

## 医药行业

## 2013 年策略报告

## 行业策略报告

评级：推荐

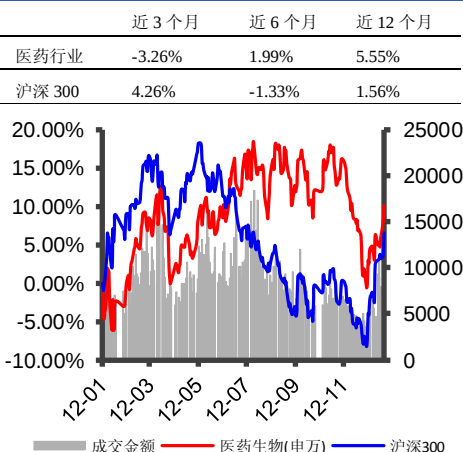
## 确定增长循医改，挖掘低估/高成长

## 重点推荐公司

## 评级

|      |    |
|------|----|
| 凯利泰  | 买入 |
| 泰格医药 | 增持 |
| 利德曼  | 买入 |
| 东富龙  | 买入 |
| 嘉事堂  | 买入 |
| 中恒集团 | 买入 |
| 瑞康医药 | 买入 |

## 相对股价表现



## 相关研究

《梳理政策的脉络，找寻成长确定的个股》，2012. 7. 23  
《惨淡中寻找生机》，2011. 12. 18  
《医药投资关键词：资源，营销，创新》，2011. 10. 12  
《不悲观，不放弃，精选个股》，2011. 6. 24

郑一宁  
医药行业研究小组  
S0120512050001

## 联系人

杨莹  
8621-68761616-8565  
yangying@tebon.com.cn  
傅涛  
8621-68761616-8682  
futao@tebon.com.cn  
德邦证券有限责任公司  
上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼  
<http://www.tebon.com.cn>

## 投资要点：

- ❖ **2013年医药行业运行整体判断：确定的增长，放缓的增速。**展望2013年医药行业我们的判断是确定的增长，放缓的增速。得出这个结论的理由是支持我国医药行业增长的驱动力没有改变，主要有经济的确性增长、人口老龄化趋势、人均可支配收入的提高、城镇化的持续推进、政府医保补助的提高等，这些积极因素将支持医药行业确定的增长。增速的放缓是由于我国处于经济转型阶段，整个经济节奏的放缓也会影响到医药行业；其次医保控费的趋严和国家对医保投入增长的趋缓会影响医药行业的增速，同时企业成本的走高在新的一年里也会拉低医药企业利润的增速。我们预测2013年医药行业收入增速在20-22%之间，利润增速在18-20%之间。这一判断是在假设2013年我国GDP增速维持在7.5%，没有重大疫情等极端情况出现下作出的初步判断。
- ❖ **2012年二级市场表现回顾：前涨后跌，回到原点。**2012年，医药板块经过了从料峭寒冬到阳春小三月的历程。市场对医药行业悲观情绪从2011年浸润到2012年初，上半年先抑后扬，4月之前整体弱于市场，5月份开始表现反弹，一直延续到6月底。医药行业政策面的回暖，企业盈利增速的企稳，医药板块在上半年获得一轮估值修复，下半年，随着大盘的下跌，板块高溢价风险也逐渐增加，11月份的大跌将前期累计的涨幅基本消耗殆尽，使得医药板块回到年初的原点。
- ❖ **投资主线：**继续给予生物医药行业“推荐”评级。这个结论主要有两点依据，一个是从基本面来看，生物医药行业的刚需特性保证了行业的增长能力，二是从市场投资风格来看，生物医药行业由于其成长性确定，会持续被资金关注。从行业角度来看，**政策导向，业绩为王**是2013年投资主线。结合行业成长性、风险性和政策扶持三个维度对行业各子板块进行评分，建议重点关注医疗器械和生物制药板块业，对于有独家或特色品种的中药企业以及区域性龙头商业企业也应适当关注。从选股角度来看，投资逻辑有二，一是寻找具有安全边际的公司赚取 $\alpha$ 收益，二是寻找具有成长潜力公司，赚取 $\beta$ 收益。
- ❖ **个股选择低估值拐点和高速成长股：**低估值公司或可能处于拐点类的个股，我们看好中恒集团、东富龙、嘉事堂等；具有高速成长能力的个股，我们看好凯利泰、泰格医药、利德曼等。白马类公司，如恒瑞医药，云南白药，东阿阿胶，华润三九，智飞生物等，长期看好，可以考虑长期配置，回调就是买入良机。
- ❖ **风险提示：**经济下滑超过预期；降价政策和控费政策超过预期。

## 重点公司盈利预测（截止日：2012. 12. 21）

单位：元

| 重点公司 | EPS（最新） |       |       | PE    |       |       | 收盘价   | 评级 |
|------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
|      | 2012E   | 2013E | 2014E | 2012E | 2013E | 2014E |       |    |
| 凯利泰  | 1.10    | 1.50  | 2.00  | 39.23 | 28.77 | 21.58 | 43.15 | 买入 |
| 泰格医药 | 1.24    | 1.71  | 2.31  | 45.97 | 33.33 | 24.68 | 57.00 | 增持 |
| 利德曼  | 0.66    | 0.87  | 1.14  | 31.80 | 24.13 | 18.41 | 20.99 | 买入 |
| 东富龙  | 1.33    | 1.73  | 2.16  | 20.74 | 15.95 | 12.77 | 27.59 | 买入 |
| 嘉事堂  | 0.33    | 0.42  | 0.51  | 23.27 | 18.29 | 15.06 | 7.68  | 买入 |
| 中恒集团 | 0.76    | 0.57  | 0.79  | 11.84 | 15.79 | 11.39 | 9.00  | 买入 |
| 瑞康医药 | 1.29    | 1.80  | 2.44  | 25.35 | 18.17 | 13.40 | 32.70 | 买入 |

## 目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 一、 医药行业分析及 2013 年展望——确定的增长，放缓的增速        | 4  |
| 1. 医药行业特点分析——内生性增长和非自由竞争市场              | 4  |
| 2. 国际环境支持医药行业的“黄金十年”                    | 4  |
| 3. 国内环境对医药行业影响最大的还是医改                   | 6  |
| 4. 2013 年医药行业的展望——确定的增长，放缓的增速           | 10 |
| 二、 2012 年医药板块表现回顾——整体持平，分化明显            | 13 |
| 1. 前涨后跌，回到原点——上半年表现突出，11 月份补跌回到原点，仍跑赢大盘 | 13 |
| 2. 子行业分化明显，中药和商业板块尤为抢眼                  | 15 |
| 3. 个股分化，偏好业绩超预期和重组概念股                   | 16 |
| 三、 2013 年行业投资策略——政策导向，业绩为王              | 17 |
| 1. 医药板块投资策略——整体乐观，强于大市                  | 17 |
| 2. 医改等行业政策带来的机会与挑战                      | 18 |
| 3. 结合政策导向，进行行业多维度分析                     | 22 |
| 4. 重点推荐行业和公司                            | 23 |
| 四、 重点公司投资要点                             | 24 |
| 1. 东富龙（300171）                          | 24 |
| 2. 利德曼（300289）                          | 24 |
| 3. 泰格医药（300347）                         | 25 |
| 4. 凯利泰（300326）                          | 25 |
| 5. 嘉事堂（002462）                          | 26 |
| 6. 中恒集团（002462）                         | 26 |
| 7. 瑞康医药（002589）                         | 27 |

## 图表目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1：医药行业分析逻辑图                      | 4  |
| 图 2：2009-2014E 年全球医药市场情况           | 5  |
| 图 3：2003-2013E 中国医药市场排名            | 5  |
| 图 4：2010 年全球部分国家医疗支出占 GDP 比重情况     | 5  |
| 图 5：2001-2010 中美两国国家医疗支出占 GDP 比重情况 | 5  |
| 图 6：国际医药产业向中国转移微笑曲线图               | 6  |
| 图 7：上海城镇职工医保人员各年龄段年人均医疗费           | 7  |
| 图 8：我国医药市场增长的主要四个驱动力               | 7  |
| 图 9：1999 年以来卫生总费用增长和 GDP 增长关系      | 7  |
| 图 10：2011E-2016E 中国老龄化人数           | 7  |
| 图 11：2007-2011 年中国城镇化率             | 8  |
| 图 12：1990-2009 年城市/农村人口医疗支出情况      | 8  |
| 图 13：医疗体制改革对行业的影响                  | 9  |
| 图 14：我国医疗体制改革三阶段                   | 9  |
| 图 15：2006 年以来 GDP 增速和医药工业增速关系      | 11 |
| 图 16：政府支出增加比例对医药工业的影响              | 11 |

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 图 17: 2000-2010 政府/社会/个人卫生费用投入变化.....       | 11 |
| 图 18: 2007-2011 门诊病人人均次药费情况.....            | 11 |
| 图 19: 2007-2011 出院病人人均药费情况 .....            | 11 |
| 图 20: 2001 年以来医药制造业主营业务成本/毛利率情况.....        | 12 |
| 图 21: 2004 年以来医药制造业固定资产投资情况 .....           | 12 |
| 图 22: 1999-2013E 医药制造业收入增速 .....            | 12 |
| 图 23: 1999-2013E 医药制造业利润增速 .....            | 12 |
| 图 24: 2011 年以来医药行业行业收入/利润增速累计同比.....        | 13 |
| 图 25: 2012 年以来医药板块和大盘走势对比.....              | 13 |
| 图 26: 2012 年初至今行业涨跌幅.....                   | 14 |
| 图 27: 2012 年医药板块和沪深 300 月度涨跌幅 .....         | 14 |
| 图 28: 医药行业各子板块 2012 年初至今涨跌幅 .....           | 15 |
| 图 29: 2011 年至今原料药行业经济运行数据 .....             | 15 |
| 图 30: 2011 年至今化学制剂行业经济运行数据 .....            | 15 |
| 图 31: 2011 年至今生物生化制品行业经济运行数据.....           | 16 |
| 图 32: 2011 年至今兽用药品行业经济运行数据 .....            | 16 |
| 图 33: 2011 年至今中药饮品行业经济运行数据 .....            | 16 |
| 图 34: 2011 年至今中成药行业经济运行数据 .....             | 16 |
| 图 35: 2011 年至今卫生材料行业经济运行数据 .....            | 16 |
| 图 36: 血栓通和血塞通终端销售情况——血塞通 2010 年出现爆发式增长..... | 21 |
|                                             |    |
| 表格 1: 城市和农村居民主要死亡原因（粗死亡率 0/000） .....       | 8  |
| 表格 2: 部分医药行业政策梳理及对行业影响.....                 | 9  |
| 表格 3: 2012 年初至今医药行业个股涨跌幅排行榜 .....           | 17 |
| 表格 4: 2013 年各医药政策对医药子行业盈利水平的影响分析.....       | 18 |
| 表格 5: 新版 GMP 认证的进展情况.....                   | 19 |
| 表格 6: 仿制药一致性评价工作计划 .....                    | 19 |
| 表格 7: 各省市公立医院改革试点情况 .....                   | 20 |
| 表格 8: 医药子行业的发展阶段及关注点 .....                  | 22 |
| 表格 9: 医药行业各子板块评分表.....                      | 23 |
| 表格 10: 重点推荐公司盈利预测表.....                     | 23 |

# 一、医药行业分析及 2013 年展望——确定的增长, 放缓的增速

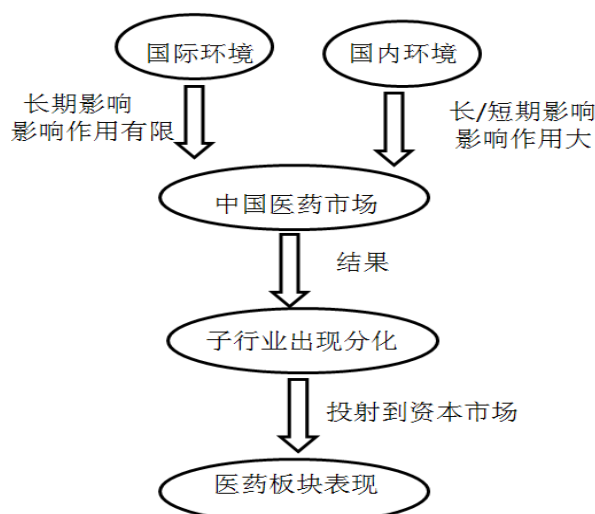
## 1. 医药行业特点分析——内生性增长和非自由竞争市场

正确的投资离不开正确的逻辑, 正确的逻辑必须有正确的理论框架。下面我们将从宏观看起, 透视医药行业的发展趋势, 把握正确的投资方向。

我国的医药市场总体体现出两个特点, 首先, **内生性是我国医药市场增长的主要动力**, 这主要是和我国所处的发展阶段, 如城镇化以及我国人口特点, 如老龄化决定的, 下文将一一进行阐述。第二个特点是, 我国医药市场**并不是一个完全自由竞争的市场**, 它的发展在很大程度上受到国内宏观环境和政策的影响。从医药行业历年来的经济指标也可以看到这一点, 医药行业目前出现的两次大底和今年年初出现的第三个低点都是受到限抗、招标政策的影响, 所以政府这个“看得见的手”对于医药行业的影响巨大。

国际环境的影响多为长期影响, 并且影响作用有限, 但是对于国际环境的分析和国际医药市场研究可以前瞻我国医药行业的发展方向。在国外、国内两方面的影响下, 中国医药市场里的各个子行业的发展程度并非一致, 行业间的分化投射到资本市场, 最直接的体现就是估值水平的高低和市场表现各异。

图 1: 医药行业分析逻辑图



资料来源：德邦证券研究所

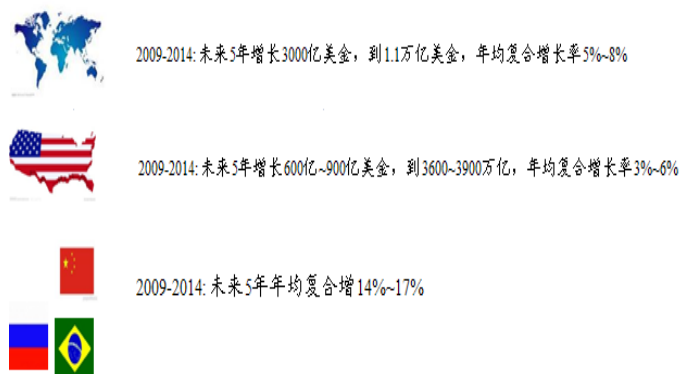
## 2. 国际环境支持医药行业的“黄金十年”

### 2.1. 国际医药市场增长的重心已经在向中国转移

国际医药市场增长的重心向中国转移已经是不争的事实。根据医药行业权威咨询机构 IMS 的预测, 全球医药行业的主要动力已经从发达国家转至以中国为首的新兴发展中国家。IMS 同时对 2009-2014 新兴国家年均复合增长率作了预测, 预测数据表明, 2009-2014 年全球医药市场将会有 3000 亿美金的增长, 整个市场容量达到 1.1 万亿美金, 年均复合增长率为 5%-8%, 其中美国市场在未来五年内医药行业增长的绝对量降到 600-900 亿美金, 整个市场容量在 3600-3900 万亿美金, 年均复合增长率为 3%-6%,

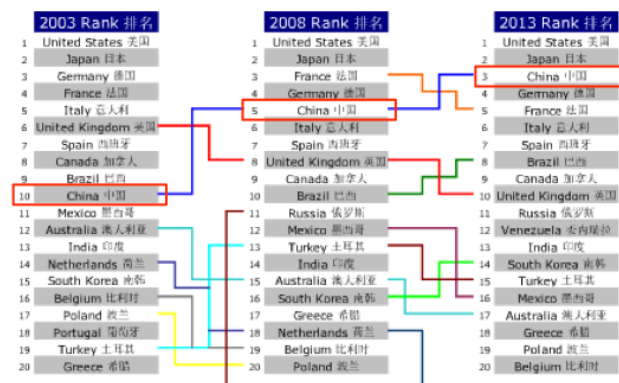
低于全球的增长幅度。形成鲜明对比的是以中国为首的新兴市场，在未来五年年均复合增长率将达到 14%-17%，远高于全球市场。中国市场据 IMS 发布的报告预测将在 2013 年成为全球排名第三的医药市场，仅次于美国和日本。

图 2：2009-2014E 年全球医药市场情况



资料来源：IMS, 德邦证券研究所

图 3：2003-2013E 中国医药市场排名

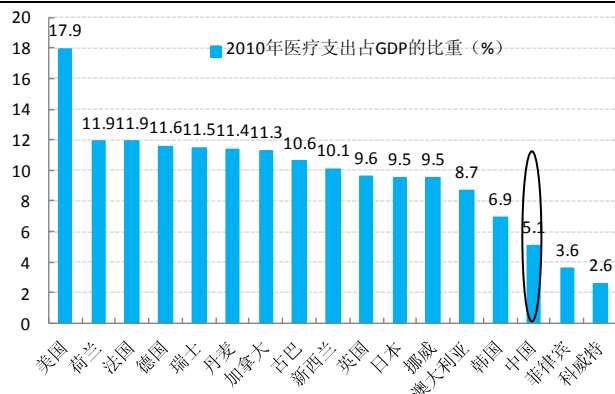


资料来源：IMS, 德邦证券研究所

## 2.2. 从国际经验来看中国医药行业还有很大的发展空间

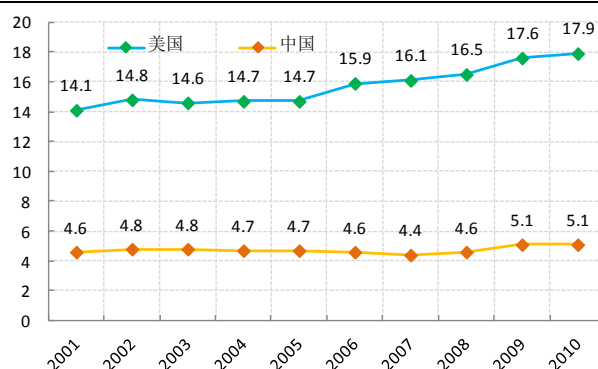
从发达国家的经验来看，传统发达国家的医疗支出占 GDP 的比重均在 10% 以上，美国超过 15%，而中国医疗支出只占 5% 左右，还具有十分大的成长空间。拉长经济周期，我们也可以看到国家医疗支出占 GDP 的比重并没有出现明显的经济周期性，以美国为例，即使在 2008 年的经济危机，国际医疗支出的比重非但没有降低反而略有提升。中国情况也是如此，维持在 5% 左右。当然 GDP 增速的趋缓会影响行业的增速，因此我们对 2013 年行业的增长态势判断是确定的增长，放缓的增速。

图 4：2010 年全球部分国家医疗支出占 GDP 比重情况



资料来源：OECD, 德邦证券研究所

图 5：2001-2010 中美两国国家医疗支出占 GDP 比重情况



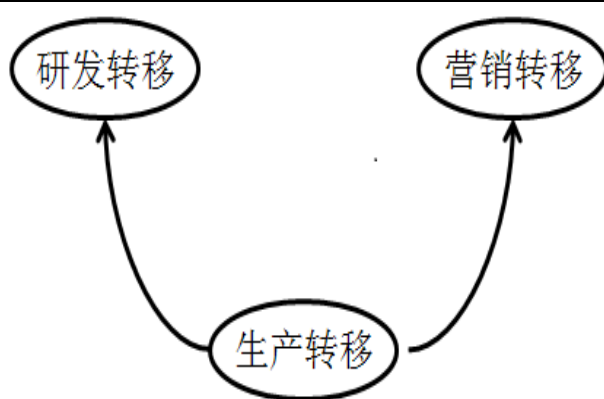
资料来源：OECD, 德邦证券研究所

### 2.3. 中国正在成为承接国外医药产业转移的主力

国外医药巨头纷纷抢滩中国。国外医药巨头已经从简单的制造转移变为全方位的转移，如研发转移，市场转移。整个中国医药市场已经从简单的承接生产外包向微笑曲线的两端研发和营销转移。

国外医药向中国开始发起生产转移的过程中，涌现出了像海正药业，华海药业，海翔药业等一批优秀企业。目前研发转移，营销转移过程中一定也会涌现出新的一批有代表性的企业，如智飞生物（代理默沙东的疫苗销售，同时自己在代理过程中进行自主研发）。国外的研发转移过程中，中国企业也从中受益，恒瑞医药就是典型代表。国外医药行业的各种转移是中国医药市场增长的引擎之一。

图 6：国际医药产业向中国转移微笑曲线图



资料来源：德邦证券研究所

## 3. 国内环境对医药行业影响最大的还是医改

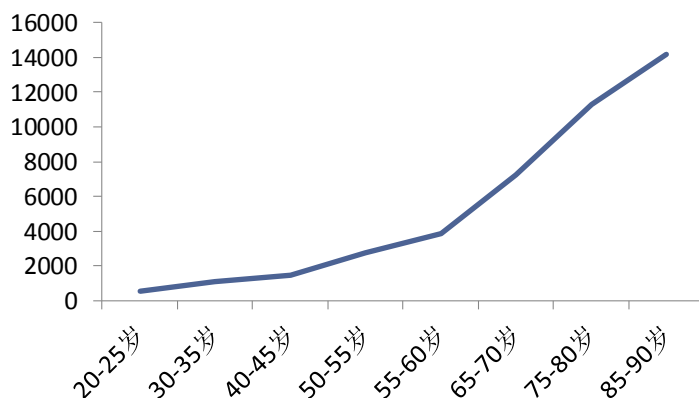
### 3.1. 国内环境继续支持医药行业的刚需发展

正如上文所述，国内环境是影响医药行业的主要推手。从需求端来看，国内推动医药行业增长的刚需仍然存在，主要有以下四点：宏观经济增长是我国医疗行业能持续增长的保证，人口老龄化和疾病谱的改变是医药行业增长的内生动力，医疗卫生制度改革是医药行业增长的外部驱动力。

任何行业都脱离不了大的经济环境。宏观经济持续增长从大的环境上为医药行业的增长保驾护航。中国 GDP 的高增长带来的是人均可支配收入的提高和医疗保健支出的提高。统计局数据表明我国卫生总费用从 2001-2009 年的年复合增长率为 17%。

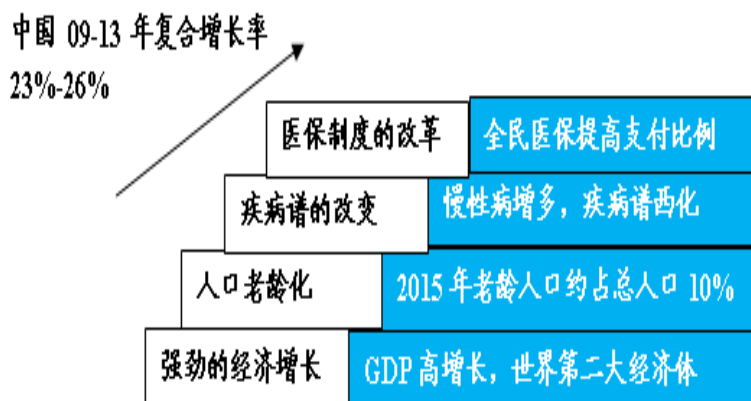
**人口老龄化和疾病谱的改变**是支撑医药行业增长的重要内生力量。据《经济学人智库》预测，到 2016 年，中国人口将达到 13.6 亿，略高于印度，成为全世界人口最多的国家，其中老龄人口（65 岁以上）预计由 2011 年的 8.4% 上升到 9.7%。老龄人口对于医疗卫生服务提出更高的要求。目前，老龄人口占处方药市场的 20%-40%，占非处方药市场的 40%-50%。中国各年龄段人均医疗费用呈倒 L 型，也就是年龄到某个数字以后，医疗费直线上升。以上海为例：上海城镇职工医保人员各年龄段年人均医疗费统计：20-25 岁 567 元；30-35 岁 1089 元；40-45 岁 1465 元；50-55 岁 2744 元；55-60 岁 3871 元；65-70 岁 7261 元；75-80 岁 11302 元；85-90 岁 14175 元。另有 IMS 预测中国 2020 年 65 岁及以上人口比重将达到 16.1%。人均卫生费用将超过 350 美元，药品市场规模将达到 1.5 万亿左右。

图 7：上海城镇职工医保人员各年龄段年人均医疗费



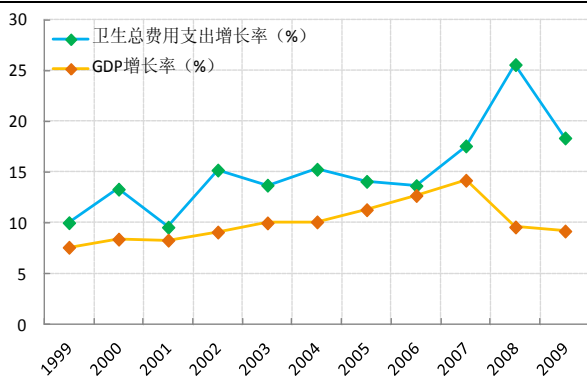
资料来源：网络资源，德邦证券研究所

图 8：我国医药市场增长的主要四个驱动力



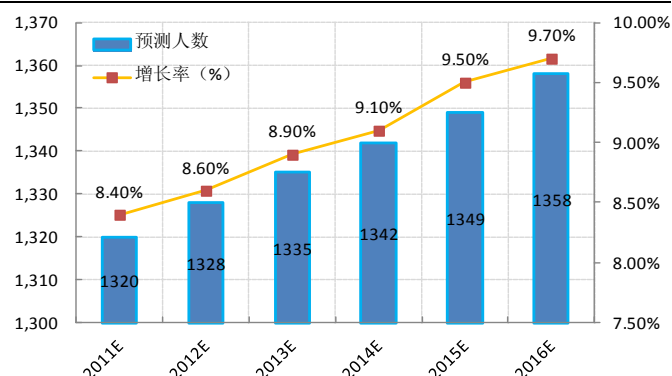
资料来源：德邦证券研究所

图 9：1999 年以来卫生总费用增长和 GDP 增长关系



资料来源：卫生部，德邦证券研究所

图 10：2011E-2016E 中国老龄化人数



资料来源：网络资源，德邦证券研究所

疾病谱的改变是推动中国医药市场增长的第二个推动力。根据国家统计局的数据，恶性肿瘤，心脏疾病和脑血管疾病均是 2009 年城市和农村地区死亡的主要病因，有统计数据表明一个恶性肿瘤病人的月均用药金额可达万元。

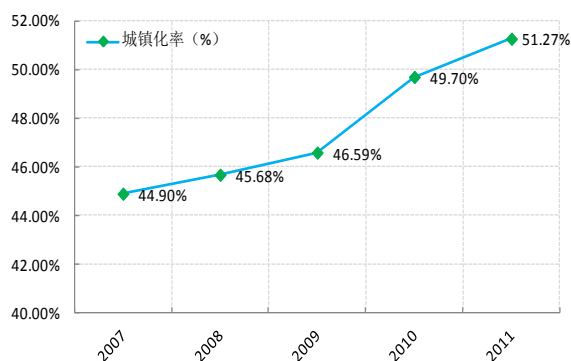
表格 1：城市和农村居民主要死亡原因（粗死亡率 0/000）

| 疾病种类        | 城市地区  |            | 农村地区  |            |
|-------------|-------|------------|-------|------------|
|             | 2009  | 2008-09 变化 | 2009  | 2008-09 变化 |
| 恶性肿瘤        | 167.6 | 0.6        | 159.2 | 2.4        |
| 心脏病         | 128.8 | 7.8        | 112.9 | 25.8       |
| 脑血管疾病       | 126.3 | 5.5        | 152.1 | 17.9       |
| 呼吸系统疾病      | 65.4  | -7.8       | 98.2  | -6         |
| 损伤和中毒       | 33.5  | 2.2        | 54.1  | 1.1        |
| 内分泌，营养和代谢疾病 | 20.3  | -0.8       | 11.3  | 0.2        |
| 消化系统疾病      | 16.6  | -1         | 14.6  | -1.8       |
| 泌尿系统疾病      | 7.3   | 0.4        | 7.2   | 1.5        |
| 神经系统疾病      | 6.9   | 0.6        | 5.1   | 0.7        |
| 传染病（肺结核除外）  | 4.4   | -0.3       | 5     | 0.3        |

资料来源：卫生部，德邦证券研究所

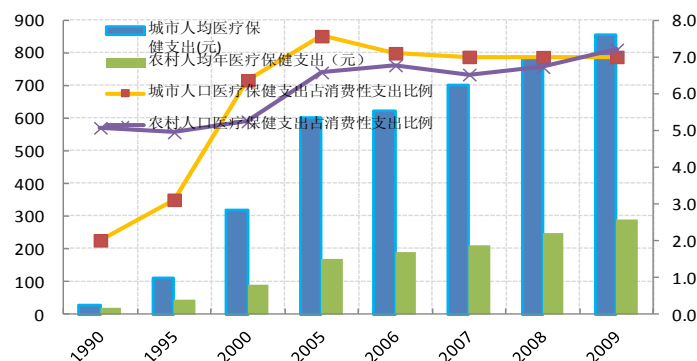
除了人口老龄化和疾病谱的改变，中国城镇化的持续推进也是推升医药市场增长的动力之一。从统计数据来看，到 2011 年，我国的城镇化率为 51.27%。根据国际惯例，国家的城镇化率要到达 70-80%。城镇化的过程中，城镇人口的增加也促进了医药行业的发展。

图 11：2007-2011 年中国城镇化率



资料来源：网络资源，德邦证券研究所

图 12：1990-2009 年城市/农村人口医疗支出情况



资料来源：卫生部，德邦证券研究所

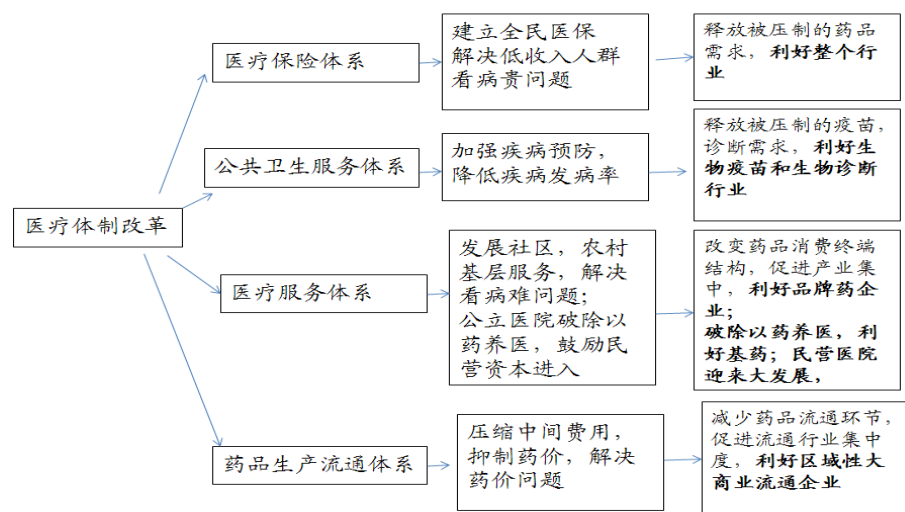
### 3.2. 医疗制度改革及部分政策对行业影响的剖析

医药行业发展还有一个重要的外部推手就是医疗制度的改革。如果说人口老龄化和疾病谱的变化是医药行业的绝对正能量，医疗制度改革对于医药行业的影响则是长期利好，短期会有波折。

2009 年 3 月，中国政府公布了大规模的医药卫生体制改革计划，承诺在 2009-2011 年三年内投入 8500 亿元人民币来发展国家医药卫生体制，包括将基本医疗保障体系的人口覆盖率从 2009 年人口的约 65%提升至 2011 年人口的 90%。同时修改国家基本药物目录和允许国家发改委实施更严格的定价监管机制。

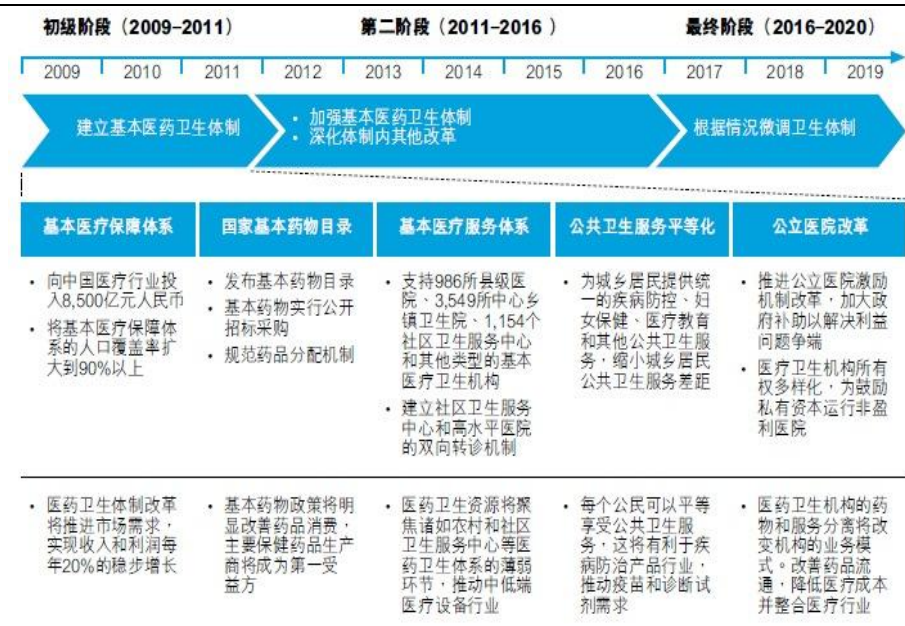
从已经公布的医改政策来看，国家将主要从以下四点入手。首先是医疗保障体系，国家的战略思想是先实现广覆盖再进行高保障，目前我国还处在从广覆盖向高保障转移阶段；第二是建立公共卫生服务体系，降低疾病的发病率；第三是医院的改革，主要内容有两点，第一是加强基层医疗服务体系的建设，强基层是一个改革重点，第二是对公立医院破除以药养医，并鼓励民营资本的进入；第四个是对医药流通行业进行整合，压缩中间环节，降低药价。

图 13：医疗体制改革对行业的影响



资料来源：德邦证券研究所

图 14：我国医疗体制改革三阶段



资料来源：德勤咨询，德邦证券研究所

为了配合医疗体制改革政策的实施，各级部门也相继出台了各种政策为医改的顺利推进进行保驾护航。我们梳理了部分重要相关政策及对行业的影响进行了分析。

表格 2：部分医药行业政策梳理及对行业影响

| 政策       | 主要内容                                        | 行业影响                     | 利好企业                    |
|----------|---------------------------------------------|--------------------------|-------------------------|
| 发改委多次降价  | 降低药品价格，挤压药品价格泡沫                             | 总体利空，尤其对于中标价和最高限价相差差距较小者 | 利于拥有独家品种企业大企业<br>抗降价能力强 |
| 生物产业发展规划 | 政策保障鼓励生物产业发展，基因药物，蛋白质药物，单抗，治疗性疫苗和小分子药物是鼓励重点 | 推动生物医药行业发展               | 利好具有研发优势生物疫苗，单抗类生产企业    |

|             |                       |                           |                       |
|-------------|-----------------------|---------------------------|-----------------------|
| 中医药创新发展规划纲要 | 对中医药“继承，创新，现代化，国际化”发展 | 推动中药行业发展                  | 利好具有国际化能力和具有品牌的中药生产企业 |
| 医疗器械产业规划    | 扶持产业龙头，重视基层市场         | 做大医疗器械行业                  | 利好龙头企业和面对基层的医疗器械企业    |
| 医院取消药品加成试点  | 实行药品零差率，破除以药养医        | 对于药品制造企业是个利空              | 利好基础用药生产企业            |
| 慢性病防治工作规划   | 加强对于慢性病的防治            | 推动中药和家用医疗器械行业发展           | 利好心脑血管，糖尿病治疗用药和保健企业   |
| 大病保障制度      | 重大疾病补偿水平达 90%         | 利好整个行业                    | 利好生产治疗大病病种用药企业        |
| 新版 GMP 推行   | 提高了药企准入门槛             | 对药品生产企业暂时是成本负担，推动行业生产质量提升 | 利好部分医疗器械企业            |

资料来源：德邦证券研究所

#### 4. 2013 年医药行业的展望——确定的增长，放缓的增速

站在此时，展望 2013，我们对医药行业整体的判断是，确定的增长，放缓的增速。之所以得出这个结论是居于以下几点理由：

**确定的增长：**我国医药行业是对外依存度较小的一个行业，除了原料药，医疗器械等子行业对出口有依赖，大部分医药工业均以满足国内需求为主，而支持我国医药行业增长的内需刺激因素没有发生改变，主要有我国宏观经济的确定性增长，人口老龄化趋势，人均可支配收入的提高，城镇化的持续推进，政府医保补助的提高等等，这些积极因素将持续支持医药行业确定的增长。

**放缓的增速：**首先从国家宏观层面，如果国家继续推进转型，我们认为中国 2013 年的经济增长将呈现经济触底，缓慢回升的态势。从历年 GDP 增速走势和医药工业增加值增速走势来看（见图 15），GDP 增速和医药工业增加值增速有同向关系，基于 GDP 增速不会出现较大幅度增长的假设，我们认为医药行业出现较大增速的概率较小。

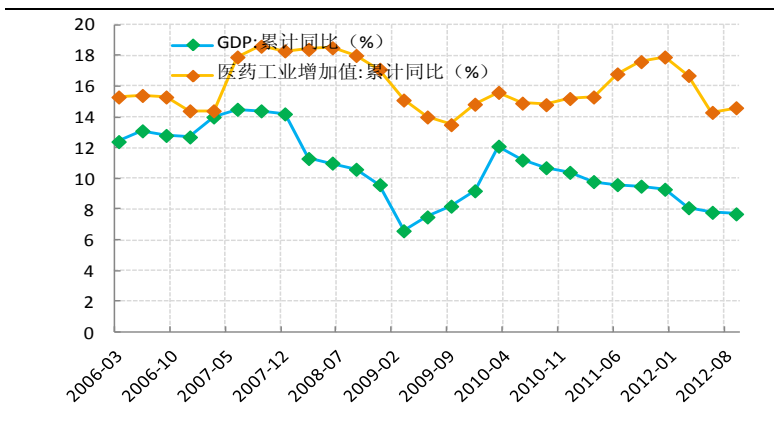
其次从国家对医药行业的投入层面，由于医药市场的需求由三方来拉动：一方是政府投入，第二方是社会筹资，第三方是个人投入，目前从三方占比来看，平分秋色。国务院发布关于印发“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案中提出，到 2015 年，政府卫生投入占经常性财政支出的比重逐步提高，群众个人卫生支出占卫生总费用的比例降低到 30% 以下，所以政府投入的多寡对医药市场的影响力加大。在当前宏观经济减速，加上结构性减税力度加大，税收增速明显回落，这在一定程度上会影响 2013 年财政对医疗卫生投入的增长水平（见图 16，图 17）。

再次从医药政策层面，降低药价是长期趋势，医药分开是医改的重点。因为政府投入的加大，将来会越来越重视医保费用的控制，所以医药费用控制一直是卫生部门对医院监管的重点。对于医院这个药品消费的主要战场，控费无疑对于行业是个利空。2011 年 12 月份 65 号文对今后控费提出明确要求，其中对门诊次均费用和住院次均费用增长要求不高于当地 GDP 增幅，全国平均控制在 8% 左右；同时，将控费情况纳入院长的年度考核，采取一票否决制；要求降低药品采购成本，严查大处方和不合理用药，全面推动门诊总额预付、住院按病种付费等医保支付方式。卫生部数据显示，公立医院门诊次均药费和住院人均药费增幅在过去几年都呈现明显下降趋势，其中门诊次均药费增幅从 2008 年的 12.6% 下降到 2011 年的 6.2%，而同期住院人均药费增幅则从 13.5% 下跌到 4.3%（见图 18，图 19）。

最后从企业运营层面，成本压力的加重也在拉低企业的盈利能力。统计数据表明，医药制造业的毛利率有走低趋势（见图 20）。从长期来看，在建设美丽中国这个大理念下，国家对于环保的要求日益趋严，医药企业在环保投入方面的成本会逐步加大；从短期来看，新版 GMP 将在 2015 年全面推行，这

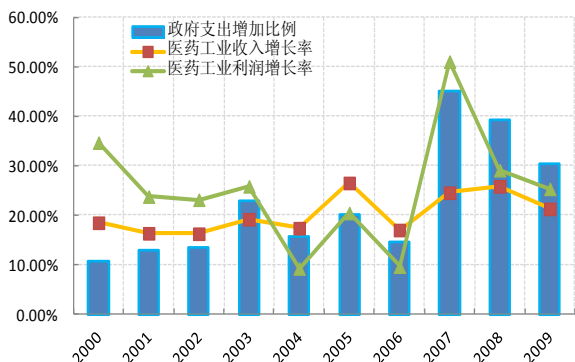
意味着还没有进行 GMP 改造的企业必须作出选择，要么投入改造，要么退出市场，新版 GMP 推行将提升医药行业集中度。目前已经通过新版 GMP 认证企业仅为 700 多家，相当于将近 5000 家的医药企业的 15%。据估算若按照新版 GMP 平均每家医药企业将投入 500 万元-1000 万元，改造费用将付出中小企业 2-3 年的经营利润，所以新版 GMP 导致的成本压力将在未来两年逐渐体现（见图 21）。

图 15：2006 年以来 GDP 增速和医药工业增速关系



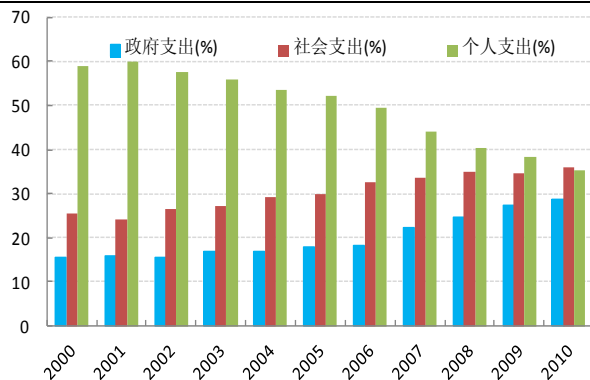
资料来源：wind，德邦证券研究所

图 16：政府支出增加比例对医药工业的影响



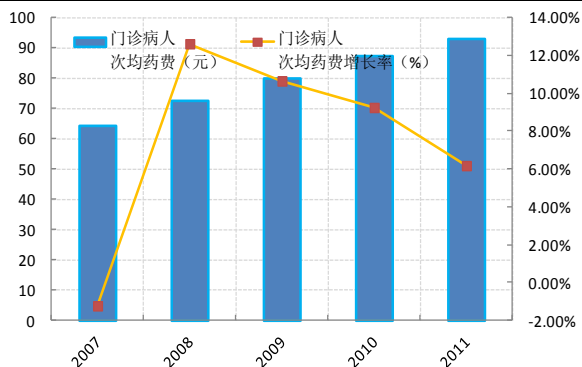
资料来源：卫生部，wind，德邦证券研究所

图 17：2000-2010 政府/社会/个人卫生费用投入变化



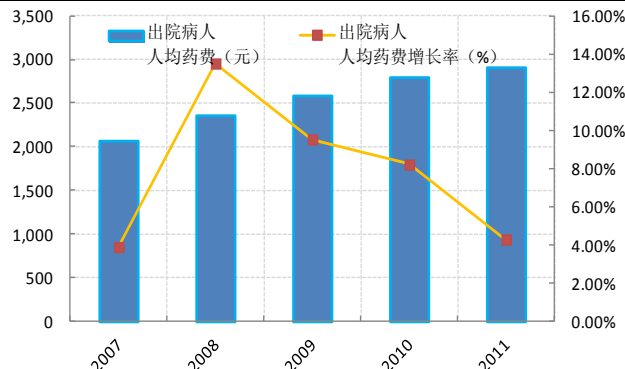
资料来源：卫生部，德邦证券研究所

图 18：2007-2011 门诊病人人均次药费情况



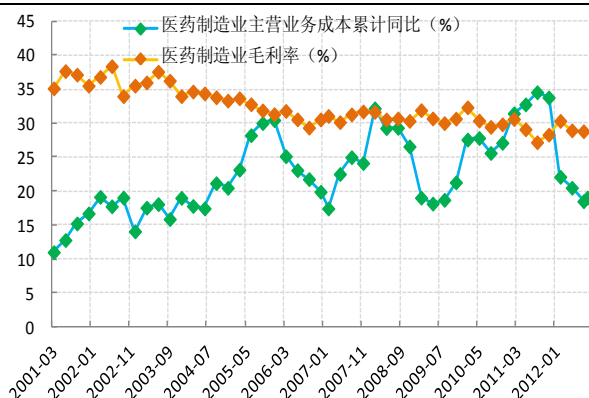
资料来源：卫生部，德邦证券研究所

图 19：2007-2011 出院病人人均药费情况



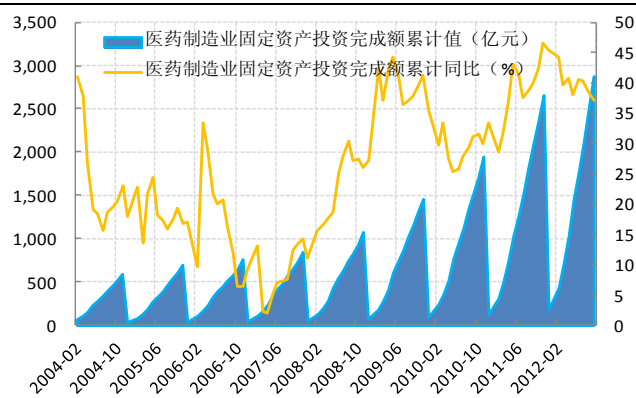
资料来源：卫生部，德邦证券研究所

图 20：2001 年以来医药制造业主营业务成本/毛利率情况



资料来源：wind，德邦证券研究所

图 21：2004 年以来医药制造业固定资产投资情况

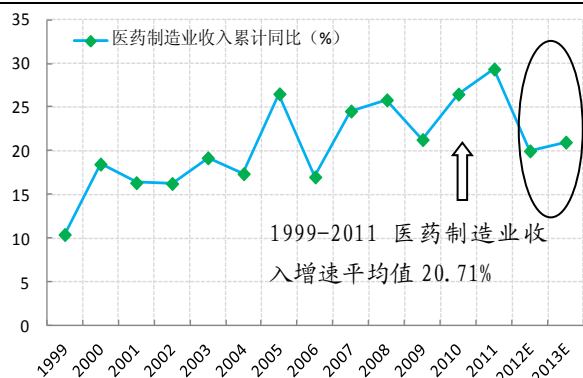


资料来源：wind，德邦证券研究所

从历史数据来看，1999-2011 年医药制造业收入增速平均值为 20.71%，利润增速平均值在 25.15%。2012 年行业收入出现大幅下滑。行业利润从 2010 年就已经出现下滑。我们年初预计 2012 年的行业收入增速为 20%，利润增速为 18%，目前医药行业运行态势基本符合我们的预期。

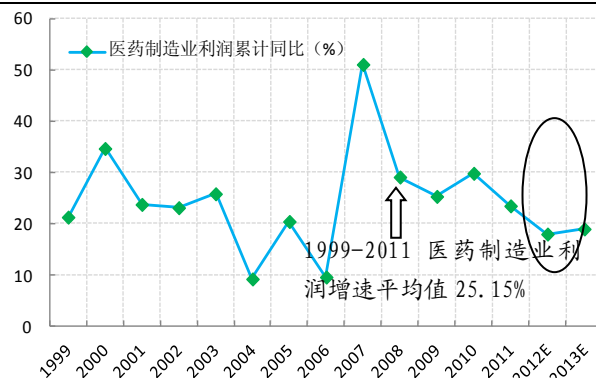
在我们对 2013 年“确定的增长，放缓的增速”这个大前提下，结合历史数据，对于 2013 年的医药行业收入增速和利润增速作出如下判断：收入增速和利润增速企稳，我们定义收入增速区间大概会在 20-22%之间，利润增速区间在 18-20%之间。这种判断的支撑是在假设 2013 年我国 GDP 增速维持在 7.5%，没有重大疫情等极端情况出现下作出的初步判断。

图 22：1999-2013E 医药制造业收入增速



资料来源：wind，德邦证券研究所

图 23：1999-2013E 医药制造业利润增速



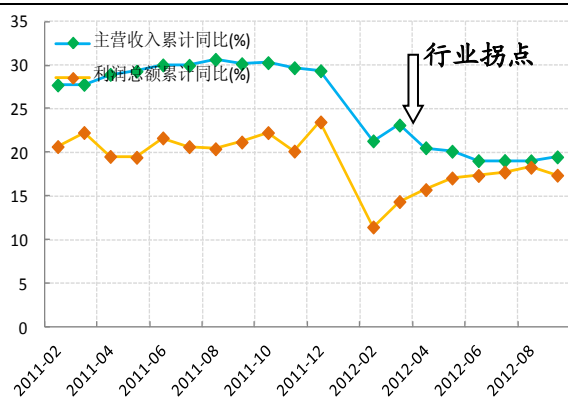
资料来源：wind，德邦证券研究所

## 二、2012 年医药板块表现回顾——整体持平，分化明显

### 1. 前涨后跌，回到原点——上半年表现突出，11 月份补跌回到原点，仍跑赢大盘

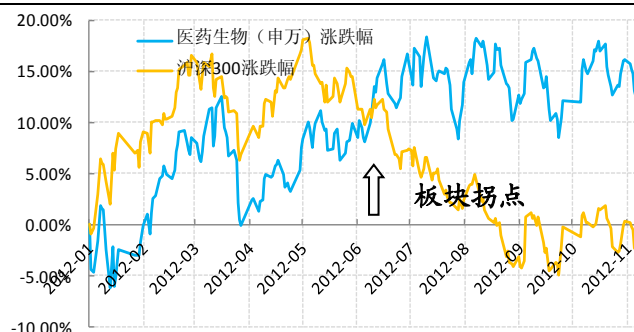
已走过的2012，医药板块经过了从料峭寒冬到阳春小三月的历程。市场对医药行业悲观情绪从2011年浸润到2012年初，虽然行业在2012年2月已经在发生悄然的改变，拐点已现，但是市场直到2012年中期才重新改变悲观预期，拥抱医药板块，开始了上涨行情。上半年先抑后扬，4月之前整体弱于市场，5月份开始表现反弹，一直延续到6月底。医药行业政策面的缓和，企业盈利增速的企稳，医药板块在上半年获得一轮估值修复，一改2011年经历长达1年的下跌趋势。下半年，随着大盘的下跌，板块高溢价风险也逐渐增加，11月份的大跌将前期累计的涨幅基本消耗殆尽，使得医药板块回到年初的原点，年初至2012年12月12日累计涨幅为1.75%，但是相对于沪深300指数，仍然跑赢大盘4.08个百分点。

图 24：2011 年以来医药行业行业收入/利润增速累计同比



资料来源：wind，德邦证券研究所

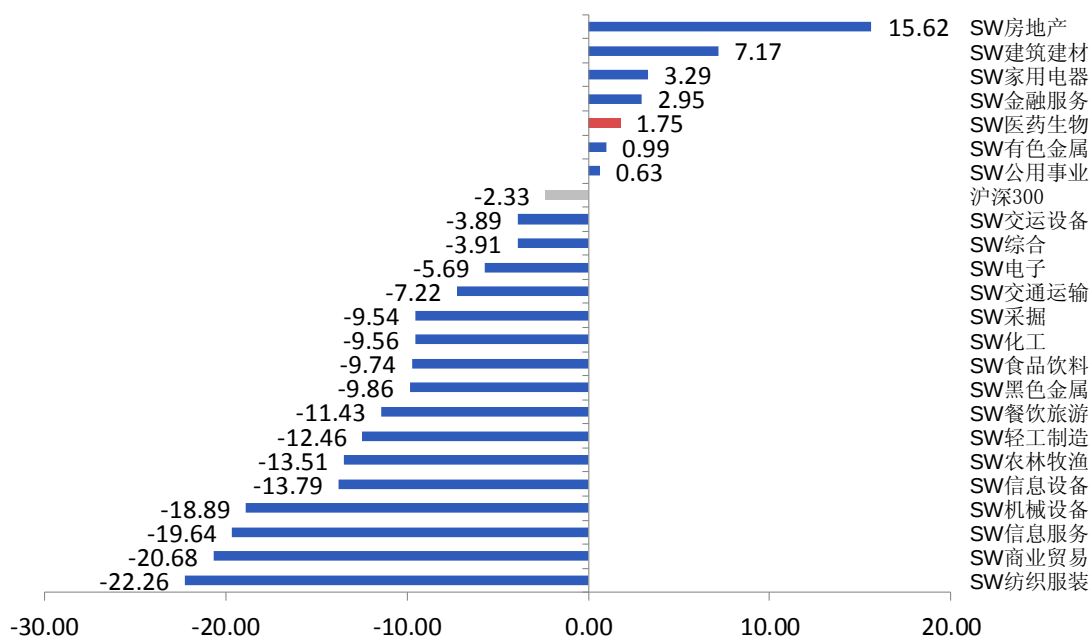
图 25：2012 年以来医药板块和大盘走势对比



资料来源：wind，德邦证券研究所

全部A股中七个行业跑赢沪深300指数，其中房地产行业涨幅最高，达到15.62%，其次是建筑建材、家用电器、金融服务等。其余行业跑输大盘，纺织服装和商业贸易位居跌幅榜前列，跌幅分别达到-22.26%和-20.68%。食品饮料上半年涨幅较高，11月19日，酒鬼酒塑化剂超标事件曝光，酒鬼酒停牌四天，之后的连续跌停带动了食品饮料板块的下跌，受到塑化剂的影响，行业整体风险提高，避险情绪下，投资者大量抛售酒类股票，行业龙头茅台也不能幸免。11月初至今，板块跌幅达到-16.48%。

图 26: 2012 年初至今行业涨跌幅

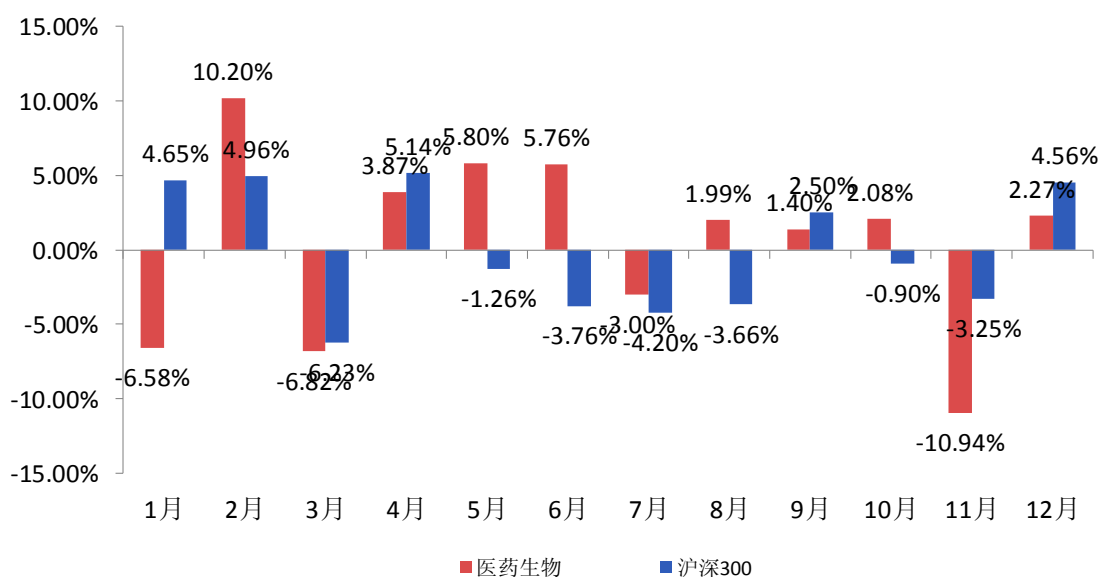


资料来源: wind, 德邦证券研究所

截止日期: 2012. 12. 12

从医药板块和沪深 300 的月度涨跌幅比例来看, 今年上半年 5 月份和 6 月份, 受到广东招标的政策回暖和医药企业经济数据的好转, 医药板块大幅跑赢大盘, 在大盘整体弱市的环境下, 表现了非常好的防御性。7、8 月份, 仍然延续了 5 月份的趋势, 9 月份出现了短暂的回调, 11 月份则出现了较大幅度的补跌, 将之前累积的涨幅基本消耗殆尽。12 月份医药板块在大盘反弹的大环境下, 也表现了一定的反弹, 但是仍然跑输大盘。总结一下今年整个医药板块的表现就是, 前涨后跌, 回到原点。

图 27: 2012 年医药板块和沪深 300 月度涨跌幅



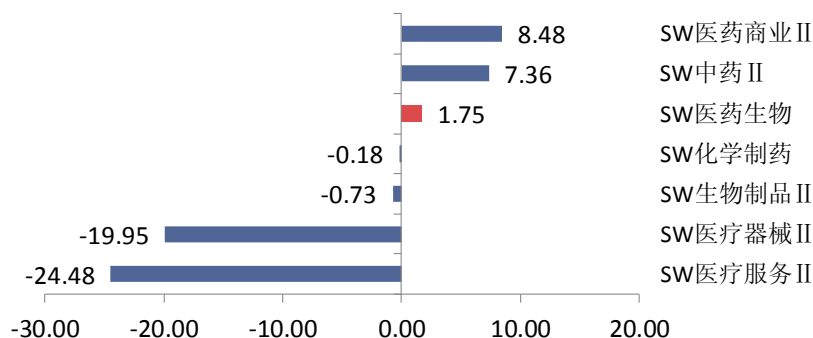
资料来源: wind, 德邦证券研究所

截止日期: 2012. 12. 12

## 2. 子行业分化明显，中药和商业板块尤为抢眼

截至 2012 年 12 月 12 日，医药板块本年涨幅为 1.75%，在各子行业中，医药商业和中药行业表现突出，涨幅分别为 8.48% 和 7.36%，医疗服务和医疗器械表现最差，跌幅分别达 -24.48% 和 -19.95%。医疗服务板块去年跌幅最小，而且估值一直偏高，二级市场上的表现不佳。中药板块受到各种利好政策的刺激，同时中药材价格在去年较大幅度上涨以后，目前处于相对稳定略有下降的状态，所以对中药企业的盈利能力有所提升。化学制药板块去年受到低价招标模式、药品降价、抗生素限用等行业负面政策的影响，出现较大的跌幅，今年处于相对低点。今年上半年以来，制剂行业盈利能力有所提升，化学制药板块在低位有所反弹。医疗器械行业有较好的表现，需求较大是行业表现突出的主要原因，同时相比化学制剂行业，2011 年对医疗器械方面出台的负面影响的政策较少，使得行业保持较高速的发展。生物制品行业受累于行业供给端和需求端的两头压缩，盈利水平堪忧，市场表现也不佳。医药商业今年上半年处于医药各子行业涨幅的第二，表现平稳发展。随着医改政策的不断明晰，以及医药流通行业的盈利模式转型，未来流通行业的格局将发生大的变化。

图 28：医药行业各子板块 2012 年初至今涨跌幅

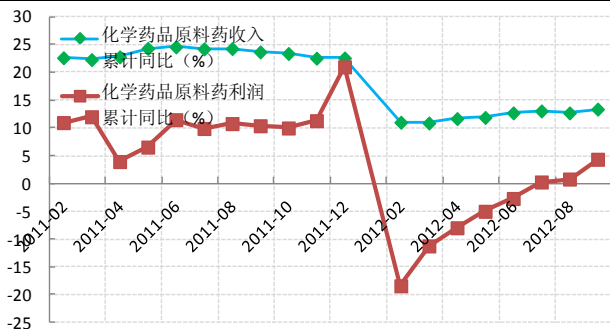


资料来源：wind，德邦证券研究所

截止日期：2012.12.12

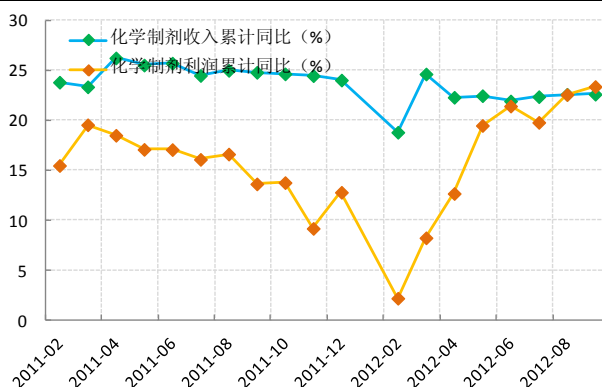
从医药各子行业经济运行数据来看，今年整体情况不容乐观，各个子行业的收入和利润增速大多处于呈现出下滑往企稳方向过渡的状况（化学原料药，化学制剂和中成药除外）。化学原料药和化学制剂的利润增速已经出现回升，尤其是化学制剂行业在 2012 年 9 月份的数据呈现出利润增速超过了收入增速的状况，改变了长时间增收不增利的现象。比较不容乐观的是中成药行业，最新的数据利润出现大幅度的下滑。

图 29：2011 年至今原料药行业经济运行数据



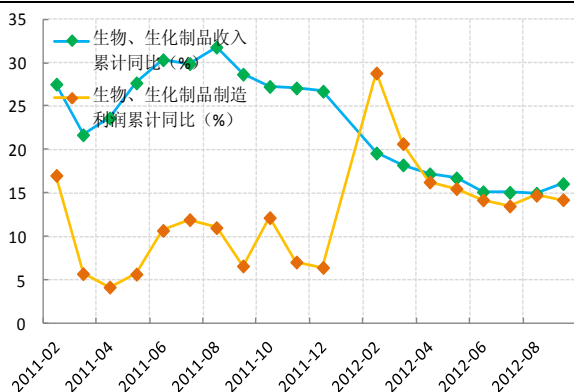
资料来源：wind，德邦证券研究所

图 30：2011 年至今化学制剂行业经济运行数据



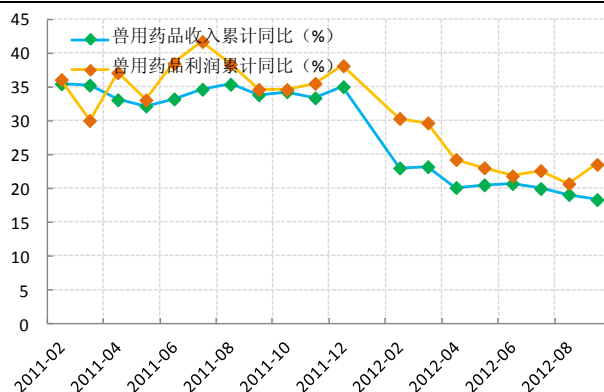
资料来源：wind，德邦证券研究所

图 31：2011 年至今生物生化制品行业经济运行数据



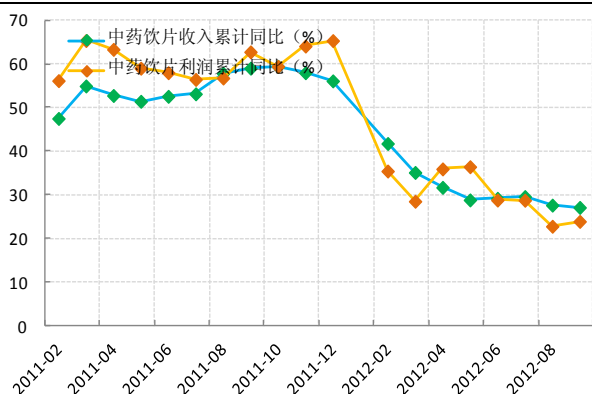
资料来源：wind，德邦证券研究所

图 32：2011 年至今兽用药品行业经济运行数据



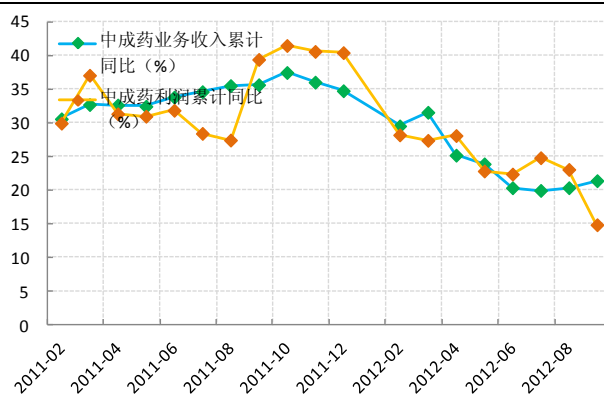
资料来源：wind，德邦证券研究所

图 33：2011 年至今中药饮片行业经济运行数据



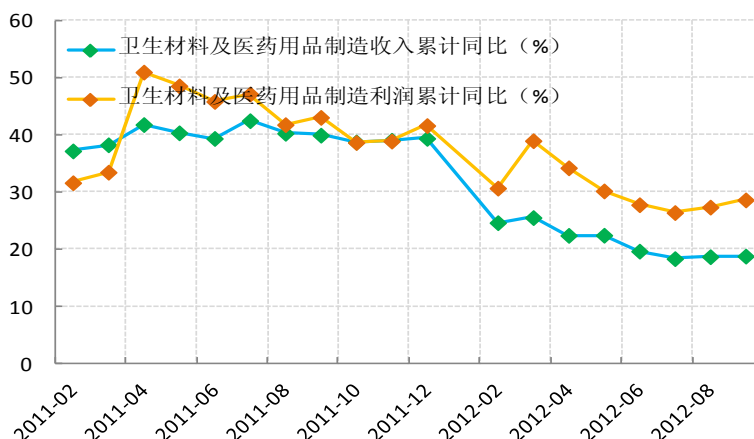
资料来源：wind，德邦证券研究所

图 34：2011 年至今中成药行业经济运行数据



资料来源：wind，德邦证券研究所

图 35：2011 年至今卫生材料行业经济运行数据



资料来源：wind，德邦证券研究所

### 3. 个股分化，偏好业绩超预期和重组概念股

我们把年初至 2012 年 12 月 21 日的所有医药个股涨跌幅列出，涨幅居前的有红日药业、信立泰、丽珠集团和北陆药业等这些业绩表现较好、超出市场预期的公司，广州药业和白云山受到集团整合资源，重组的事件驱动，涨幅在 49% 以上；而跌幅较大的则有振东制药、仁和药业、乐普医疗、海翔药业等业

绩下滑较明显的个股，也有千山药机、江中药业等业绩不达预期带来的杀估值行情。

**表格 3：2012 年初至今医药行业个股涨跌幅排行榜**

| 证券代码      | 证券简称  | 区间涨跌幅%  | 证券代码      | 证券简称 | 区间涨跌幅%   |
|-----------|-------|---------|-----------|------|----------|
| 300026.SZ | 红日药业  | 85.9635 | 300199.SZ | 翰宇药业 | -28.1348 |
| 600613.SH | 永生投资  | 77.6961 | 002166.SZ | 莱茵生物 | -30.2752 |
| 002294.SZ | 信立泰   | 72.4184 | 300003.SZ | 乐普医疗 | -31.7493 |
| 000661.SZ | 长春高新  | 67.1429 | 600529.SH | 山东药玻 | -32.2203 |
| 000513.SZ | 丽珠集团  | 65.4977 | 300015.SZ | 爱尔眼科 | -32.2236 |
| 300016.SZ | 北陆药业  | 59.9260 | 000650.SZ | 仁和药业 | -33.0092 |
| 300261.SZ | 雅本化学  | 58.3346 | 600750.SH | 江中药业 | -33.3844 |
| 000522.SZ | 白云山 A | 50.5879 | 002099.SZ | 海翔药业 | -35.6048 |
| 600332.SH | 广州药业  | 49.2210 | 300216.SZ | 千山药机 | -40.3242 |
| 300204.SZ | 舒泰神   | 48.0497 | 300158.SZ | 振东制药 | -42.1548 |

资料来源：wind，德邦证券研究所

截止日期：2012. 12. 21

### 三、2013 年行业投资策略——政策导向，业绩为王

基于前述我们对医药行业的分析逻辑，包括经济运行规律与二级市场表现的关联关系，我们认为 2013 年医药行业的整体基调是“确定的增长，放缓的增速”，并且对于医药行业“黄金十年”的乐观观点不变，尤其是在社会转型的过程中，和周期性板块相比，防御型板块无疑更具有吸引力，因此给予医药板块“推荐”评级。而基于医药行业独特的政策导向性考虑，我们认为明年医疗体制改革的重点将放在公立医院改革和药品零差率上，这些新的医改政策也将对行业产生重大影响，我们把明年最有可能出台对医药行业产生重大影响的政策一一列出，通过分析这些政策对医药各子行业的影响，对各子行业进行一个综合的评判。

#### 1. 医药板块投资策略——整体乐观，强于大市

医药板块在 2013 年必然会遇到各种曲折，但是对于医药行业“黄金十年”的乐观观点不变，尤其是在社会转型的过程中，和周期性板块相比，防御型板块无疑更具有吸引力，因此给予医药板块“推荐”评级。

对于整个板块投资策略，我们仍然强调围绕泛医疗体制改革为中心进行投资机会的选择，因为毕竟医院还是医药消费的主战场，医改导向直接决定了哪些企业会享有政策红利的受益机会，寻找符合医改 style 的投资机会是我们选择公司的主线。在这条主线下，鉴于对 2013 年医药行业增速放缓的判断和医药板块积累的高估值溢价，安全性将是我们首要考虑的问题，因此低估值（安全）公司以及发展处于拐点类的个股是我们投资的逻辑之一，赚取  $\alpha$  收益；同时医改持续推进，必定使得部分行业兴起，例如体外诊断外包、CRO。在政策环境驱动下，业绩高增长不断得到兑现。符合这一特征的公司，建议在估值溢价合理的情况下积极介入。对于一些新兴具有高速成长能力的企业，在有适当的估值溢价基础上，也给以关注（利用成长性化解高估值风险），赚取  $\beta$  收益，此为投资逻辑之二。

低估值（安全）公司或可能处于拐点类的个股选择上，我们看好中恒集团、东富龙、嘉事堂等个股；具有高速成长能力的个股选择上，我们看好凯利泰、泰格医药、利德曼等个股。

对于白马类公司，如恒瑞医药，云南白药，东阿阿胶，华润三九，智飞生物等优质白马股，我们长期看好，可以考虑长期配置，回调就是买入良机。

## 2. 医改等行业政策带来的机会与挑战

从行业政策角度来考虑，2013 年是新一轮医改的关键之年，也是医药行业政策频出的一年。无菌注射剂的新版 GMP 认证 deadline 在 2013 年底；新一轮的基药目录和医保目录即将出台；各地新一轮药品招标也在逐渐开展；药品招标二次议价或将重提；仿制药一致性评价提上日程等等。这些政策都将对医药各子行业的盈利水平带来或积极或消极的影响，有机会也有挑战，进而影响到其在二级市场的表现。总体而言，仅从政策角度考虑，我们认为 2013 年，政策对于医疗器械、医药商业以及医疗服务板块有积极的影响，而化学制剂、中药板块以及生物制品受到一定的负面影响。

**表格 4：2013 年各医药政策对医药子行业盈利水平的影响分析**

| 影响行业    | 新一轮基药和医保招标 | 仿制药一致性评价 | 新药审批权下放到省级 | 新版 GMP 认证 | 新版基药和医保目录 | 药品降价 | 药品零差率推广 | 二次议价 | 药品流通环节管理 | 社会资本进入医疗服务 | 新增血浆站的开放 | 综合评分 |
|---------|------------|----------|------------|-----------|-----------|------|---------|------|----------|------------|----------|------|
| 化学特色原料药 | +          | -        | /          | -         | +         | /    | /       | /    | /        | /          | /        | /    |
| 化学制剂    | +          | -        | ++         | -         | ++        | -    | -       | -    | -        | /          | /        | -    |
| 中药      | +          | /        | +          | -         | ++        | -    | -       | -    | -        | /          | /        | -    |
| 商业流通    | +          | /        | /          | /         | ++        | /    | +       | -    | --       | /          | /        | +    |
| 生物制品    | /          | /        | /          | -         | /         | /    | /       | /    | /        | /          | +        | /    |
| 医疗器械    | /          | /        | /          | ++        | /         | /    | +       | -    | /        | +          | /        | +++  |
| 医疗服务    | /          | /        | /          | /         | /         | /    | /       | /    | /        | +          | /        | +    |

资料来源：德邦证券研究所

说明：“+”表示对行业有利好影响，“-”表示对行业有不利的影响，“/”表示对行业直接影响很小，或影响不确定

### 2.1. 新版 GMP 认证利于行业规范和质量提升，医疗器械行业受益

新版 GMP 公布之日起就决定了其命运，虽然之前给过一些药企一段缓冲期，新版 GMP 的改造费用是 500 万~1000 万，这对于很多中小企业来说，是巨大的负担，改造不起。目前只有 200 家无菌药企业通过验证，而国内无菌药厂有差不多 1400 家以上，这就说明将会有更多企业被兼并。

2012 年 11 月，国家五部委下发了《关于加快实施新修订药品生产质量管理规范促进医药产业升级有关问题的通知（征求意见稿）》，征求意见稿为了促进新版 GMP 认证工作，拟对先行通过新版 GMP 认证的企业和产品进行多方面的扶持，具体将涉及招投标中的评标和定价、药品技术转让和委托生产等方面。截止到 2012 年 12 月 21 日，共有 746 家企业全部或部分车间通过新版 GMP 认证，但进度仍然较慢，部分企业存在观望心态，尤其是无菌制剂要在 2013 年底全部通过压力较大。国家对通过企业的各方面扶持将刺激一些中型有实力的企业尽快进行改造，力求尽早通过新版 GMP 认证。

为了鼓励药品生产向优势企业集中，企业在规定期限内转让药品生产技术，可由各省进行技术审评、生产现场检查和质量保障体系核查，报 SFDA 审批，审批环节简化快速，将加速药品转让和企业兼并。考虑到新版 GMP 的改造费用较高，一些小企业无力承担，未来 2-3 年，将会淘汰一批落后产能，出现更多的兼并收购案例。

新版 GMP 认证对设备的无菌化提出了更高的要求，大部分医药企业的设备面临着更新换代，这对于医疗器械行业来说，是一个很大的发展契机，最为受益的是东富龙这样的冻干机生产企业。

**表格 5：新版 GMP 认证的进展情况**

|           | 所需费用       | 截止日期                                        | 全国制药企业数 | 无菌制剂厂家数 | 已通过认证企业数              | 政策支持                                                 |
|-----------|------------|---------------------------------------------|---------|---------|-----------------------|------------------------------------------------------|
| 新版 GMP 认证 | 500-1000 万 | 无菌制剂：2013 年 12 月 31 日；其他制剂：2015 年 12 月 31 日 | 5000 多家 | 1400 多家 | 746 家（其中，无菌制剂 200 多家） | 对于通过新版 GMP 认证的企业，在药品 <b>招标、定价、技术转让、委托生产</b> 等方面有政策扶持 |

资料来源：德邦证券研究所

## 2.2. 仿制药一致性评价，促进国内制剂行业市场规范和质量提升

2012 年 11 月 22 日，SFDA 注册司发布关于征求《仿制药质量一致性评价工作方案（征求意见稿）》意见的通知。逐步落实《国家药品安全“十二五”规划》，提升已上市仿制药质量。据药监局介绍，我国批准上市的药品 1.6 万件，药品批准文号 18.7 万个，其中：化学药品 0.7 万种，批准文号 12.1 万，绝大多数为仿制药。2007 年新版《药品注册管理办法》实施前，国家对于药品审批的标准相对较低，实际临床中国产仿制药与被仿制药存在明显质量与疗效差异的现象比较普遍。《国家药品安全“十二五”规划》明确提出要用 5~10 年时间，对 2007 年修订的《药品注册管理办法》实施前的仿制药，分期分批与被仿制药进行全面比对研究，使仿制药与被仿制药达到一致。

征求意见稿指出要在 2015 年前完成基本药物目录中口服固体制剂仿制药质量一致性评价。从具体实施进程上，首先开展口服固体制剂的一致性评价；其次开展注射剂的一致性评价；最后开展其他剂型的一致性评价。选择基本药物目录中用药人群广、市场销量大、生产企业多并且有明确原研企业的品种先行先试，积累经验。

仿制药一致性评价实施之后，才能提高仿制药的整体水平，提高对进口替代的可能性，真正做到降低药品价格，减少医疗费用。对于研发高质量的首仿药企业来说，是一个利好机会，必将促进仿制药行业的整合和集中度提升。而对于化学制剂整个行业来说，行业的整合和落后企业的淘汰，短期内一定会造成行业整体的容量和增速的下滑，但是这只是一阵阵痛，经历了阵痛之后，行业才会朝着更加健康有序的方向发展，随着国内仿制药质量的提升，对进口原研药的替代效应更强，仿制药的价格优势也在一定程度上降低医疗费用，做到优质优价，实现真正的药品降价。

**表格 6：仿制药一致性评价工作计划**

| 时间          | 完成工作目标                                                          |
|-------------|-----------------------------------------------------------------|
| 2012 年      | 开展品种调研工作，出台口服固体制剂仿制药质量一致性评价相关指导原则，启动参比制剂筛选评价工作。                 |
| 2013 年      | 建立参比制剂目录；构建口服固体制剂仿制药数据库，建立国家局、药品检验机构和企业之间信息传输系统；完成参比制剂的遴选与确认工作。 |
| 2014 年      | 全面开展口服固体制剂仿制药与参比制剂的比对研究与评价工作。完善信息系统建设，完成部分品种质量一致性评价工作。          |
| 2015 年      | 完成基本药物目录中固体口服制剂质量一致性评价的工作任务。                                    |
| 2015-2020 年 | 开展注射剂及其他剂型的质量一致性评价工作。                                           |

资料来源：德邦证券研究所

## 2.3. 公立医院药品零差率的全国推广，不会像试点那么简单

**零差率的执行是新医改的重要环节：**公立医院药品零差率的执行是解决以药养医的第一步，也是新医疗体制改革中的重要环节，药品零差率从形式上切断了以药养医的途径，但实质上并没有切断医院、医生与药品之间的利益链条。我们从试点的部分省市和部分医院的情况来看，医院 15%-25% 的药品加成费用被强制取消之后，医院仍然能够从药品生产企业取得这一部分的收入，医院会要求药企给予 5-10%

的返点回扣。这是因为在国内的医疗体系制度下，医院特别是公立医院始终处于强势地位，而 5000 多家药品生产企业处于相对弱势，在与医院的谈判过程中，完全没有议价权利。这样导致的一个后果是，药企越来越难过，生存压力越来越大，必然催生了部分企业降低药品生产质量来维持合理的利润空间。另一个后果就是卖高价药，低价药利润低，无法覆盖成本，这又违反了医改的初衷，最终导致药价越来越高。

**零差率推广决心大，试点开展如火如荼：**从国家年初提出的县级医院药品零差率的规划以及各地政府对药品零差率的试点情况来看，这次的药品零差率政策执行的决心是很大的，各省市的执行力也是很强的（见表格 7）。各地已经明确把公立医院补偿方式由过去的服务收费、药品加成收入和财政补助三个渠道改为服务收费和财政补助两个渠道。医院由此减少的合理收入或形成的亏损通过调整医疗技术服务价格、增加政府投入等途径予以补偿。调整后的医疗技术服务收费按规定纳入医保支付范围，增加的政府投入由中央财政给予一定补助，地方财政要按实际情况调整支出结构，切实加大投入。同时，提高诊疗费、手术费、护理费等医疗技术服务价格，降低大型设备检查价格，政府投资购置的公立医院大型设备按扣除折旧后的成本制定检查价格。

**试点容易推广难：**我们了解到，一般医院的药占比在 50%以上，而药品加成收入是公立医院补偿的重要途径，药品零差率的提出，将这一重要渠道阻断了，由此带来的巨大补偿缺口很难弥补。政府投入的增加毕竟有限，而且各省市财政情况不同，也会导致全国推广的进度不一。因此，药品零差率的全国范围内推广，不会像试点那么简单，而且需要投入更大的财政补贴才能弥补由此带来的医院收入下降。

从医改的根本目的来看，是为了降低老百姓的医疗费用支出，合理分配医疗资源，解决“看病难，看病贵”的问题，彻底破除以药养医。简单的药品零差率只是把医院的那部分利益（所谓明的利益）剥离了，转嫁到医事服务费上，而如果政府不能完全补偿这部分利益，对于老百姓看病的支出，只是换汤不换药而已。而更大的一部分利益，即医生回扣（所谓暗的利益），根本尚未触及，药价虚高的问题得不到根本解决。**我们认为解决这一问题的核心解决方案**是要提高医护人员价值体现，提高基层医疗机构的医疗水平，多元化方式解决医疗费用的来源。医生的价值得不到体现，医生与药品之间的利益捆绑始终没法解除；基层医疗机构的水平得不到提高，医疗资源分配不均匀，导致看病难；医疗支出的补贴不到位也将势必影响药品零差率的执行推广。

**表格 7：各省市公立医院改革试点情况**

| 试点时间        | 各省市公立医院改革试点情况                                                                                         |
|-------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2012 年 11 月 | 河南省郑州市列入国家 311 个县级公立医院综合改革试点的荥阳、登封、中牟 3 个县(市)6 家试点医院，最近同时启动全面实行药品零差率销售。                               |
| 2012 年 10 月 | 继河北省唐县、栾城县两县实行县级公立医院综合改革后，该省涿鹿县、青龙县、平泉县、迁安市、三河市、黄骅市、景县、巨鹿县、涉县的 9 所试点县医院所有药品统一实行零差率销售。                 |
| 2012 年 10 月 | 从 10 月份开始，安徽省 74 个试点县的 138 个县级公立医院将分批全部实行药品零差率销售，覆盖全省所有农村地区，涉及近 6000 万城乡居民。在此次改革中，县级医院使用的全部药品实行零差率销售。 |
| 2012 年 10 月 | 湖南省选择浏阳市、茶陵县、炎陵县、湘乡市、石门县、祁阳县、冷水江县和龙山县作为县级公立医院药品零差率的改革试点。                                              |
| 2012 年 10 月 | 云南省 16 个州(市)的 30 个试点县(市、区) 县级公立医院全面取消药品加成政策，实行零差率销售。                                                  |
| 2012 年 7 月  | 深圳市所有公立医院正式实施药品零差率，实行医事服务费制度。                                                                         |

|            |                                                                                                         |
|------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2012 年 7 月 | 北京市友谊医院将正式实施医药分开试点，医院将取消目前的挂号费、诊疗费和 15% 的药品加成，实行医事服务费制度。9 月，朝阳医院取消药品加成。12 月 1 日，同仁医院、积水潭医院、天坛医院执行药品零差率。 |
| 2012 年 6 月 | 杭州临安市四家公立医院药品将全面实行零差率销售                                                                                 |
| 2012 年 5 月 | 山西省大同市在左云、浑源、灵丘三县全面实施县级公立医院综合改革，三个县的县级医院全部取消药品加成，实行零差率销售，由县级财政合理补偿。                                     |
| 2012 年 5 月 | 浙江省嘉兴所属的海宁、平湖、嘉善、海盐 4 个县(市)的所有县级公立医院，全部实行药品零差率销售。加上之前试点的桐乡市，嘉兴地区的 29 家县级公立医疗机构已全面改革，年内市级公立医院也将加入行列。     |

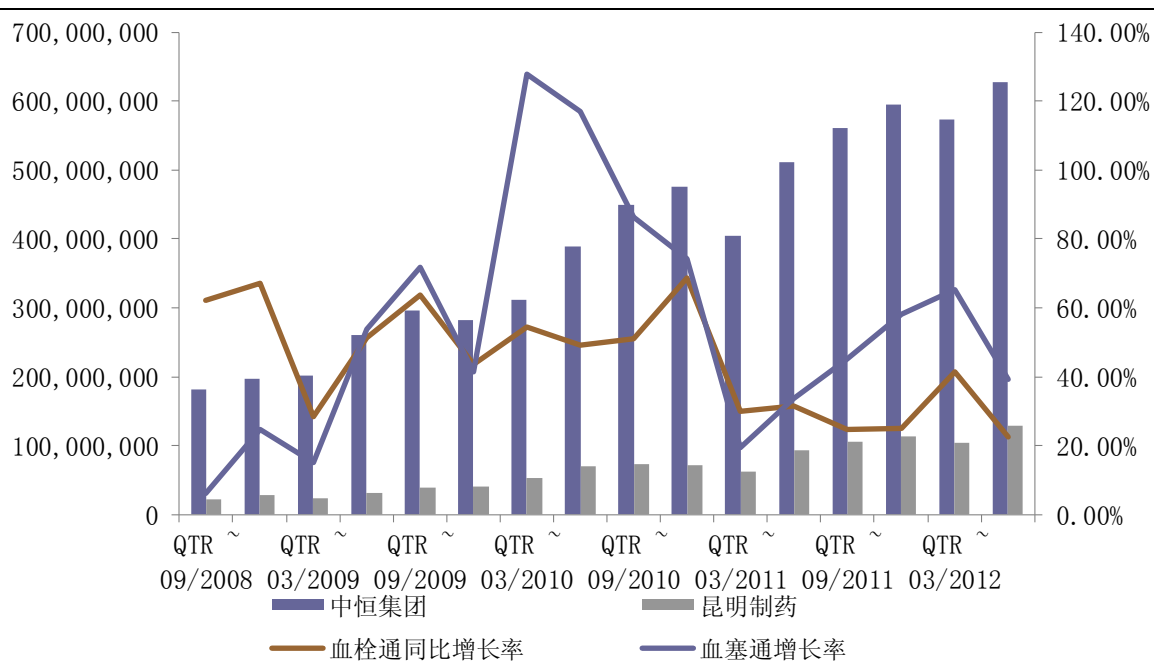
资料来源：德邦证券研究所

## 2.4. 新版基药目录和医保目录即将出台，进入品种有望放量

2009 年的国家基药目录收录了 307 种药品，主要针对基层医疗机构，而这些目录的药品远不能满足基层医疗的需求，各地方政府都出台了相应的增补目录，以满足基层医疗机构的用药需求。因此，国家也考虑到基层用药的实际情况，拟对 2009 版的基药目录进行改进增补，增加一些用量大、安全性高的常规用药，而对于一些用量小的基药也可能被调出。

对于进入各省基药增补目录和国家医保目录的品种，更有希望进入新版基药目录。尽管进入基药目录，药品可能面临降价风险，但是其所带来的量的提升足以弥补降价的损失，以量补价是大多数进入基药目录的品种所面临的发展路径。我们看到在 2009 版基药目录中，部分品种在加入基药目录之后，出现了明显的放量增长，相关公司的业绩也表现非常突出（见图 36）。据了解，新版基药目录将增加 200 个品种，其中化学药 100 个，中药 100 个。

图 36：血栓通和血塞通终端销售情况——血塞通 2010 年出现爆发式增长



资料来源：IMS，德邦证券研究所

## 2.5. 药品流通环节价格管理、药店和流通企业分级管理将促进行业集中度提升

2012 年 1 月，国家发改委发布《药品流通环节价格管理暂行办法（征求意见稿）》，拟对政府定价范围内药品经营者批发环节和医疗机构销售环节差价率（额）实行上限控制。政府调控从最高零售价的“一刀切”转移到流通各环节的“步步切”，2012 版的药品流通价格管理暂行办法与 2000 年版的相比，由过去的 10 档减少到 6 档，最高档金额也从 500 元提高到 2000 元，而且最高档给了价格限制，而不是过去的比例限制，因此大大地压缩了流通环节利润。

这种限制对底价打包销售模式的工业企业会造成严重冲击，对流通环节而言，将会利于行业整合，一些小的、多级经销模式的商业企业可能会面临兼并收购。自征求意见稿发布以来，药企逐步开始提高出厂价，由过去的低开票改为高开票药品出厂价大幅提高。同时，多级分销的医药商业盈利模式也会受到一定的冲击，商业盈利模式可能面临改变。

2012 年 11 月 28 日，商务部办公厅发布了关于做好《药品批发企业物流服务能力评估指标》等五个药品流通行业标准宣传贯彻工作的通知。其中，此次颁布的《零售药店经营服务规范》中明确将我国所有的药店分成了 A、AA、AAA 三个级别。

近年来，零售药房的经营环境较差，竞争加剧，低价竞争等恶性竞争手段泛滥，药品毛利率水平下降，人工和租金成本增加，导致盈利能力下降。通过这次的分级管理，可以将国内如此众多的零售药房分类，淘汰一些经营管理不规范的小药房。而对于大型连锁型零售药房是一个利好，通过 AAA 级评定将会给药房带来一个正面的肯定，促进消费者分流到级别高的药房。对于上市公司而言，具有连锁药房的药品流通企业将会受益，包括**华东医药、桐君阁、复星医药、第一医药、国药控股**等。

### 3. 结合政策导向，进行行业多维度分析

医药各个子行业发展阶段并不一致，出于不同发展阶段的子行业，投资时关注的侧重点各不相同。对于成熟板块，我们需要观察的是维持其增长的需求动力是否依然强劲，对于成长板块，我们更要关注政策导向，毕竟成长板块只有顺势才能长大。

**表格 8：医药子行业的发展阶段及关注点**

| 子行业   | 发展阶段             | 投资关注点                          |
|-------|------------------|--------------------------------|
| 化学原料药 | 大宗原料药：处于淘汰落后产能阶段 | 落后产能是否淘汰完毕，行业能维持正常利润水平         |
|       | 特色原料药：成熟阶段       | 是否能实现产业升级，向制剂生产转型              |
| 化学制剂  | 偏成熟期，仿制药为主       | 是否有强大的需求，研发，品牌，渠道是否具有竞争优势      |
| 中药    | 偏成熟期             | 是否具有品牌，渠道优势，是否有从治疗领域跨入大健康领域的优势 |
| 生物制药  | 幼稚期向成长期过渡        | 是否具有研发，渠道优势，是否符合国家政策扶持方向       |
| 医药流通  | 成长期向成熟期过渡        | 是否有整合医药流通全供应链能力                |
| 医药器械  | 幼稚期向成长期过渡        | 是否符合国家政策扶持方向，是否有渠道优势           |
| 医疗服务  | 幼稚期              | 是否符合国家政策发展方向，是否有规模化能力          |

资料来源：德邦证券研究所

我们从三个维度对于行业进行考量，分别是成长性，风险性和政策扶持三个角度对医药行业的各个子板块进行评分，评出应予以重点关注的子板块。（成长性：1-5 分，成长性越好分数越高；风险性：1-5，风险越大，分数越低；政策扶持：1-5，政策扶持力度越大，分数越高）。

表格 9：医药行业各子板块评分表

| 板块      | 成长性 | 风险性 | 政策扶持 | 总分 | 关注度（点）                             |
|---------|-----|-----|------|----|------------------------------------|
| 化学大宗原料药 | 1   | 5   | 0    | 6  | 略微关注（关注产能淘汰及海外经济复苏进行，原料药价格反弹）      |
| 化学特色原料药 | 2   | 4   | 0    | 6  | 略微关注（和国际巨头合作的代工模式，向制剂转型，制剂出口）      |
| 化学制剂    | 3   | 3   | 2    | 8  | 一般关注（有创新能力和品牌企业）                   |
| 中药      | 3   | 1   | 5    | 9  | 关注（有独家品种，特色品种企业）                   |
| 生物制药    | 5   | 3   | 5    | 13 | 重点关注（有渠道优势企业）                      |
| 医疗器械    | 4   | 2   | 4    | 10 | 重点关注（受益 GMP 认证加速和具有成长能力企业如骨科耗材类企业） |
| 医药商业    | 3   | 4   | 2    | 9  | 关注（关注区域性龙头企业）                      |
| 医疗服务    | 5   | 1   | 4    | 10 | 关注（有连锁扩张能力企业）                      |

资料来源：德邦证券研究所

#### 4. 重点推荐行业和公司

结合前面对 2013 年政策的分析，并且通过成长性、风险性和政策扶持三个维度对各子行业进行了深入的分析和定量的判断，我们建议重点关注**医疗器械板块**和**生物制药板块**，对于有独家或特色品种的中药企业以及区域性龙头商业企业也应当关注。

医疗器械板块建议关注受益新版 GMP 认证的国内冻干机龙头企业**东富龙**、以生产治疗骨质疏松症的椎体成形微创介入手术器械为主营的**凯利泰**；医疗服务板块推荐国内首家也是唯一一家 CRO 上市企业**泰格医药**；医药商业板块建议关注北京地区具有深厚地域优势和政府资源，并且在药房托管、药房改造等盈利模式创新中走在前列的**嘉事堂**，山东地区区域性龙头企业、政府资源和医院客户资源皆丰富的**瑞康医药**；生物制药板块推荐具有国内生化体外诊断领头企业**利德曼**。

对于白马类公司，如**恒瑞医药**，**云南白药**，**东阿阿胶**，**华润三九**，**智飞生物**等优质白马股，我们长期看好，可以考虑长期配置，回调就是买入良机。

表格 10：重点推荐公司盈利预测表

| 重点公司 | EPS（最新） |       |       | PE    |       |       | 收盘价   | 评级 |
|------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
|      | 2012E   | 2013E | 2014E | 2012E | 2013E | 2014E |       |    |
| 凯利泰  | 1.10    | 1.50  | 2.00  | 39.23 | 28.77 | 21.58 | 43.15 | 买入 |
| 泰格医药 | 1.24    | 1.71  | 2.31  | 45.97 | 33.33 | 24.68 | 57.00 | 增持 |
| 利德曼  | 0.66    | 0.87  | 1.14  | 31.80 | 24.13 | 18.41 | 20.99 | 买入 |
| 东富龙  | 1.33    | 1.73  | 2.16  | 20.74 | 15.95 | 12.77 | 27.59 | 买入 |
| 嘉事堂  | 0.33    | 0.42  | 0.51  | 23.27 | 18.29 | 15.06 | 7.68  | 买入 |
| 中恒集团 | 0.76    | 0.57  | 0.79  | 11.84 | 15.79 | 11.39 | 9.00  | 买入 |
| 瑞康医药 | 1.29    | 1.80  | 2.44  | 24.44 | 17.52 | 12.92 | 31.53 | 买入 |
| 智飞生物 | 0.68    | 0.91  | 1.20  | 48.09 | 35.93 | 27.25 | 32.70 | 增持 |
| 云南白药 | 2.24    | 2.83  | 3.55  | 28.56 | 22.61 | 18.02 | 63.98 | 增持 |
| 东阿阿胶 | 1.55    | 1.84  | 2.23  | 25.39 | 21.39 | 17.65 | 39.35 | 买入 |
| 华润三九 | 1.03    | 1.31  | 1.62  | 22.16 | 17.42 | 14.09 | 22.82 | 买入 |
| 恒瑞医药 | 0.88    | 1.11  | 1.36  | 31.59 | 25.05 | 20.44 | 27.80 | 增持 |

资料来源：wind，德邦证券研究所

截止日期：2012.12.21

## 四、重点公司投资要点

### 1. 东富龙（300171）

- ✧ **国内冻干机和冻干设备制造龙头企业**，直接受益于新版 GMP 的认证。2013 年国内所有针剂类医药生产企业必须完成新版 GMP 的认证，所以可以预见公司在 2013 年将是收获的一年。
- ✧ 目前国内 491 家冻干制剂生产企业中约六成需要设备更新，保守估算新版 GMP 带来的**市场机遇达 100 亿元以上**。
- ✧ 从公司公布的财报来看，公司三季度预收帐款达到 6.94 亿元，较二季度增长 1.15 亿元，增长比例较二季度增长 35%，有很大的提升。预售帐款的增长加速态势，体现了公司订单的饱满。按照公司所处业内行规，先付 10%的预付简单推算，公司一个季度内增加订单额度 2 个亿。据公司披露，**公司在手订单超过 10 个亿**。
- ✧ **公司客户资源良好**，国内六大生物研究所、多家大型国企及民营企业均是公司的客户，市场占有率达到 20%以上。公司在已经认证通过的新版 GMP 企业中，占据超过 60%的份额，显示出了公司良好的客户关系和行业实力。
- ✧ 公司正在**从单一冻干机制造向冻干系统集成供应商转型**。上半年公司冻干系统的营业收入增速达到 338%以上，已经接近冻干机单机销量。冻干系统的毛利率比冻干机高出 10 个点。公司正在积极准备向海外拓展。
- ✧ **盈利预测**：2012-2014 每股收益分别为 1.33 元，1.73 元，2.16 元。
- ✧ **风险提示**：新版 GMP 认证推迟导致的回款时间延后，钢材大幅上涨带来的成本压力。

### 2. 利德曼（300289）

- ✧ **利德曼是国内生化试剂的龙头企业**，是国内体外生化诊断试剂品种最齐全的生产商之一。公司已获得 99 项体外生化诊断试剂产品注册证书和 26 项化学发光试剂注册证书。
- ✧ **体外诊断在我国还处于刚起步阶段，市场发展空间巨大**。全球体外诊断市场规模已超 400 亿美金，而做为全世界人口最多的中国，只占世界份额的 3%。有强大发展潜力的市场为公司打开了成长空间。另外体外诊断直接受益于我国取消以药养医模式的改变和我国对于疾病防治意识的加强。
- ✧ **公司业务的增速远高于行业平均**。2008-2011 年公司生化诊断试剂销售收入年复合增长率为 29%，高于行业 15%的平均增速，也高于可以类比的已上市公司。同时毛利率也从 60%上升至 68%，盈利能力在加强。
- ✧ **公司积极开拓化学发光免疫诊断领域**，该技术广泛使用于三甲医院，而且该产品具有客户粘性，即诊断试剂要和仪器配套。目前该市场主要被外资垄断，公司在此领域和其他国内同行相比具有先发优势。公司目前已经取得了 26 项化学发光试剂注册证书，全自动化学发光仪也在 10 月份获得注册证书，公司的化学发光业务将在明年全面推广，为公司增加新的利润增长点。
- ✧ **盈利预测**：2012-2014 每股收益分别为 0.66 元，0.87 元，1.14 元。
- ✧ **风险提示**：公司化学发光系列市场推进速度慢于预期。

### 3. 泰格医药（300347）

- ✧ 泰格医药在 A 股市场上具有**资源稀缺的属性**。公司作为首家也是目前唯一一家 CRO（合同研究机构）在市场上可以享受一定的估值溢价。
- ✧ **我们十分看好泰格医药的管理团队**。公司董事长叶总和其他高管都有多年在国外医药巨头企业开展临床研究的经验，我们认为这种经验是泰格医药最为宝贵的财富，同时也为泰格医药竖立起了较深的进入壁垒。
- ✧ **公司所处的行业也是一个正在蓬勃发展的行业**。首先国外巨头纷纷抢滩中国，不光将自己的制造中心往中国转移，同时研发重心和市场重心也在向中国转移。一个是中国的研发成本较低，CRO 可以有效地降低制药企业的运营成本，提高研发效率；二是中国的医药市场够大，中国人种的数量和生物多样性为临床研究提供了天然的便利。大型制药企业 CRO 的增加，例如辉瑞公司计划把外包服务占 R&D 的比例从 15%提高至 30%，是公司所处行业的发展动力。
- ✧ **公司在 CRO 领域具有极强的生命力**，本土原有四家 CRO 企业，其余三家纷纷被外资收购，只有泰格医药一家上市，所以泰格面临的竞争者是外资的竞争。公司在 CRO 领域成绩斐然。截至 2011 年 12 月 31 日，公司参与了 25 个新化学单体和 10 个新生物制品的临床试验。现已经完成了 4 个创新药的临床研究。公司已经成功完成了 30 个创新药临床研究项目（包括 12 个新化学药品和 9 个新生物药品）。
- ✧ **公司在手订单充足**，2012 年 8 月 31 日泰格医药发布公告，泰格医药与默沙东签订捷诺维（西格列汀）上市后二型糖尿病临床试验服务合同第一期工作订单 2127 万（总金额 1.49 亿）。公司同时也是阿斯利康的优选供应商，成为两家国际制药巨头在中国本土唯一一家合作伙伴，考虑到此类战略合作协议的客户黏性以及未来订单量的稳定性上，可以预计到公司未来获得的国际订单数量会有增加。
- ✧ **盈利预测**：2012-2014 每股收益分别为 1.24 元，1.71 元，2.31 元。
- ✧ **风险提示**：公司人才流失的风险，大额订单不确定性风险。

### 4. 凯利泰（300326）

- ✧ 凯利泰是 A 股市场上一个小而美的公司，公司主要**深耕于骨科耗材市场**。骨科耗材市场是全球医疗器械市场增长最快的子行业之一。**产品毛利率高**，公司主要产品毛利均在 70%以上。
- ✧ **公司的产品主要针对的是老龄化的骨质疏松**。老龄化是我国人口社会结构变迁的主要趋势，随着老龄化人口的增多，骨质疏松的患者也会增加，公司产品所处的行业有比较大的发展前景。
- ✧ 公司目前的主要产品是为**椎体成形微创介入疗法提供耗材**。微创介入治疗方法在上世纪 90 年代末期最早在美国获得批准并用于临床。2001 年以后，该手术由于其创伤小、见效快等特点在美国等发达国家迅速普及开来。椎体成形微创介入疗法主要包括经皮椎体成形术（PVP）和经皮球囊扩张椎体后凸成形术（PKP）。
- ✧ **公司目前产品处于进口替代阶段**。公司的产品自问世以来，由于价格远低于进口产品，迅速抢占外资份额，市场占有率在椎体微创介入治疗领域占 50%以上的市场份额。公司已与 100 多家经销商建立了长期稳定的合作关系，产品覆盖的二级以上医院已达到 500 多家，几乎覆盖了全国的所有省份，公司的经销商数量、终端销售医院数量和销售区域覆盖面超过了其他的竞争对手并已经确立了领先的市场地位。

- ✧ 公司除了耕耘国内市场，**也注重海外市场的开拓**。公司自 2008 年初获得 CE 认证，凭借先进的产品技术和稳定的产品质量，已经向德国、阿根廷、巴西等多个国家和地区销售产品，和多家境外经销商建立了长期的合作关系。经过多年的持续努力，公司产品已经获得海外医生和市场的认可，并不断加大境外市场的开拓力度，目前正在日本和美国市场进行产品注册，一旦注册成功将会给公司带来更加广阔的市场空间。
- ✧ 公司所处行业**存在一定的政策壁垒**，公司的产品属于二类或者三类医疗器械，从企业申请设立审批到产品研发、临床试验并顺利完成注册并投放市场，需要 2-3 年的时间，大大增加了新进企业的难度。
- ✧ **盈利预测**：2012-2014 年每股收益分别为 1.10 元，1.50 元，2.00 元。
- ✧ **风险提示**：公司产品单一风险，公司产品出现医疗事故风险。

## 5. 嘉事堂（002462）

- ✧ **区域性企业，政府背景资源丰富**：嘉事堂是扎根于北京地区的地方性医药配送企业，公司大股东是中国青年实业发展总公司，隶属于团中央。其他股东包括北京市朝阳区和房山区国资委，具有一定的地区优势和政府背景资源。
- ✧ **增值服务的新盈利模式为公司带来配送量**：我们非常看好公司通过为医院提供增值服务来增加配送量的盈利模式，这一模式不仅能够提高药品配送业务量，也增强了客户的依赖度和粘性。药房托管是公立医院改革的趋势之一，公司具有前瞻性的布局能够抢占市场的先机。医药商业集中度提高是个必然的趋势，未来能够胜出的一定是具有规模和物流优势的龙头企业，公司具有强大的物流优势，且北京地区的区域性企业，长期植根于北京市场，具有一定的区域优势，将在这一轮市场整合中胜出。新增的物流基地为公司的后续发展和壮大提供了强有力的保障。
- ✧ **明年的总后招标将是公司配送业务的一大增量**：北京地区的总后招标将于明年展开工作，公司在此之前已经做好了相关的市场公关和准备工作，只等招标工作的开展。考虑到公司在政府资源上的优势，以及公司低资产负债率和充足的资金，拿下总后招标是大概率事件。
- ✧ **盈利预测**：2012-2014 年每股收益分别为 0.33 元，0.42 元，0.51 元。
- ✧ **风险提示**：总后招标不顺利；药房托管进展缓慢。

## 6. 中恒集团（002462）

- ✧ **血栓通销售恢复，步长影响逐步消除**：2011 年，公司与山东步长医药公司解除了《产品总经销协议》，并收回血栓通的销售权，四季度收回退货，导致销售大幅下滑。2012 年，公司收回血栓通的销售权，产品的销售恢复明显，4 月份即把去年的存货全部消化完毕，今年全年实现血栓通 30% 以上的增长（剔除高开因素的影响，今年预计高开比例达 13%）。步长合作失败的影响正逐步消除，血栓通产品销售步入正轨。
- ✧ **营销结构调整，促进血栓通销售增长迅速**：2012 年，收回血栓通的销售权后，公司对自身的营销组织架构进行了大幅的调整，将过去的代理商收编为公司的区域经理，营销人员扩充至 10000 人，并且将营销队伍下沉到基层医疗市场，促进基药市场的开拓。预计 2012 年全年销售 1.5 亿支左右。
- ✧ **重点推广基层市场**：公司过去的产品主要在二级以上的医院销售，基层市场的营销渠道薄弱，今年开始，公司营销队伍更多地下沉到基层，充分发挥血栓通基药品种的特性。明年，随着营销结构调整的完成，基层市场的开拓，预计血栓通增长保持在 30% 以上的增长。

- ✧ **地产业务剥离，专心经营主业：**公司今年上半年分别将主要的房地产子公司剥离，共回笼资金 13 亿元，累计盈利 3.7 亿元左右。通过将地产业务剥离，盘活资产，为公司主业提供资金支持，也为未来的进一步融资计划扫除障碍。
- ✧ **盈利预测：**2012-2014 年每股收益分别为 0.76 元、0.57 元、0.79 元。
- ✧ **风险提示：**中药注射剂安全性风险。

## 7. 瑞康医药（002589）

- ✧ **济南等区域发展迅速，物流基地建设顺利：**公司在烟台和青岛地区增长稳定，增幅在 20-30% 左右；济南等新增区域发展迅速，上半年收入达 3.56 亿元，同比增长 56.87%；威海地区增长 45.95%。增长最快的是烟台、济南等地区以外的其他地区，收入达 7.11 亿元，增速达 103.48%。
- ✧ **器械和耗材配送量增长，毛利率可维持：**公司逐步涉入基本药物配送，导致配送的毛利率有所下降，上半年预计基药配送额为 2.6 亿元。但是随着高毛利的医疗器械和疫苗等品种的增加，毛利率会有所提升。医疗器械和耗材的配送对资金量的要求更高，随着统一招标和行业的规范，以及公司非公开增发募资的完成，预计医疗器械的配送量将出现大幅增长，毛利率维持在 7% 以上。
- ✧ **定增扩大配送品类，利用渠道叠加效应：**2012 年 7 月 21 日，公司发布非公开发行股票预案，拟发行不超过 2200 万股，募集资金上限为 6.2 亿元，发行价格不低于 28.79 元/股。本次非公开发行拟投资医疗器械及医用耗材配送、医用织物生产、医用织物洗涤配送三个项目，三个项目投入资金分别为 1.95 亿元、1.08 亿元和 0.92 亿元，并补充流动资金 2.055 亿元。
- ✧ **盈利预测：**2012-2014 年每股收益分别为 1.29 元、1.80 元、2.44 元。
- ✧ **风险提示：**定增计划不顺利的风险，毛利率大幅下滑风险。

## 分析师承诺

---

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级

---

### 一、行业评级

推荐—Attractive：预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性—In-Line：预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避—Cautious：预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

### 二、股票评级

买入—Buy：预期未来 6 个月股价涨幅≥20%

增持—Outperform：预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%

中性—Neutral：预期未来 6 个月股价涨幅为-10%-+10%

减持—Sell：预期未来 6 个月股价跌幅>10%

## 特别声明

---

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。