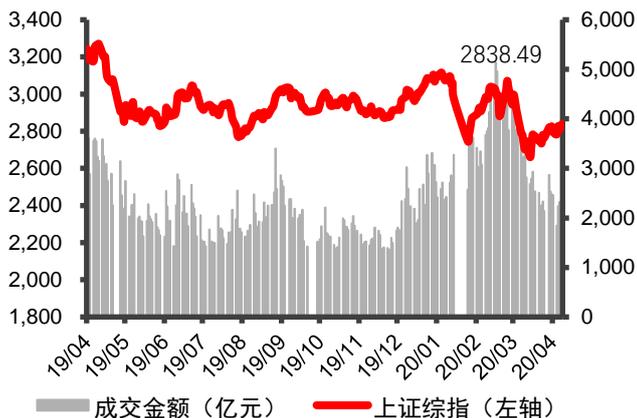


2020年4月20日

2020年第15期（总第791期）

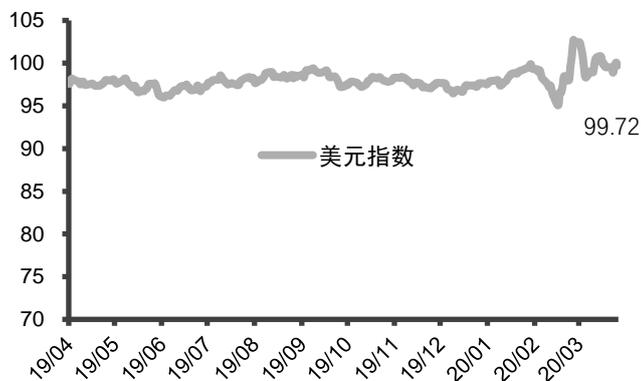
基金视窗

上证综合指数近一年走势图



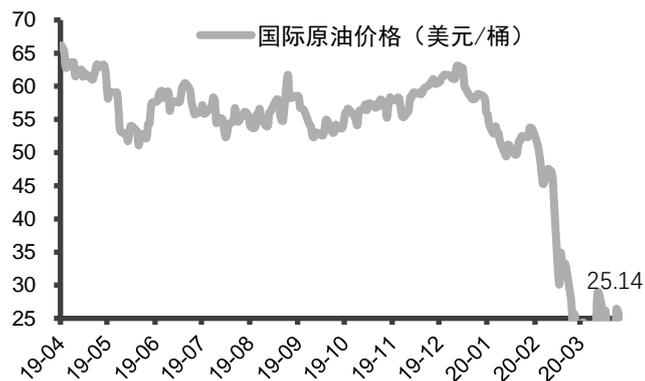
数据来源：万得，截至日期：2020.4.17

美元指数近一年走势图



数据来源：万得，截至日期：2020.4.17

国际原油价格近一年走势图



数据来源：万得，截至日期：2020.4.17

基金经理论市： 市场维持反弹，疫情超跌板块占优

上周 A 股市场主要股指企稳并略有上涨。其中上证综指上涨 1.50%，沪深 300 指数上涨 1.87%，创业板指上涨 3.64%。行业方面，疫情爆发以来跌幅较深的电力新能源和电子板块涨幅居前，因疫情恐慌而前期走势较好的防御类资产如农林牧渔有所回调，涨幅垫底。Wind 全 A 交易金额较前一周放大，市场交易活跃度有所提升。

基本面来看，国内经济数据环比出现改善——上周五国家统计局公布一季度国内生产总值同比下降 6.8%；3 月份规模以上工业增加值同比下降 1.1%，环比增长 32.13%，工业产出规模接近去年同期水平。经济数据显示国内一季度经济因疫情承压下滑，但三月环比出现改善，预示在一季度增速触底后有望出现逐季改善趋势。政策面上，中共中央政治局 4 月 17 日召开会议，从会议内容分析来看，国内财政政策有望更加积极，货币政策有望保持宽松，存在降准降息的空间。

随着一季度经济数据披露，数据层面短期预计没有特别利空消息冲击金融市场，叠加海外疫情拐点出现，预计市场风险偏好有望上行。结构上看，前期因疫情影响，业绩预期承压而大幅下跌的行业板块有望迎来估值修复。

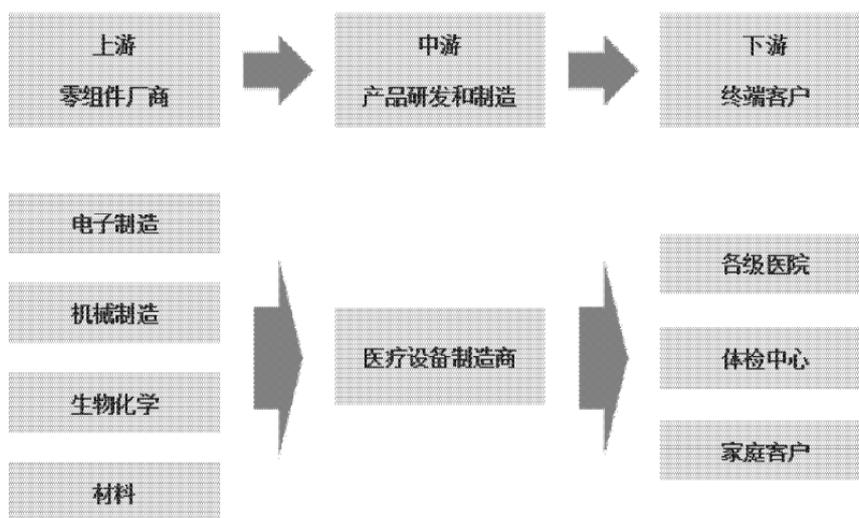
专栏：管中窥豹——从呼吸机看中国医疗器械行业投资逻辑

“我们需要呼吸机”，这是感染新冠病毒的英国首相约翰逊跟美国总统特朗普通话的第一句。纽约州长科莫 3 月 31 日在新闻发布会上抱怨，“我们从中国订购了 1.7 万台呼吸机，但纽约只能得到 2500 台，因为加州、伊利诺伊州以及联邦政府都订购了同样的呼吸机。”海外疫情发展超预期，呼吸机面临“一机难求”。中国作为重要的呼吸机生产国，相关企业正在日以继夜生产，以满足世界各国的防疫需求。

呼吸机是抗击疫情的重要战略物资。根据中国确诊患者的发病统计数据，新冠肺炎患者中重症、危重症的发病占比分别为 13%、6%。新冠肺炎临床指南推荐重症患者使用无创呼吸机治疗，危重患者需要有创呼吸机进行通气。呼吸机的原理是机械辅助通气。重症新冠肺炎病人的正常呼吸功能受损，呼吸机可以模仿人的呼吸速率将含氧量不同的气体送进肺部，并进行气体交换，以改善患者体内的氧气供应。

按照工信部产业政策与法规司司长介绍，我国有创呼吸机生产企业共有 21 家，其中 8 家企业的产品取得欧盟强制性 CE 认证，约占全球产能的 1/5。为什么中国的呼吸机畅销全球？一方面跟国内疫情整体可控，国外疫情持续蔓延有关，另一方面也跟中国医疗器械行业的比较优势相关。医疗器械行业竞争核心有两点：技术突破和成本优势。从技术突破角度，上游行业的进步和完整产业链布局，为医疗器械行业发展提供了强有力的支撑。电子行业为医疗器械行业提供电子元件、电路板等零部件，化学行业为医疗器械行业提供试剂分析支持，生物行业为医疗器械行业提供生物信息检测技术。中国拥有全世界进步较快、产业链较完善的电子和精细化工产业，对中国医疗器械行业保证产品供应和产品质量起到至关重要作用。从成本优势角度，中国工程师红利在快速释放，能迅速应对客户需求并提供较高性价比产品。

图 医疗器械行业产业链



资料来源：迈瑞医疗招股说明书

中国医疗器械行业具备的比较优势，让国内企业有走出国门，成为国际化医疗器械巨头的潜质。除了国际市场，国内医疗器械市场也正面临历史性发展机遇。根据《中国医疗器械行业发展报告（2017）》，截止 2016 年底，中国药品跟器械人均消费金额比例为 1:0.35，远低于 1:0.7 的全球平均水平。跟国际市场相比，国内医疗器械行业还有巨大成长空间。随着人均收入水平提升，城镇化和老龄化加深，产品普及需求和升级换代需求将持续推动行业增长。

图 我国医疗器械市场的销售收入



资料来源：南方医药经济研究所；三友医疗招股说明书；数据时间：2013-2017

国内医疗器械市场进口替代空间较大。国务院办公厅发布的《关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》等政策明确鼓励使用国产医疗设备，提高配置水平，降低医疗成本，各级医疗机构在质优价廉背景下，购买国产医疗器械。外资品牌在 CT（电子计算机断层扫描）、MRI（磁共振成像）、超声等中大型医疗设备领域的市占率基本超过 70%。随着国产医疗器械企业在中低端领域不断向上探索，品牌在崛起，创新脚步在加快。按照中国医疗设备杂志调查，通过连续十年对上海部分医院医疗设备采购的跟踪研究发现，从 2007 年仅有 1 个国产设备入围一线品牌，到 2016 年有 9 个国产设备入围一线品牌，国产企业的服务也得到各级医院的广泛认可，有望形成进口替代，提升市场占有率。

医疗器械行业的创新更具备可预测性。截至 2020 年 4 月 2 日，辉瑞的估值是 TTM10.8 倍，葛兰素史克的估值是 TTM15.2 倍，而医疗器械龙头美敦力的估值是 TTM21.2 倍，医疗器械龙头的估值中枢普遍比制药龙头高。原因之一就是创新的可预测性差别。有文献表明，在很多方面，初创制药公司的研发效率要比大型制药企业更高，导致制药企业经常面临较大的专业悬崖，造成公司业绩波动。而医疗器械的原创技术更迭更慢，以改进型创新为主，风险小，产品迭代快，相较药品行业专利悬崖现象并不突出。同时，较高的售后服务需求带来巨大的后市场和客户粘性。

从资本市场角度，截止 4 月 6 日，新年以来申万医药指数涨幅 9.7%，大幅跑赢沪深 300 指数 19.1%，位列 28 个行业第二，表现亮眼，充分体现了医药行业稳健成长、防御性好的特点。在医药板块 6 个细分行业中，申万医疗器械指数上涨 28.4%，位列第一。靓丽的股价表现背后，有短期疫情的催化，更多的是稳健基本面的支撑。根据已披露 2019 年年报数据统计，医疗器械板块 2019 年收入增速 20%，归母净利润增速 29%，两项数据皆位列医药 6 个细分行业第一。

结合估值看，截止 4 月 6 日，医疗器械板块市值超过 1 万亿，整体市盈率 56 倍。虽然整体估值位于 A 股中上水平，但我们对医疗器械板块长期前景依然乐观。2 月 15 日，习近平主席强调，“完善重大疫情防控体制机制、健全国家公共卫生应急管理体系”。以 SARS 疫情后经验判断，中国政府有望加大在公共卫生体系投入，从而拉动医疗器械板块的需求增长。

在此过程中，前文所提到的呼吸机正是受益品种之一。以 ICU 科室建设为例，根据《重症医学：华东地区现状调查（2015 年第三次 ICU 普查）》数据，中国每 10 万人对应的 ICU 床位仅为 3.2 张，而根据世界重症与危重病医学会联盟数据，在本次疫情中表现亮眼的德国每 10 万人拥有的 ICU 床位数是 24.6 张。根据临床指南，ICU 每个床位

建议配置 1 台监护仪和呼吸机。按照中金研究所测算，呼吸机和监护仪对应的潜在增量空间为 122 亿和 70 亿，需求有望在未来几年陆续释放。

近日，国外权威第三方网站 QMED 最新发布了《2019 年医疗器械企业百强榜单》，榜单前十位全部是欧美企业，龙头美敦力的营业收入是 309 亿美元。全球前 50 强中，中国企业只有排在 34 名的迈瑞医疗（收入 23 亿美元）和 47 名的新华医疗（收入 12 亿美元）。展望未来，期待有更多的中国医疗器械公司能扎根于全世界最有潜力的中国市场，不断提升自身的技术和品牌，走出国内，让中国产品为全世界的医疗水平提升做出更大贡献。

（专栏作者：摩根士丹利华鑫基金研究管理部 赵伟捷）

风险提示：本周刊中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下本刊物中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。本周刊中专栏的观点、分析仅代表作者意见，不代表摩根士丹利华鑫基金管理有限公司立场。本刊物版权归摩根士丹利华鑫基金管有限公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何人不得对本刊物内容进行任何形式的发布、复制。投资有风险，敬请谨慎选择。

摩根士丹利华鑫基金管理有限公司
深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场一期二座 17 楼
邮编：518048

电话：(0755) 88318883
传真：(0755) 82990384
www.msfnunds.com.cn