽珠医药。**另外建议关注**石四药集团和中国中药**

商业流通领域的整合带来投资机会：目前各省两票制政策符合预期，预计未来流通环节加价率逐渐透明。两票制推动的医药流通领域整合，以及降低医院药占比带来的处方外流将是医药商业最主要的投资机会。**推荐标的：上海医药 A/H、老百姓、华润医药。**

品牌中药：目前中医药行业发展上升为国家战略，促进中医药行业发展的行业政策频出，在医保药品终端加成取消的背景下，中药饮片依然能够享受加成，也将极大促进终端处方。我们认为品牌中药享受政策红利，同时规避行业降价风险，有望取得显著超额收益。**推荐标的：东阿阿胶、华润三九、康美药业。**

### 盈利预测与估值

医药板块估值已经是近几年较低水平。截至 2017 年 6 月中旬，以历史 TTM、整体法、剔除负值统计口径的医药板块市盈率约 39.25 倍，高于沪深 300 市盈率 13.08 倍（+200%）。我们认为板块进一步大幅下降的可能性不大，顶层制度改革将带来板块分化，需要充分挖掘内部结构性的机会。



图表 34: A 股可比公司估值表

公司名称	代码	收盘价	总市值 (百万元)	每股收益(元)			P/E		P/B			P/S
		2017-6-25		2016A	2017E	2018E	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A
恒瑞医药	600276	50.13	141,214	0.92	1.10	1.31	45.7	38.2	11.4x	9.2x	7.4x	9.6x
华东医药	000963	50.16	48,761	1.49	1.88	2.35	13.4	10.7	6.7x	5.5x	4.6x	1.4x
恩华药业	002262	15.03	15,167	0.31	0.39	0.50	38.2	30.0	7.2x	6.1x	5.2x	4.4x
人福医药	600079	19.07	24,525	0.65	1.01	1.03	18.8	18.6	2.4x	2.4x	2.1x	2.1x
科伦药业	002422	16.45	23,688	0.41	0.48	0.61	34.2	27.1	2.1x	2.0x	1.9x	2.7x
贝达药业	300558	56.97	22,845	0.92	0.95	1.22	60.2	46.8	11.9x	10.6x	9.3x	28.6x
信立泰	002294	34.69	36,286	1.33	1.50	1.72	23.1	20.2	6.8x	5.5x	4.5x	8.0x
化学制剂药——中值			13,892				36.3	27.1	3.7x	3.8x	3.74	8.0x
华海药业	600521	19.75	20,591	0.48	0.58	0.75	34.3	26.4	4.7x	4.2x	3.7x	5.6x
常山药业	300255	9.11	8,518	0.19	0.23	0.84	38.9	10.9	3.8x	3.6x	3.2x	6.6x
尔康制药	300267	11.46	23,637	0.50	0.64	0.13	17.9	90.7	4.6x	3.6x	3.0x	9.1x
博腾股份	300363	15.11	6,421	0.40	0.53	3.78	28.5	4.0	5.0x	4.2x	3.5x	6.4x
普洛股份	000739	7.29	8,361	0.23	0.29	0.36	25.4	20.1	3.2x	2.9x	2.6x	1.8x
化学原料药——中值			8,298				28.5	26.4	3.7x	3.5x	2.94	5.9x
双鹭药业	002038	28.67	19,636	0.66	0.69	0.70	41.8	40.8	5.0x	4.6x	4.3x	18.1x
华兰生物	002007	35.76	33,260	0.84	1.10	1.42	32.6	25.2	7.9x	6.6x	5.5x	17.2x
长春高新	000661	125.94	21,424	2.85	3.78	4.74	33.3	26.5	5.5x	4.6x	4.0x	6.6x
智飞生物	300122	18.31	29,296	0.02	0.23	0.33	79.6	55.5	11.6x	5.1x	7.4x	59.1x
千红制药	002550	5.93	7,590	0.18	0.20	0.23	29.9	25.6	3.2x	3.0x	2.7x	11.9x
通化东宝	600867	17.89	30,526	0.38	0.47	0.60	38.0	29.6	7.7x	9.1x	8.2x	15.3x
翰宇药业	300199	14.92	13,946	0.31	0.42	0.60	35.7	25.0	3.9x	7.6x	6.8x	19.3x
上海莱士	002252	20.24	100,598	0.32	0.37	0.42	54.7	48.2	8.6x	-	-	49.3x
博雅生物	300294	41.34	16,581	0.68	0.92	1.29	44.8	32.1	7.9x	6.9x	5.9x	15.9x
生物制剂——中值			18,889				34.5	26.1	5.0x	4.6x	3.97	13.3x
天士力	600535	41.31	44,634	1.09	1.25	1.43	32.9	28.8	5.6x	4.8x	4.2x	3.2x
上海凯宝	300039	7.28	7,800	0.26	0.26	0.27	27.5	27.4	3.5x	3.1x	2.8x	5.7x
益佰制药	600594	15.38	12,180	0.49	0.61	0.74	25.2	20.8	3.1x	2.8x	2.4x	3.6x
华润三九	000999	31.18	30,522	1.22	1.41	1.59	22.2	19.6	3.5x	3.1x	2.7x	2.7x
红日药业	300026	4.64	13,971	0.22	0.24	0.27	19.2	17.2	2.4x	2.6x	2.2x	4.2x
昆药集团	600422	11.00	8,676	0.52	0.57	0.60	19.2	18.4	2.4x	2.2x	1.9x	2.1x
健民集团	600976	26.48	4,062	0.42	0.69	0.91	38.1	29.1	4.0x	4.0x	3.6x	2.1x
江中药业	600750	34.16	10,248	1.27	1.51	1.72	22.7	19.9	3.9x	3.5x	3.1x	5.9x
现代中药——中值			7,800				27.6	22.3	3.1x	2.8x	2.54	4.7x
同仁堂	600085	35.15	48,207	0.68	0.73	0.78	48.0	45.0	6.2x	5.7x	5.0x	3.6x
东阿阿胶	000423	72.52	47,430	2.83	3.41	4.04	21.3	18.0	5.7x	4.6x	3.8x	5.6x
片仔癀	600436	60.31	36,386	0.89	1.16	1.46	51.9	41.4	10.4x	9.0x	7.7x	12.0x
白云山	600332	28.41	39,941	0.93	1.08	1.24	26.3	23.0	2.7x	2.5x	2.3x	1.9x
葵花药业	002737	30.25	8,833	1.04	1.24	1.50	24.3	20.1	3.3x	3.0x	2.6x	2.9x
太安堂	002433	9.10	7,013	0.32	0.41	0.53	22.1	17.3	1.5x	1.4x	1.3x	2.7x
康美药业	600518	21.75	107,592	0.68	0.81	0.98	26.7	22.3	3.7x	3.5x	3.1x	4.1x
贵州百灵	002424	18.60	26,248	0.34	0.40	0.46	46.3	40.8	8.7x	7.3x	6.3x	12.1x
品牌中药——中值			16,257				26.5	22.5	3.7x	3.7x	3.36	4.6x
丽珠集团	000513	65.63	18,375	1.84	2.25	2.65	29.2	24.8	4.3x	3.8x	3.3x	3.3x
华润双鹤	600062	26.62	19,285	0.99	1.20	1.38	22.2	19.3	2.9x	2.6x	2.3x	2.9x
综合性制药企业——中值			14,765				22.2	19.5	3.4x	2.8x	2.54	2.0x
上海医药	601607	27.34	52,575	1.19	1.39	1.61	19.7	17.0	2.3x	2.0x	1.8x	0.4x
老百姓	603883	46.35	12,375	1.11	1.37	1.68	33.8	27.6	6.7x	5.7x	4.8x	2.0x
益丰药房	603939	30.84	11,186	0.62	0.77	0.95	39.9	32.3	3.8x	3.3x	3.1x	2.9x
九州通	600998	19.94	33,811	0.52	0.69	0.86	28.8	23.3	3.0x	2.9x	2.6x	0.6x
医药商业——中值			10,085				25.5	21.5	3.9x	3.3x	2.88	1.1x
医疗服务——中值			12,024				44.2	36.2	8.3x	6.9x	5.7x	7.5x
器械和诊断——中值			6,664				39.8	31.6	4.2x	4.0x	3.6x	8.2x
体外诊断——中值			8,925				37.5	29.5	5.8x	4.7x	4.1x	9.2x
全行业——中值			8,855				31.4	26.5	3.8x	3.5x	3.07	5.8x

资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：浅灰色背景表示的是中金覆盖公司（采用中金预测），白色背景为未覆盖公司（采用万得一致预期）

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



图表 35：港股可比公司估值表

公司名称	代码	收盘价	总市值	每股收益 (港币单位)			市盈率			市净率			企业价值倍数			净资产收益率			股息 收益率
	2017-6-24	(港元)	(百万港元)	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	
<b>港股医药综合类上市公司</b>																			
上海医药	2607.HK	23.05	77,621	1.19	1.39	1.61	17.4	14.5	12.9	1.7	1.6	1.5	14.9	13.8	12.3	10.2	10.7	11.3	1.8
白云山	874.HK	22.55	50,516	0.93	1.08	1.24	21.8	18.7	17.0	2.1	1.7	1.6	21.4	19.4	17.3	12.3	8.7	9.1	n.a.
华润医药	3320.HK	9.41	59,137	0.45	0.56	0.63	21.0	16.8	14.8	1.4	1.3	1.2	8.0	7.3	6.5	8.9	8.0	8.3	1.0
市值加权平均			76,616				19.2	15.5	14.1	2.0	1.8	1.6	12.7	11.6	10.4	11.6	11.3	11.4	1.49
中值			77,621				19.7	15.9	14.1	1.9	1.6	1.5	12.2	11.2	10.0	11.3	9.7	10.2	1.6
<b>港股制药行业上市公司</b>																			
石药集团	1093.HK	11.96	72,406	0.35	0.45	0.57	34.2	26.6	20.8	7.0	6.0	5.0	21.3	17.4	14.2	21.8	23.9	25.3	1.0
同仁堂科技	1666.HK	12.34	15,805	0.47	0.51	0.58	23.7	21.6	19.8	2.7	2.3	2.1	11.9	10.6	9.4	15.2	11.8	11.1	1.4
同仁堂国药	8138.HK	11.24	9,409	0.50	0.58	0.66	22.4	19.4	17.0	4.3	3.7	3.2	13.6	12.2	10.9	21.7	21.7	21.1	1.4
丽珠医药	1513.HK	52.85	28,652	1.84	2.25	2.65	25.7	21.1	18.6	3.3	2.8	2.3	17.9	15.4	13.5	14.2	13.6	13.6	1.1
中国生物制药	1177.HK	6.97	51,663	0.26	0.29	0.31	27.0	24.0	22.5	5.0	4.6	3.9	13.7	12.1	10.6	22.8	21.6	20.4	0.9
石四药集团	2005.HK	3.16	8,974	0.17	0.20	0.23	18.4	15.9	14.0	3.4	2.9	2.5	12.2	10.3	9.1	18.3	20.2	20.3	1.7
三生制药	1530.HK	10.62	26,893	0.28	0.36	0.45	33.8	25.9	21.4	3.8	3.2	2.8	23.2	18.2	14.8	11.9	13.1	15.0	0.0
中国中药	570.HK	4.46	19,765	0.22	0.27	0.31	18.4	15.0	13.3	1.4	1.4	1.3	11.9	9.9	8.7	8.0	9.7	10.6	1.6
联邦制药	3933.HK	5.06	8,232	-0.01	0.29	0.35	n.a.	17.6	14.4	1.2	1.3	1.2	9.4	7.5	7.0	1.4	6.5	7.5	0.0
李氏大药厂	950.HK	6.68	3,943	0.42	0.48	0.53	15.9	14.0	12.6	2.3	2.1	1.9	10.6	9.7	8.9	16.7	17.5	19.3	1.7
绿叶制药	2186.HK	4.35	14,447	0.27	0.32	0.37	14.6	12.2	11.1	2.0	1.7	1.5	10.9	8.3	7.6	14.0	15.0	15.0	0.9
康臣药业	1681.HK	5.74	4,753	0.30	0.47	0.54	17.1	11.0	9.8	n.a.	2.3	1.8	9.7	6.9	5.9	18.3	22.6	24.5	1.8
东瑞制药	2348.HK	4.62	3,705	0.40	0.38	0.53	10.4	10.9	8.2	2.0	1.8	1.5	6.1	5.4	5.0	n.a.	n.a.	n.a.	2.8
四环药业	460.HK	3.32	31,444	0.16	0.20	0.22	18.6	15.0	14.4	2.5	2.3	2.1	11.8	9.4	8.6	13.6	16.1	15.9	1.8
市值加权平均			47,168				26.1	20.4	17.8	3.8	3.4	2.9	19.5	16.4	13.9	16.0	16.9	17.4	1.1
中值			11,928				19.9	17.7	15.1	2.7	2.3	2.1	11.9	10.1	9.0	14.5	16.1	15.9	1.4
<b>港股医疗器械行业上市公司</b>																			
山东威高	1066.HK	5.83	26,097	0.29	0.33	0.38	18.0	15.6	14.1	1.9	1.8	1.6	13.7	9.7	8.6	9.8	12.4	11.8	1.7
先健科技	1302.HK	1.87	8,086	0.02	0.03	0.05	72.8	59.8	33.4	14.9	6.3	5.1	58.8	28.4	20.1	36.0	16.3	19.1	0.0
普华和顺	1358.HK	1.67	2,640	0.14	0.16	0.17	11.1	9.3	9.1	1.0	0.9	0.8	7.1	5.0	5.3	9.5	10.0	9.7	0.0
春立医疗	1858.HK	13.00	899	n.a.	1.35	1.62	n.a.	8.6	7.5	n.a.	1.3	1.1	n.a.	5.4	4.4	12.8	14.9	16.9	1.4
市值加权平均			6,246				28.6	23.8	17.4	4.4	2.6	2.2	22.2	12.9	10.5	15.0	12.9	13.2	1.2
中值			7,992				18.1	15.3	12.8	1.7	1.6	1.5	12.2	8.4	7.0	9.8	12.4	11.8	1.0
<b>港股医疗服务行业上市公司</b>																			
康华医疗	3689.HK	11.12	3,718	0.42	0.52	0.60	23.6	19.1	17.3	2.7	2.5	2.2	9.6	8.3	7.2	17.5	14.8	15.2	1.4
新世纪医疗	1518.HK	7.60	3,724	0.20	0.27	0.31	33.8	25.6	22.6	3.5	2.9	2.3	30.1	13.4	10.5	11.1	19.5	12.0	0.0
凤凰医疗	1515.HK	10.20	13,226	0.27	0.31	0.38	33.4	29.7	25.0	3.0	2.3	2.1	27.6	17.9	14.4	13.9	9.7	9.7	0.0
和美医疗	1509.HK	3.87	2,935	0.15	0.17	0.18	23.9	20.9	20.3	1.7	1.7	1.6	8.8	7.9	6.6	7.7	8.6	8.8	1.5
康宁医院	2120.HK	36.15	2,640	1.01	1.13	1.47	32.1	28.7	22.9	2.3	2.2	2.0	20.4	14.4	11.4	7.1	8.1	9.0	0.8
市值加权平均			8,270				30.9	26.5	22.8	2.8	2.3	2.1	22.6	14.5	11.7	12.6	11.5	10.6	0.4
中值			2,935				32.1	25.6	22.6	2.7	2.3	2.1	20.4	13.4	10.5	11.1	9.7	9.7	0.8

资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：浅灰色背景表示的是中金覆盖公司（采用中金预测），白色背景为未覆盖公司（采用万得一致预期）



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/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。在不同时期，中金公司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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 [http://research.cicc.com/disclosure\\_cn](http://research.cicc.com/disclosure_cn)，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 [http://research.cicc.com/disclosure\\_cn](http://research.cicc.com/disclosure_cn)，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从<http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908  
编辑：张莹





## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号  
A座11楼1105室  
邮编: 201400  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 6887-5123

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心A座6层  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

