

中国医药板块 (优于大市)

行业政策利好龙头；建议关注高确定性和超跌股份

- ❖ 港股医药板块年初至今整体涨幅为 11.3%，行业估值水平已从 6 月高位回落至 20.5 倍预测市盈率，上半年医药板块走强主要因为 1) 中美贸易战持续市场避险情绪高涨，医药作为内需为主增长稳定的行业受到资金追捧；2) 2018 年 1-4 月医药制造业行业收入同比增长 14.9%，增速创四年新高，利润增速达 16.4%（主要受流感疫情爆发、两票制下高开影响，预计上述因素消化后行业增速可以回归至真实水平）；3) 行业政策利好龙头：鼓励创新、药品器械审评审批加快、医保目录动态调整、一致性评价。目前市场处于不稳定状态，长期我们仍然看好医药板块，行业内部结构变化明确，各项政策长期利好龙头。
- ❖ **国内药品审评加快，利好研发龙头。** 国务院明确加快创新药审批进度，药品审评审批用时进一步压缩。截止至今年 6 月底待审评药品注册申请已从 2015 年高峰的 2.2 万件降至目前 3200 件以内。行业内鼓励政策频出，优先评审和医保准入谈判。龙头药企研发投入加大，未来仿创结合、由仿入创成为企业核心增长点。我们长期看好研发实力突出、研发管线丰富的公司，建议关注**石药 (1093 HK, 买入)**、**中生制药 (1177 HK, 未评级)**、**三生制药 (1530 HK, 买入)**和**东阳光药 (1558 HK, 持有)**。
- ❖ **医疗行业供给侧改革，一致性评价加速市场重塑。** 目前一致性评价工作仍在进行中，已公布参比制剂 15 批 1071 个品种，目前有 4 批 41 个品种仿制药通过一致性评价。过去我国仿制药存在鱼龙混杂无序竞争，一致性评价作为医药行业供给侧改革未来会重改行业格局，淘汰低端仿制药，率先通过一致性评价的品种会挤占其他仿制药和原研市场份额，并享受诸多其他优待（招标采购和医保支付优先、少厂家竞争、期间费用下降），优质仿制药企市占率将进一步提高，建议关注**石药 (3 个品种已通过)**和**中生制药 (3 个品种已通过，7 个品种待审评)**。
- ❖ **两票制全面铺开，长期利好商业龙头。** 2018 年两票制在全国 31 个省全面执行，尽管短期龙头企业受调拨业务影响，商业收入增速放缓，长期看两票制将促进行业整合，减少中间环节提高流通效率，市场集中度提升，龙头商业公司受益。目前由于市场忧虑两票制执行结果，整体分销板块估值仍较落后，看好估值较低分销龙头，预计后期有重估机会：**上药 (2607 HK, 未评级)**、**国药 (1099 HK, 未评级)**。
- ❖ **医疗器械：技术创新+进口替代。** 国家持续推进和优化医疗器械审评政策，辅以器械医保报销比例倾斜国产，器械行业整体景气度向好，呈现出龙头集中、进口替代加快趋势，高端医疗器械行业壁垒较高，看好专注研发的细分行业龙头，如骨关节植入物龙头**爱康医疗 (1789 HK, 未评级)**。
- ❖ 我们认为在市场避险情绪高涨状态下，医药板块作为一个基本面持续稳定增长行业，仍会成为资金流入目标，目前整体板块已经回调，估值回落接近年初水平，我们继续看好业绩有较高确定性、具备丰厚研发管线的公司如**石药**，稳定业绩、超跌、股东增持或为触底信号，建议关注超跌股份如**康臣药业 (1681 HK, 买入)**。

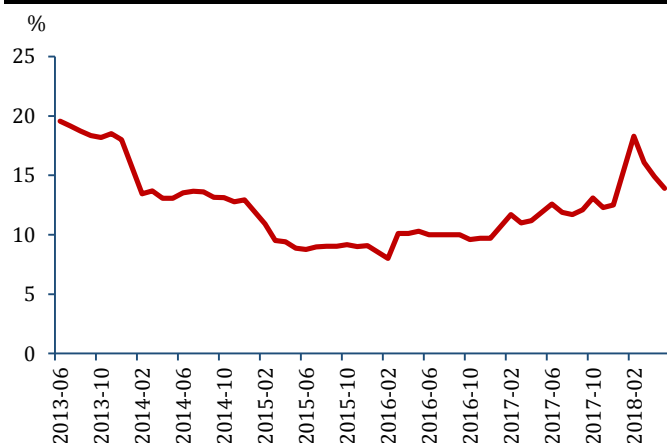
医药板块 (优于大市)

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

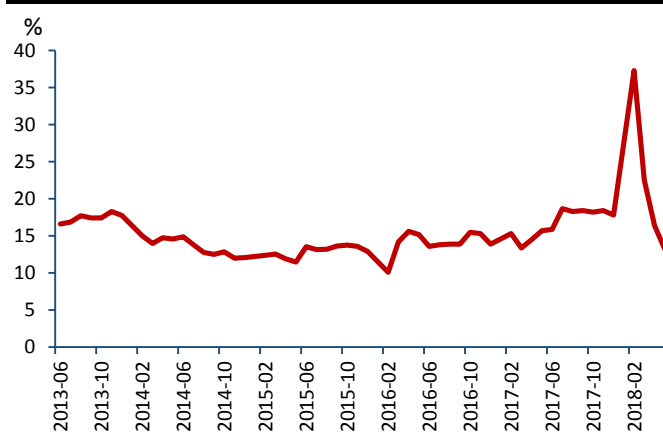
邮件：amyge@cmbi.com.hk

图 1：医药制造业收入增速（累计同比%）



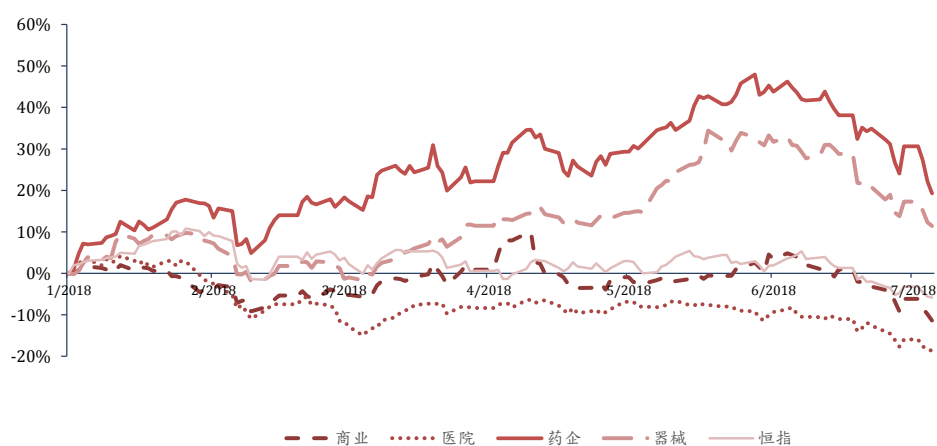
资料来源：万得、招银国际研究

图 2：医药制造业利润增速（累计同比%）



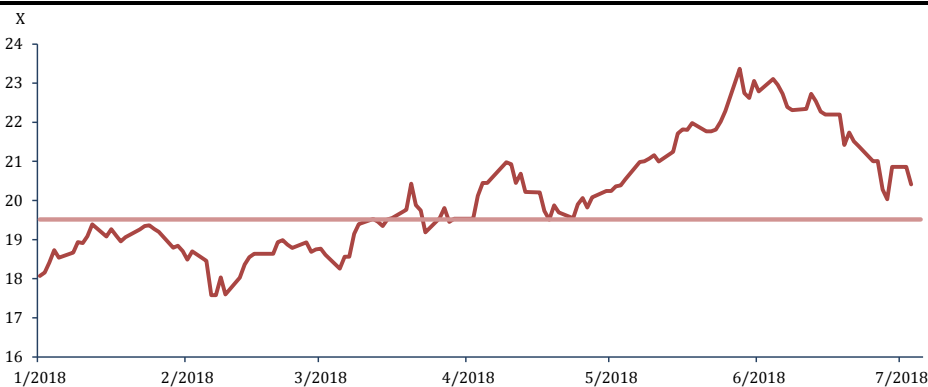
资料来源：万得、招银国际研究

图 3：医药板块年初至今涨幅



资料来源：万得、招银国际研究

图 4：医药板块估值回落近年初水平



资料来源：万得、招银国际研究

图 5：医药板块估值概览

公司	代码	股价	市值	市盈率(x)			市净率(x)			EV/EBITDA (x)			股本回报率(%)			PEG FY18E
		港元	百万港元	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	
化药和生物药																
中国生物制药	1177	12.22	154,434	39.4	43.2	34.9	9.3	8.2	6.6	22.6	23.2	18.0	25.4	25.3	23.9	1.97
石药集团	1093	22.30	139,219	34.7	37.5	29.5	6.4	7.9	6.9	22.5	24.9	19.8	21.8	22.1	24.2	1.41
三生制药	1530	18.30	46,460	34.5	34.1	26.9	4.4	4.8	4.1	22.5	22.8	18.2	13.4	15.1	16.6	1.38
石四药集团	2005	8.02	24,172	20.6	25.6	21.0	4.0	5.7	4.8	13.6	N/A	N/A	21.6	23.3	24.1	1.22
李氏大药厂	950	10.16	6,015	17.4	21.2	18.9	2.2	3.1	2.8	11.6	N/A	N/A	13.7	14.6	14.2	1.64
复星医药	2196	42.00	117,810	35.0	23.9	20.0	4.4	3.2	2.9	31.0	27.3	22.3	13.2	13.9	15.1	1.34
远大医药	512	5.37	15,362	18.5	19.2	13.8	3.8	3.9	3.0	11.3	N/A	N/A	23.4	21.5	23.0	0.48
联邦制药	3933	8.04	13,183	105.1	18.8	15.4	1.6	2.0	1.7	11.8	7.8	6.6	1.5	9.8	10.9	1.33
丽珠集团	1513	40.25	36,639	8.2	22.5	18.9	3.4	2.2	2.0	18.3	15.6	13.4	51.3	9.8	10.8	1.46
白云山	874	36.65	72,954	15.1	21.0	17.7	1.7	2.4	2.2	9.5	20.1	16.2	11.4	12.7	13.4	1.19
复旦张江	1349	3.60	3,323	47.4	23.7	17.1	4.1	N/A	N/A	27.1	N/A	N/A	8.8	N/A	N/A	0.79
亿胜生物科技	1061	6.44	3,677	15.4	17.6	14.6	3.5	4.0	3.3	11.3	14.8	12.0	25.8	25.1	24.4	0.85
B B I 生命科学	1035	2.80	1,531	27.7	17.1	13.3	2.6	N/A	N/A	16.6	N/A	N/A	9.8	10.6	12.1	0.61
绿叶制药	2186	8.61	28,197	17.1	20.7	17.4	2.5	2.9	2.6	11.9	15.9	13.7	14.9	15.7	16.0	1.25
东阳光药	1558	41.90	18,940	15.9	18.7	16.1	3.7	4.6	3.7	11.6	14.4	12.2	24.6	26.1	25.4	1.06
泰凌医药	1011	1.67	2,683	11.5	N/A	N/A	1.7	N/A	N/A	10.6	N/A	N/A	13.5	N/A	N/A	
雅各布臣科研制药	2633	1.78	3,232	14.0	13.7	13.7	1.7	N/A	1.6	11.1	N/A	N/A	13.5	12.8	11.8	1.61
四环医药	460	1.58	14,964	15.3	9.0	8.5	2.0	1.1	1.0	9.9	6.1	5.1	13.2	12.9	12.7	1.12
东瑞制药	2348	4.60	3,649	9.7	9.6	7.9	1.6	1.5	1.4	5.0	N/A	N/A	17.0	N/A	N/A	0.61
				26.4	22.1	18.1	3.4	3.8	3.1	15.3	17.5	14.3	17.8	17.0	17.4	1.18
中药																
神威药业	2877	13.74	11,363	11.0	16.1	13.2	0.9	1.6	1.5	2.3	8.1	6.0	7.9	10.1	11.6	0.81
中国中药	570	6.69	33,690	13.1	18.8	15.6	1.2	1.8	1.7	8.0	11.7	9.8	9.7	10.3	11.1	0.97
同仁堂科技	1666	12.06	15,446	18.1	18.2	16.1	2.5	2.1	1.8	9.4	N/A	N/A	14.5	12.1	12.0	1.91
康臣药业	1681	6.76	5,913	12.8	10.8	9.2	2.9	2.1	1.8	8.4	6.5	5.3	22.6	24.4	24.5	0.67
中智药业	3737	1.31	1,100	16.1	9.3	7.5	1.8	1.3	1.2	7.7	4.1	3.4	11.3	14.0	16.5	0.42
				14.2	14.6	12.3	1.9	1.8	1.6	7.2	7.6	6.1	13.2	14.2	15.1	0.95
分销																
国药控股	1099	33.30	92,144	14.7	14.3	12.8	2.2	1.9	1.7	7.8	7.3	6.4	15.8	14.5	14.9	1.04
上海医药	2607	21.65	74,909	13.4	12.8	11.1	1.4	1.4	1.3	9.7	10.8	9.2	10.7	11.0	11.3	0.92
华润医药	3320	11.28	70,889	18.4	17.6	15.2	1.5	1.3	1.2	8.6	7.9	7.4	8.8	8.2	8.5	1.23
康哲药业	867	15.14	37,657	22.5	16.6	14.1	5.2	3.6	3.1	20.6	13.6	11.6	24.8	24.3	24.0	1.02
				17.3	15.3	13.3	2.6	2.1	1.8	11.7	9.9	8.6	15.0	14.5	14.6	1.05
器械																
先健科技	1302	2.42	10,494	41.0	42.3	27.6	6.4	7.4	6.1	29.4	33.1	21.5	17.0	14.4	16.5	1.22
微创医疗	853	9.13	13,349	73.8	30.6	24.2	3.5	4.2	3.7	16.8	14.8	12.5	5.1	11.2	15.0	2.73
爱康医疗	1789	4.90	5,085	18.1	30.0	24.7	3.9	N/A	N/A	15.4	N/A	N/A	21.9	N/A	N/A	1.33
SISRAM MED	1696	5.30	2,343	21.6	16.9	13.5	1.3	N/A	N/A	11.0	N/A	N/A	N/A	5.2	6.1	0.75
威高股份	1066	6.37	28,514	16.9	16.8	14.9	1.6	1.7	1.6	10.2	10.2	8.9	13.7	10.8	11.1	1.44
吴海生物科技	6826	52.30	8,370	13.4	15.8	13.0	1.6	2.3	2.0	7.2	10.3	8.1	12.2	14.3	16.4	0.75
春立医疗	1858	18.80	1,300	10.9	12.4	10.6	1.4	1.8	1.6	4.6	7.5	6.0	13.4	15.7	16.0	0.73
现代牙科	3600	1.89	1,890	13.8	9.2	7.7	1.0	0.9	0.8	8.2	4.5	4.0	7.9	10.0	11.6	
普华和顺	1358	1.64	2,573	56.3	8.3	7.4	0.7	0.8	0.7	18.5	N/A	N/A	4.8	9.7	9.7	
				29.5	20.2	16.0	2.4	2.7	2.4	13.5	13.4	10.2	12.0	11.4	12.8	1.28

资料来源：万得、招银国际研究

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析。报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他关系。投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权或许可式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至 (c) 之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告或其中所载内容再行复制或分发。