

多项业务齐头并进，外延式发展值得期待

——华润双鹤（600062）深度报告

分析师：任宪功

SAC NO: S1150511010012

2017年05月12日

医药生物——化学制药

证券分析师

任宪功

010-68784237

renxg@bhqz.com

助理分析师

王斌

SAC NO 1150116090003

022-23861355

wangbin_bhqz@163.com

评级：

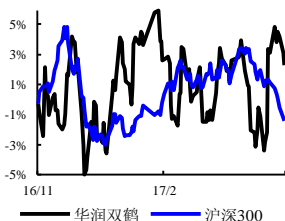
增持

上次评级：

目标价格：29.75

最新收盘价：23.64

最近半年股价相对走势



相关研究报告

投资要点：

● 华润集团医药板块化学药平台支柱企业，涉足多个领域

公司是华润集团医药板块化学药平台支柱企业，目前已经搭建了慢病普药业务、专科业务和输液业务三大业务平台。主要产品聚焦在输液、心脑血管、内分泌、儿科和肾科等领域。近年来公司非输液业务销售收入和毛利占比逐渐提升，有效弥补了输液业务景气度下降对于业绩的负面影响，已经成为了公司利润的主要来源，公司的收入和利润结构已经发生了质变。

● 用药品种齐全，慢病业务根基深厚

慢病业务平台目前是公司规模最大的业务平台，产品主要集中在降压、降糖、降脂领域，逐步形成了慢病药物产品群。在降压领域目前已经形成了全品类降压产品线：降压0号是基药中服药人数最多的复方降压制剂产品，未来销售额仍有望维持稳定增长趋势；压适达通过FDA认证，品质优良，在药品采购招标中按质量进行分组时具有优势，能够较好维护价格体系，未来有望实现进口替代；复穗悦纳入新版医保目录后有望快速增长。降糖药糖适平主动进行渠道下沉，销量稳步提升。降脂药物匹伐他汀近年来销量快速增长，公司产品的市场份额也较大，本次进入全国医保目录之后，凭借其较高的临床价值和药物经济学优势，匹伐他汀有望进一步打开市场空间，未来数年将迎来高速增长。

● 专科业务平台初具规模，儿科肾科有望高速增长

公司在儿科用药领域的主要为珂立苏和小儿氨基酸注射液。受益于我国人口出生率出现回升，珂立苏2016年销售收入增速为43%，儿科用药整体销售额增速为18%，今年1季度儿科用药销售收入继续保持高速增长。随着我国全面二孩政策的实施和1985-1992年生育高峰出生的人口陆续进入婚育年龄，预计未来数年我国人口出生率将持续回升，助推儿科用药市场成长，珂立苏等儿科用药有望持续受益。肾科产品市场空间巨大，由于生产基地搬迁，2016年腹膜透析液的供货出现了短缺，对销售造成了较大的影响，随着生产的正常化，未来市场将逐步恢复，公司有望分享市场规模扩大带来的红利。

● 输液业务见底，包材结构调整推动业绩回升

近年来出台的限抗限输政策使得输液行业的增速持续下滑；医保控费、二次议价的实施也使得输液产品特别是塑瓶的价格持续下降。公司主动进行包材结构调整，压缩低毛利塑瓶的销售规模，提高高毛利的直软和软袋的销售比例。2016年软袋（含直立式）销量同比增长11%，占比已经达到50%，带动输液业务毛利率回升至近3年来的最好水平。公司积极推动输液产品创新，率先推出了新一代输液产品内封式聚丙烯输液（BFS），目前BFS输液已经收录进入中国输液安全专家共识，有利于该产品在医疗机构特别是高等级医院的销售推广。在产能方面，2017将增加两条BFS生产线，产能将达到1.2亿瓶/年。此外该产

品目前已经完成 11 个省份的准入，但执行进度较慢。我们认为随着新一轮药品招标采购的逐步进行和落实，BFS 输液的销售有望稳步提升，公司输液板块盈利能力将进一步改善。

● 并购整合加速，外延式发展值得期待

2015 年起，公司并购活动明显提速，进行了多项规模较大并购，分别购买了华润赛科 100% 股权、济南利民 60% 股权和海南中化 100% 股权。在并购的品种上，公司一方面继续巩固原有慢病用药领域的优势，同时积极进入新的市场，扩大了公司化药产品的治疗领域。未来公司计划围绕“1+1+6”领域规划，以产品、技术获取为核心积极开展外延扩张，进一步优化、补充丰富公司现有心脑血管、内分泌、儿科、肾科等领域的产品线，还将重点关注精神/神经、麻醉镇痛、呼吸等领域的并购机会。公司未来将形成内生+外延双轮驱动的成长模式，进一步提升公司长期增长动力。

● 盈利预测和投资评级

在非输液业务方面，公司多个产品如匹伐他汀、珂立苏等未来成长空间巨大，降压 0 号，压适达等产品也能够维持稳定增长；输液业务方面，通过包材结构调整，其盈利能力也在逐步改善；公司外延式发展预期强烈。近年来公司的收入和利润结构已经发生了较大变化，非输液业务收入和毛利占比明显提升，公司未来业绩的稳定性和成长性将进一步增强。在估值方面，近 5 年来公司的平均市盈率 (TTM) 在 20 倍左右，我们认为由于公司目前业务类型已经发生质变，目前的估值区间相比之前应当有所提升。与可比公司进行对比，公司的估值也偏低。我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.19 元、1.35 元和 1.55 元，给予 25 倍市盈率，目标价为 29.75 元，首次覆盖给予“增持”投资评级。

风险提示：药品中标价出现下滑；限抗限输政策导致输液使用量继续下降；软袋输液价格下降；潜力药品和 BFS 输液未来销售收入增速低于预期；外延式发展进度缓慢。

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	5138.40	5494.80	5921.14	6360.23	6775.26
(+/-)%	20.03%	6.94%	7.76%	7.42%	6.53%
经营利润 (EBIT)	786.46	899.42	1032.68	1163.72	1329.30
(+/-)%	23.15%	14.36%	14.82%	12.69%	14.32%
归母净利润	661.06	714.21	860.49	975.75	1120.42
(+/-)%	21.99%	8.04%	20.48%	13.39%	14.83%
每股收益 (元)	0.91	0.99	1.19	1.35	1.55

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	221	1001	2029	2864	4146	营业收入	5138	5495	5921	6360	6775
交易性金融资产	0	0	0	0	0	营业成本	2473	2577	2646	2790	2883
应收账款和票据	1601	1758	1833	2024	2058	营业税金及附加	72	93	101	108	115
预付账款	95	82	146	94	154	销售费用	1226	1318	1420	1525	1625
其他应收款	32	21	36	25	40	管理费用	623	650	700	752	801
存货	809	763	782	846	837	财务费用	-21	-7	-15	-24	-35
其他流动资产	435	191	191	191	191	资产减值损失	25	33	21	21	21
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	2232	2269	2039	1896	1736	投资收益	24	11	0	0	0
在建工程	212	92	172	160	160	其他经营损益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	764	843	1048	1188	1364
无形资产	776	779	897	762	627	营业外收支净额	42	64	0	0	0
商誉	392	392	392	392	392	税前利润	807	907	1048	1188	1364
资产总计	7167	7708	8615	9342	10451	减：所得税	142	168	157	178	205
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	665	739	891	1010	1160
应付票据及账款	401	396	547	447	580	归属于母公司的净利润	661	714	860	976	1120
预收款项	120	107	128	124	145	少数股东损益	4	25	30	34	39
其他应付款	174	165	165	165	165	基本每股收益	0.91	0.99	1.19	1.35	1.55
其他流动负债	30	0	0	0	0	稀释每股收益	0.91	0.99	1.19	1.35	1.55
长期应付款	0	0	0	0	0	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
专项应付款	2	2	2	2	2	成长性					
长期借款	11	0	0	0	0	营收增长率	20.03%	6.94%	7.76%	7.42%	6.53%
预计负债	1	1	1	1	1	EBIT 增长率	23.15%	14.36%	14.82%	12.69%	14.23%
其他非流动负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	22.29%	11.19%	20.48%	13.39%	14.83%
负债合计	739	670	843	738	893	盈利性					
股东权益合计	6434	7038	7772	8603	9558	销售毛利率	51.87%	53.11%	55.31%	56.14%	57.44%
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	销售净利率	12.94%	13.45%	15.04%	15.88%	17.12%
净利润	665	739	891	1010	1160	ROE	10.83%	10.68%	11.64%	11.92%	12.31%
折旧与摊销	276	320	355	359	358	ROIC	13.46%	10.86%	14.45%	17.10%	19.53%
经营活动现金流	701	771	1251	1069	1532	估值倍数					
投资活动现金流	-710	163	-80	-80	-80	PE	25.91	23.98	19.90	17.55	15.29
筹资活动现金流	-584	-225	-142	-154	-170	P/S	3.33	3.12	2.89	2.69	2.53
现金净变动	-593	710	1029	835	1282	P/B	2.80	2.56	2.32	2.09	1.88
期初现金余额	1161	221	1001	2029	2864	股息收益率	0.0%	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%
期末现金余额	221	1001	2029	2864	4146	EV/EBITDA	16.26	13.55	11.19	9.67	7.99

目 录

1.公司基本情况	7
1.1 公司概况及业务板块	7
1.2 公司股权和组织结构	8
1.3 公司近年来业绩概况	9
2.用药品种齐全，慢病业务平台根基深厚	10
2.1 高血压用药市场概况及公司高血压用药简介	10
2.2 降压 0 号提价增厚业绩，有望维持稳定增长	11
2.3 压适达品质优良，进口替代空间较大	13
2.4 纳入新版医保目录，复穗悦有望快速增长	14
2.5 进行渠道下沉，糖适平稳健成长	15
2.6 匹伐他汀进入全国医保，成长空间巨大	16
2.6.1 降血脂药物综述和市场情况	16
2.6.2 匹伐他汀销售情况及竞争格局	19
2.6.3 匹伐他汀成长性较好，有望成为新一代明星产品	21
3.专科业务平台初具规模，儿科肾科前景广阔	22
3.1 人口出生率逐渐回升，儿科用药恢复增长	22
3.2 肾科业务空间巨大，未来成长可期	25
4.输液业务见底，包材结构调整推动业绩回升	26
4.1 大输液市场趋于成熟，包材结构调整成为行业趋势	26
4.2 包材结构调整初具成效，BFS 引领行业升级	29
5.并购整合加速，外延式发展值得期待	31
6.盈利预测和投资评级	32

图 目 录

图 1: 华润双鹤业务板块	7
图 2: 华润双鹤股东情况	8
图 3: 华润双鹤主要从事输液业务的子公司	9
图 4: 华润双鹤从事其他业务的子公司	9
图 5: 华润双鹤历年收入情况	9
图 6: 华润双鹤历年毛利情况	9
图 7: 华润双鹤不同类型药品收入比例	10
图 8: 华润双鹤不同类型药品毛利比例	10
图 9: 我国高血压化学药市场规模	11
图 10: 各类高血压化学药销售额占比	11
图 11: 杭州地区降压 0 号 (30 片/盒) 平均价格	12
图 12: 降压 0 号销售额及增速	13
图 13: 降压 0 号历年销量	13
图 14: 压适达销售额及增速	13
图 15: 重点城市公立医院苯磺酸氨氯地平竞争格局	13
图 16: 复穗悦销售额及增速	15
图 17: 缬沙坦氢氯噻嗪竞争格局	15
图 18: 糖适平销量及增速	16
图 19: 内分泌产品销售收入及增速	16
图 20: 部分他汀类药物上市时间	17
图 21: 匹伐他汀重点城市公立医院竞争格局	19
图 22: 匹伐他汀重点城市公立医院销售情况	19
图 23: 匹伐他汀 (2mg) 中标价	20
图 24: 瑞舒伐他汀重点城市医院销售情况	21
图 25: 他汀类药物重点城市医院销售情况	21
图 26: 他汀类药物销售额在心血管系统药物中的占比 (北京)	22
图 27: 各省市医院市场药品销售额在全国总销售额中的比例	22
图 28: 公司儿科用药销售情况	23
图 29: 珂立苏中标价格	23
图 30: 历年我国人口出生率 (‰)	23
图 31: 历年我国新出生人口数	23
图 32: 终末期肾病患者接受透析治疗情况	25
图 33: 适用于不同治疗方案终末期肾病患者比例	25
图 34: 历年我国大输液产品销量	28
图 35: 不同包材输液产品销量占比	28
图 36: 2016 年我国葡萄糖注射液销售额 (亿元)	29
图 37: 2016 年我国氯化钠注射液销售额 (亿元)	29
图 38: 非 PVC 软袋销售均价及毛利率	29
图 39: 塑瓶销售均价及毛利率	29
图 40: 华润双鹤历年输液产品销售和毛利情况	30
图 41: 2015Q1-2017Q1 输液产品单季度收入和毛利情况	30

图 42: 滨湖双鹤不同包材氯化钠注射液(100ml, 0.9g)初始挂网价(元)	31
图 43: 公司近年来市盈率(TTM).....	33
图 44: 可比公司市盈率(TTM, 2017年5月11日)	33

表 目 录

表 1: 华润双鹤降压产品线	11
表 2: 0号中标价格情况	12
表 3: 2016年苯磺酸氨氯地平在山东省中标情况	14
表 4: 复方高血压制剂销售情况	15
表 5: 他汀类药物临床效果及用量	17
表 6: 匹伐他汀进入临床指南情况	18
表 7: 主要他汀类药物市场规模(亿元)	18
表 8: 匹伐他汀注册申请和评审情况	20
表 9: 珂立苏和固尔苏中标价对比(广西省)	24
表 10: 华润双鹤小儿氨基酸注射液产品基本情况	24
表 11: 腹膜透析疗法的优缺点	25
表 12: 大输液产品主要类型及用途	26
表 13: 不同输液包材的优缺点	27
表 14: 各地出台的限制输液政策	28
表 15: 近年来华润双鹤并购情况	32

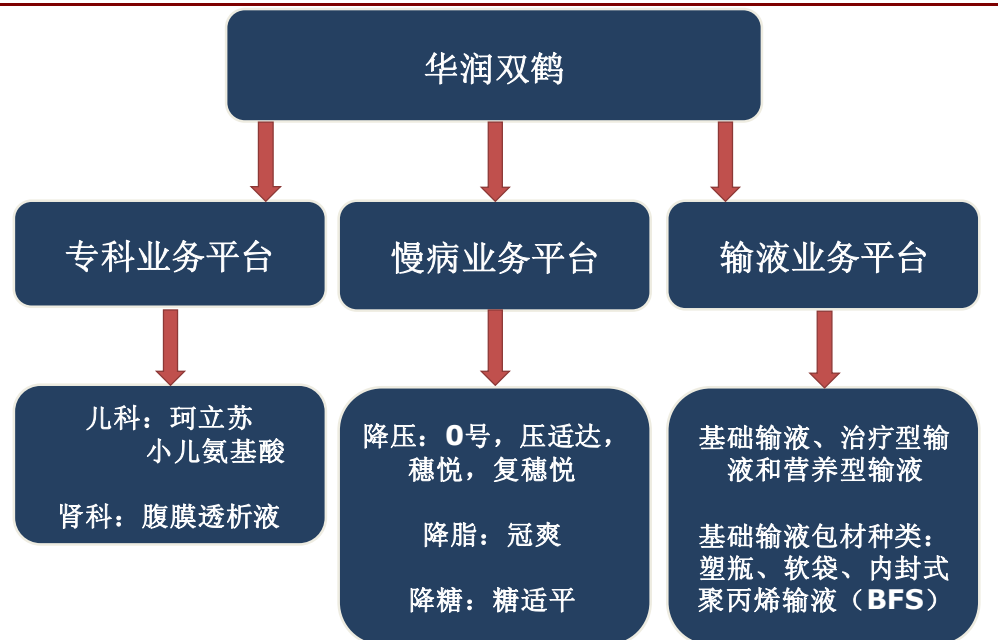
1. 公司基本情况

1.1 公司概况及业务板块

华润双鹤是华润集团医药板块化学药平台支柱企业，主要从事药品开发、制造和销售。目前已经搭建了慢病普药业务、专科业务和输液业务三大业务平台。主要产品聚焦在输液、心脑血管、内分泌、儿科和肾科等领域，拥有 0 号、压氏达、穗悦、复穗悦、糖适平、BFS 输液、珂立苏、冠爽、利复星等知名产品。

慢病业务目前是公司收入规模最大的领域。公司多年来在 0 号、糖适平、压适达、冠爽等核心产品的经营之中积累了丰富的经验，产品主要集中在降压、降糖、降脂领域，逐步形成了慢病药物产品群，尤其在降压领域形成了全品类降压产品线。在专科业务平台领域，公司首先计划着重发展儿科和肾科领域，在儿科领域中，重点关注新生儿呼吸窘迫、儿童营养等；在肾科领域中，以腹膜透析液为主。在输液业务方面，公司产品涵盖了基础输液、治疗型输液和营养型输液等多品类输液产品。基础输液的产品的包材类型多样化，包括塑瓶、软袋和新一代输液产品内封式聚丙烯输液（BFS）。

图 1：华润双鹤业务板块

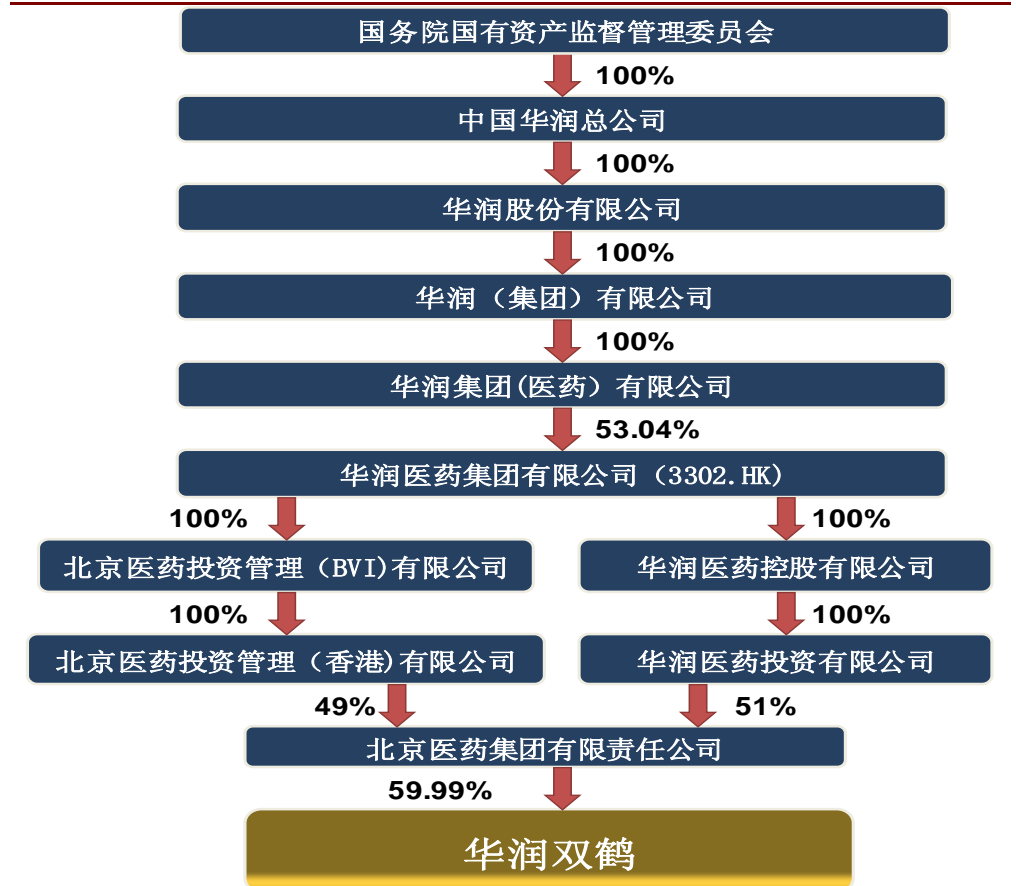


资料来源：公司公告，渤海证券研究所

1.2 公司股权和组织结构

公司的第一大股东为北京医药集团股份有限责任公司，持股比例为 59%。北京医药集团为华润医药集团有限公司的全资附属公司。目前公司的实际控制人为中国华润总公司。

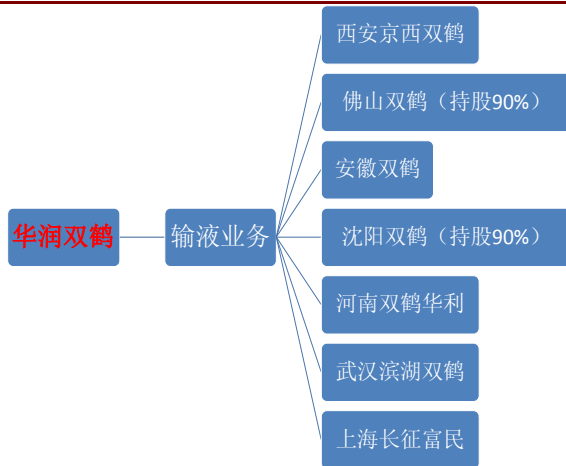
图 2: 华润双鹤股东情况



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

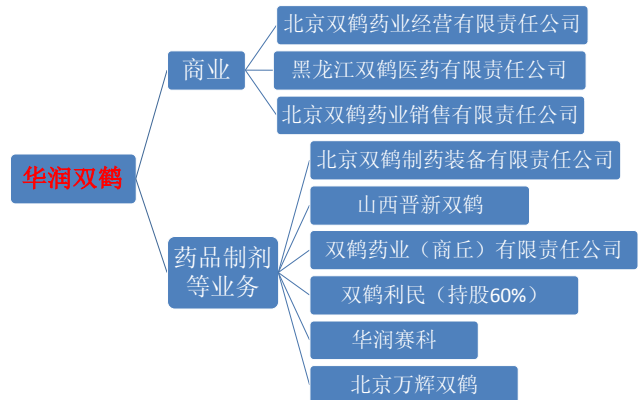
目前公司共有 16 家一级子公司(截至 2016 年底)。其中主要从事大输液生产的有 7 家，从地域上来看覆盖了东北、华北、华中、华东、华南和西北地区。由于输液业务具有较强的地域属性，公司通过多点布局实现了对多地市场的覆盖。公司输液业务拥有 1600 余家商业客户，终端覆盖了全国 31 个省市，尤其是在北京、安徽、江苏、浙江、湖北、广东、陕西、甘肃等地具有较高的市场份额。

图 3: 华润双鹤主要从事输液业务的子公司



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 4: 华润双鹤从事其他业务的子公司

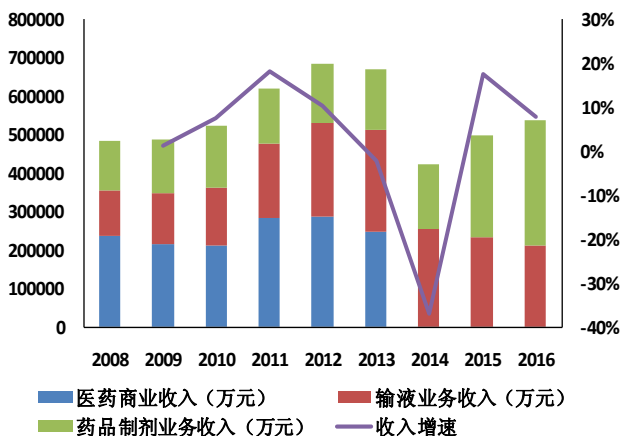


资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

1.3 公司近年来业绩概况

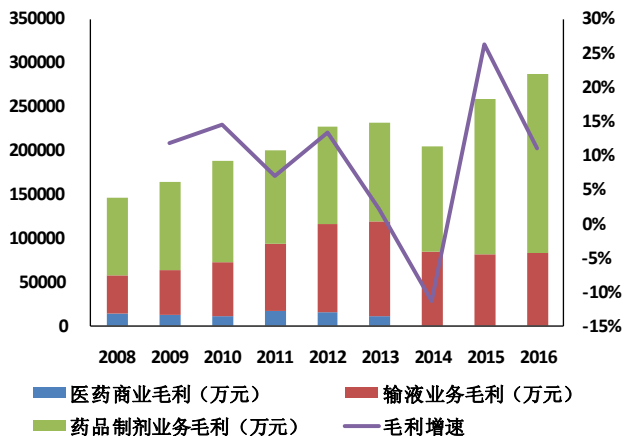
在收入方面, 从总量上看近年来变化不大。由于 2013 年末公司出售了经营医药商业业务的长沙双鹤, 使得 2014 年营业收入大幅下降, 2015 年公司收购华润赛科后当年收入大幅增加。在结构方面, 非输液业务销售收入占比在 2016 年为 61%, 毛利占比在 2016 年为 71%, 非输液业务占比的提升有效弥补了输液业务景气度下降对于业绩的负面影响, 目前已经成为了公司利润的主要来源, 公司的收入和利润结构已经发生了质变。

图 5: 华润双鹤历年收入情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

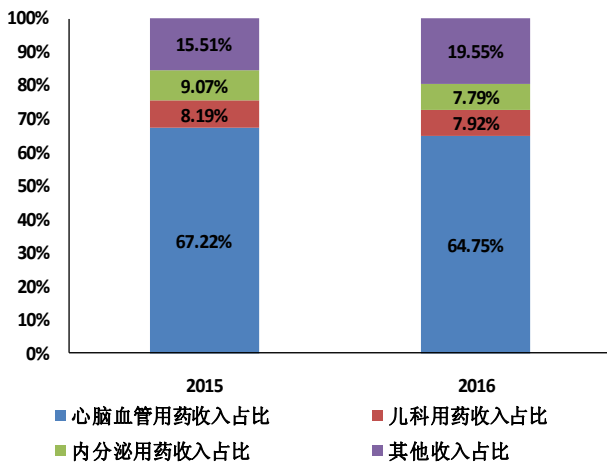
图 6: 华润双鹤历年毛利情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

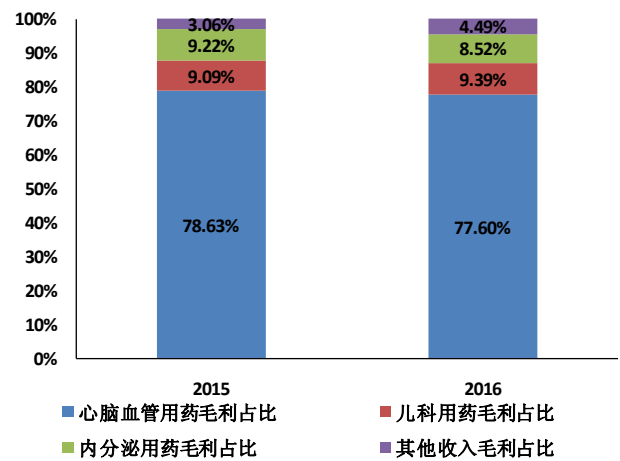
在药品销售方面, 心脑血管类药物是目前公司非输液业务收入和利润的主要来源, 主要包括降压和降脂类药物。2016 年心脑血管类药物收入占比为 64.75%, 毛利占比为 77.6%, 收入和毛利增速分别为 18%和 13%。儿科用药收入和占比虽然不高, 但是增速较快, 2016 年收入和毛利同比增速均为 18%左右, 未来有望成为公司非输液业务的又一增长点。

图 7: 华润双鹤不同类型药品收入比例



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 8: 华润双鹤不同类型药品毛利比例



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

2. 用药品种齐全, 慢病业务平台根基深厚

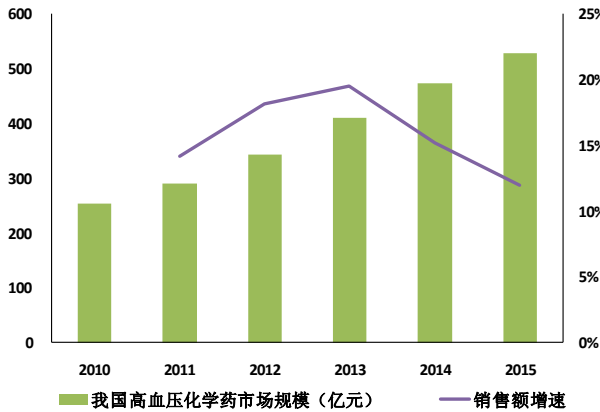
2.1 高血压用药市场概况及公司高血压用药简介

目前治疗高血压的药物主要有利尿剂、血管紧张素转化酶抑制剂 (ACEI, 普利类药物)、血管紧张素 II 受体阻滞剂 (ARB, 沙坦类药物)、钙通道阻滞剂 (CCB, 地平类药物)、肾上腺素能受体阻滞剂 (包括 β 受体阻滞剂, $\alpha 1$ 受体阻滞剂), 交感神经抑制剂 (中枢性降压药和交感神经末梢抑制药) 和直接血管扩张剂等。其中, 地平类、沙坦类、普利类已成为一线高血压治疗药物。2015 年我国高血压化学药市场规模已经达到了近 530 亿元, 同比增速为 11.94%, 较之前数年有所下降。

随着社会经济的发展和居民生活方式的改变, 各种慢性疾病已成为影响我国乃至全球居民健康的重要因素, 而高血压是患病率较高的慢性病之一。《中国居民营养与慢性病状况报告 (2015)》显示, 2012 年我国 18 岁及以上居民高血压患病率为 25.2%, 估计目前我国成人高血压患者约为 2.6 亿。但我国成人高血压患病知晓率仅为 46.5%, 治疗率为 41.1%, 控制率为 13.8%, 而美国 2011-2012 年的高血压知晓率、治疗率和控制率已分别达到 82.7%、75.6% 和 51.8%。国务院办公厅于 2017 年 1 月印发了《中国防治慢性病中长期规划 (2017—2025 年) 的通知》, 要求促进慢性病早期发现, 全面实施 35 岁以上人群首诊测血压, 发现高血压患者和高危人群, 及时提供干预指导; 优先将慢性病患者纳入家庭医生签约服务范围, 积极推进高血压等慢性病患者的分级诊疗。通过以上举措, 我们认为我国高血压的知晓率和治疗率会相应提升, 再加上人口老龄化进程, 未来我国高血压用药的市场规模预计仍将处于稳定增长的态势, 预计仍能保持 10% 以上的复

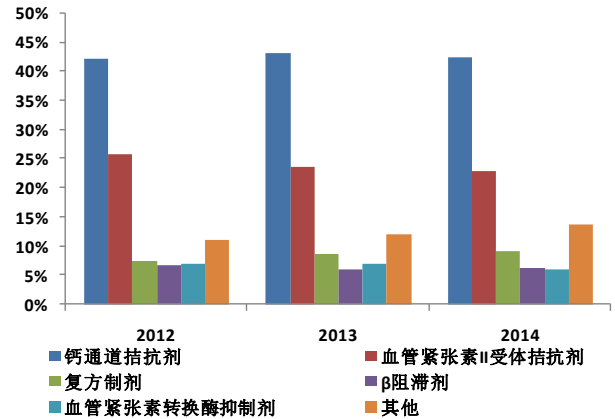
合增速。

图 9: 我国高血压化学药市场规模



资料来源: 诚意药业招股说明书, 渤海证券研究所

图 10: 各类高血压化学药销售额占比



资料来源: 南方所, 渤海证券研究所

公司在高血压用药领域有多个产品, 包括降压 0 号、压适达、穗悦、复穗悦等。这些产品的适应症、销售渠道等方面均有所不同, 形成了全品类降压产品线, 不仅能够广泛覆盖各类医疗终端, 也能够满足不同患者的需求, 从而形成协同效应, 促进公司产品的品牌建设和销量的提升。

表 1: 华润双鹤降压产品线

药品名	适应症	销售渠道	其他
降压 0 号 (复方利血平氨苄蝶啶片)	用于治疗轻、中度高血压; 对重度高血压需与其它降压药合用	基层地区	国内独家
压适达 (苯磺酸氨氯地平)	高血压及心绞痛	大中城市医院	国内首仿, 获得美国 FDA 认证
穗悦 (缬沙坦)	轻、中度原发性高血压	大中城市医院	
复穗悦 (缬沙坦氢氯噻嗪)	用于治疗单一药物不能充分控制血压的轻、中度原发性高血压。		
厄贝沙坦分散片	原发性高血压		收购济南利民后获得
硝苯地平缓释片(II)	心绞痛、原发性高血压		收购济南利民后获得

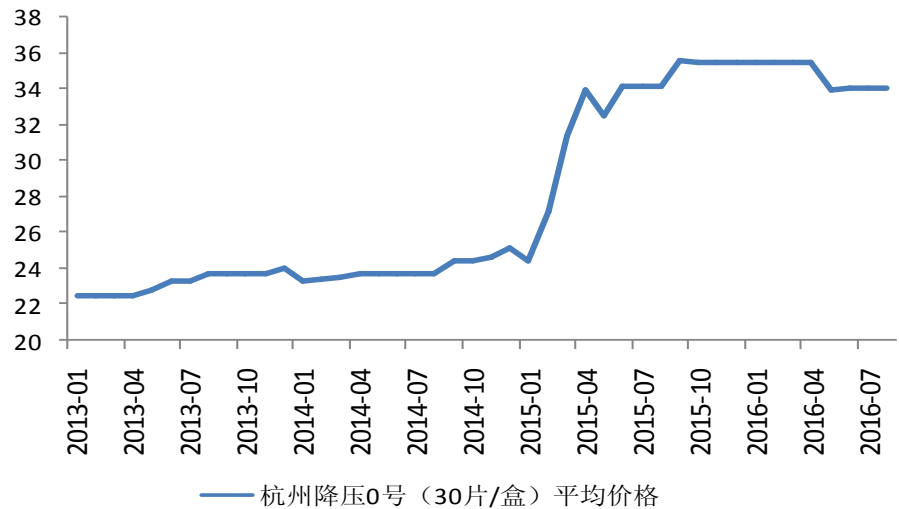
资料来源: 公司公告, 药智网, 渤海证券研究所

2.2 降压 0 号提价增厚业绩, 有望维持稳定增长

降压 0 号是上世纪 70 年代问世的复方降压制剂, 在临床上主要用于治疗轻、中度高血压。在临床疗效上, 降压 0 号具有良好的短期和长期降压疗效, 降压效果也较为平稳, 对心、脑、肾等靶器官也具有保护作用。此外由于该药品价格低廉, 因此成为了目前基本药物中服药人数最多的复方降压制剂产品, 拥有超过 300 万固定使用人群。

降压 0 号于 2014 年进入了发改委公布的低价药目录。按照相关规定，低价药目录中的西药日均费用不得超过 3 元。按当时的零售价计算，降压 0 号的日均费用约为 0.8 元，距离价格上限还有较大的距离。因此公司启动了降压 0 号的提价工作，目前按零售价计算日均费用约为 1.13 元。在完成了 17 省的第一次提价后，公司目前已经在 12 个省启动了二次提价，未来价格仍有进一步上行的空间。

图 11: 杭州地区降压 0 号 (30 片/盒) 平均价格



资料来源: wind, 杭州市物价局, 渤海证券研究所

在医院市场，公司产品的中标价也处于逐步提升的阶段。目前 10 片/盒的中标价已经提升到 12 元以上，30 片/盒的中标价也已经提升到 36 元以上。零售端和医疗机构价格的同时提升有助于公司理顺价格体系，解决价格倒挂问题，保证提价的顺利进行。

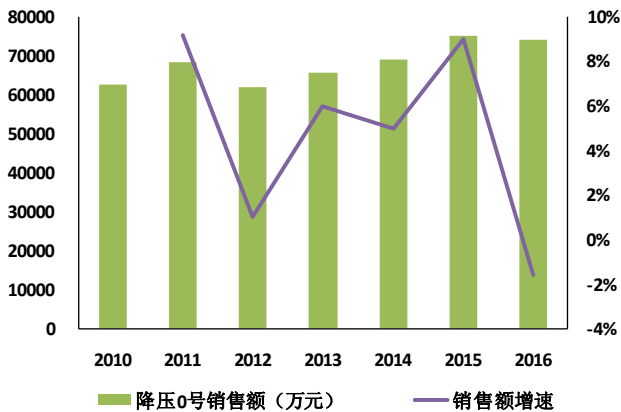
表 2: 0 号中标价格情况

地区	10 片/盒		30 片/盒	
重庆	2010 年 9 月 8.5 元	2017 年 2 月 13.04 元	2010 年 9 月 24.48 元	2017 年 2 月 39.13 元
海南	2013 年 5 月 8.23 元	2016 年 3 月 12.6 元	2013 年 12 月 24.7 元	2016 年 3 月 36.799 元
湖北	2013 年 4 月 8.5 元	2016 年 9 月 13.04 元	2010 年 1 月 25.04 元	2016 年 9 月 39.12 元

资料来源: 米内网, 药智网, 渤海证券研究所

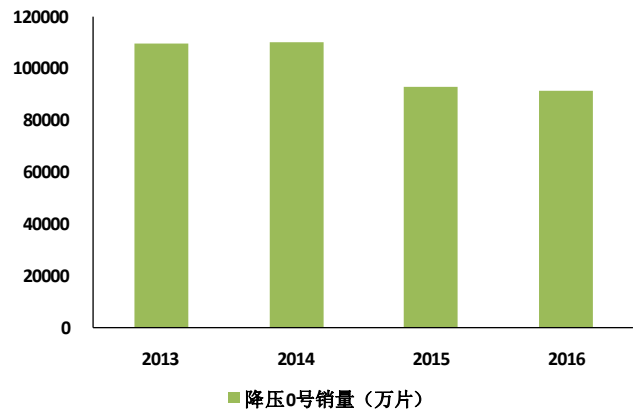
近年来降压 0 号的销售收入规模较为稳定，维持在 7 亿元左右。在产品提价之后，初期的销量受到了一定影响，2015 年出现了小幅下滑。公司积极进行销售渠道下沉，加大终端覆盖力度，通过鹤鸣、鹤舞等系列活动对基层医生和患者进行宣传教育，扩大产品的影响力。同时也积极进行学术推广，发布了 0 号临床专家共识，强化品牌建设。2016 年降压 0 号的销量已经企稳，市场已经逐步认可了价格的提升。我们认为，作为经典的治疗高血压药品，降压 0 号有着其独特优势，同时在基层市场具有广泛的接受度，未来销售额仍有望维持稳定增长趋势。

图 12: 降压 0 号销售额及增速



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 13: 降压 0 号历年销量

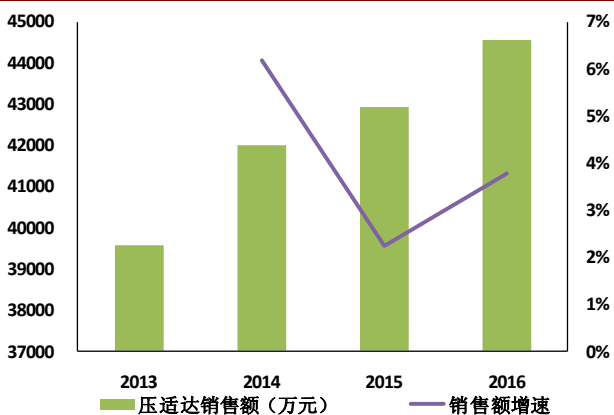


资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

2.3 压适达品质优良, 进口替代空间较大

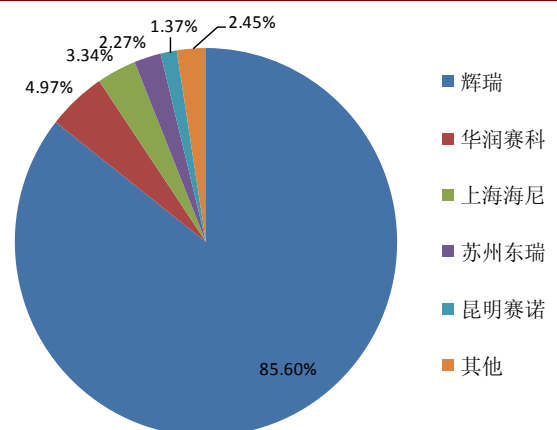
在公司高血压用药之中。压适达（苯磺酸氨氯地平）是仅次于降压 0 号的第二大品种。2016 年销售收入约 4.5 亿元，占到了心脑血管用药销售收入的 20%。在市场份额方面，公司产品的市场占有率在国内企业之中排名第一，为 4.97%；原研辉瑞的“络活喜”占据了 80% 以上的市场份额。由于该数据仅统计了国内部分大中城市的医院市场，而公司产品的价格与原研药相比较为低廉，预计在基层市场之中市场份额较大，因此我们推测公司产品实际市场占有率要高于统计数据。

图 14: 压适达销售额及增速



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 15: 重点城市公立医院苯磺酸氨氯地平竞争格局



资料来源: 米内网, 公司公告, 渤海证券研究所

压适达为苯磺酸氨氯地平的国内首仿品种，同时该品种也获得了美国 FDA 的 ANDA 文号，规格包括 2.5mg、5mg 和 10mg。国内获批的苯磺酸氨氯地平之中仅有公司的产品获得了 FDA 的批准，因此在药品采购招标中按质量进行分组时具有优势。以山东省为例，在该省 2016 年度公立医院药品集中采购之中，所有药品按质量被划分为 3 个竞价组，其中第一竞价组包括了获得国际制剂认证药品，

因此公司的苯磺酸氨氯地平被列入了第一竞价组。由于竞争较小，因此公司产品的中标价远高于其他企业。我们认为，由于目前药品招标采购已经由原有的“唯低价”转变成价格与质量并重，通过国际制剂认证药品在药品招标的分组之中具有一定优势，能够避开其他一般产品，预计压适达在未来的招标之中能够较好的维护自身的价格体系。另一方面未来伴随着按通用名制定医保支付标准政策的逐步实施，压适达作为高质量仿制药，但价格低于相应的原研产品，未来进口替代空间巨大。

表 3: 2016 年苯磺酸氨氯地平在山东省中标情况

生产厂家	竞价层级	中标价（均换算成 5mg/片的价格）
辉瑞	1	4.27 元
华润赛科	1	1.29 元
京新药业	2	0.26 元
康缘药业	2	0.42 元
山东方明	3	0.26 元
北京红林	3	0.20 元

资料来源：米内网，渤海证券研究所

2.4 纳入新版医保目录，复穗悦有望快速增长

在传统的固定复方制剂以外，国内外开发出了众多主要以抑制（肾素-血管紧张素-醛固酮系统）RAAS 的药物（ACEI 或 ARB）与噻嗪类利尿剂和（或）二氢吡啶类 CCB 为主组成的 2 种或 3 种药物的单片固定复方制剂，目前我国市场上主要为 2 种降压药物组成的新型固定复方制剂。新诊断的 2 级以上高血压患者（收缩压 $\geq 160\text{mmHg}$ ，或舒张压 $\geq 100\text{mmHg}$ ），可在起始治疗时就使用单片复方制剂，此外对于其他已确诊患者也可以单独使用或在单药治疗的基础上加用合适的复方降压药物。近年来新型复方高血压制剂市场份额提升较快，2014 年该类药物在高血压化学药市场中的占比已经达到了 9.02%，相比 2012 年提高了 1.58%。市场规模从 26 亿元提高到了 33 亿元，复合增速为 29%，高于同期高血压药物市场 17% 的水平。在 2017 版医保目录之中，多个复方高血压制剂被纳入，在纳入新版医保目录之后，患者的经济负担大为减少，有利于其在临床中的推广使用。我们认为未来复方高血压制剂的增速仍将持续高于高血压用药增速的平均水平。

在高血压复方制剂之中，排名前 5 的分别是缬沙坦氨氯地平、厄贝沙坦氢氯噻嗪、氯沙坦氢氯噻嗪、缬沙坦氢氯噻嗪、氨氯地平阿伐他汀，这 5 个品种市场份额占据了复方降压产品总额的 88%。从增速来看，缬沙坦氨氯地平和氨氯地平阿托伐他汀位居前列，主要是由于其竞争格局较好，价格体系维护较好，销量的增加能够转化为销售额的提升；而厄贝沙坦氢氯噻嗪和氯沙坦氢氯噻嗪由于生产厂家较多，中标价逐步走低，抵消了销量上涨的正面效应，再加上其已经具有了一定的销售规

模，因此销售额增速不高。而缬沙坦氢氯噻嗪目前总体市场规模较小，我们认为未来仍有进一步提升空间。

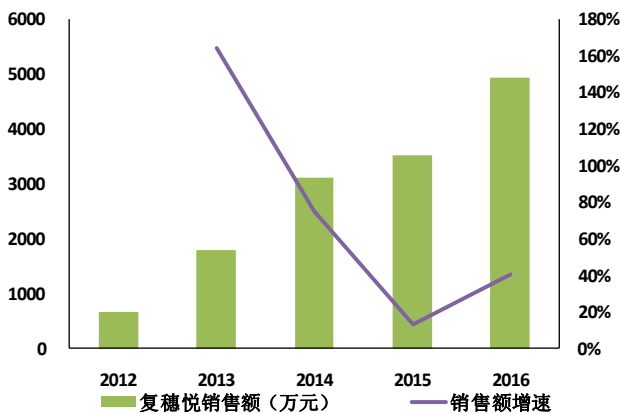
表 4: 复方高血压制剂销售情况

药品	2016 年样本医院 销售额 (万元)	2016 年增速	竞争格局	前期地方增补情况	是否进入 2017 版全国 医保
缬沙坦氢氯地平	28000	16.74%	1 家	福建 广西 黑龙江	是
厄贝沙坦氢氯噻嗪	17000	6.01%	9 家	广西 河南 黑龙江 宁夏 上海 云南	是
氯沙坦氢氯噻嗪	14000	7.38%	7 家	无	是
缬沙坦氢氯噻嗪	8650	3.12%	12 家	江苏 广西 黑龙江	是
氢氯地平阿托伐他汀	6647	18.95%	1 家	广西 河南 黑龙江 西藏 辽宁	是

资料来源: 米内网, 药智网, 渤海证券研究所

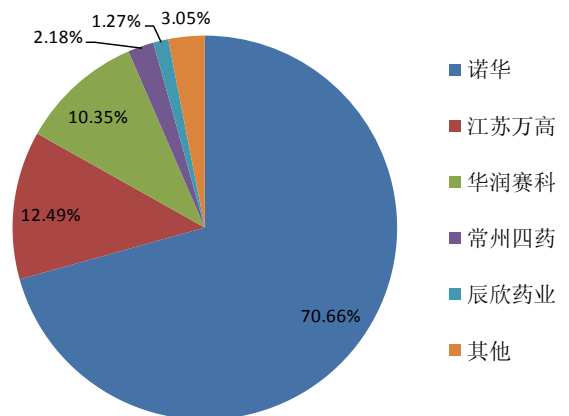
公司的复穗悦于 2008 年获批, 近年来销售额增长迅速。从 2012 年的 677.22 万元增长到了 2016 年度 4942 万元, 复合增速为 64%。在市场份额方面, 公司的市场占有率为国内第三, 仅次于原研诺华和江苏万高。在中标情况方面, 该产品已经在 10 个省份中标, 2017 年新进入了广东省。我们认为复穗悦未来的成长动力来自于以下两方面, 一是复方降压制剂市场持续扩张的红利, 二是公司较为完善的降压产品线和销售渠道也能够进一步推动产品放量, 复穗悦的销售收入有望进一步扩大。

图 16: 复穗悦销售额及增速



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 17: 缬沙坦氢氯噻嗪竞争格局



资料来源: IMS, 万高药业招股说明书, 渤海证券研究所

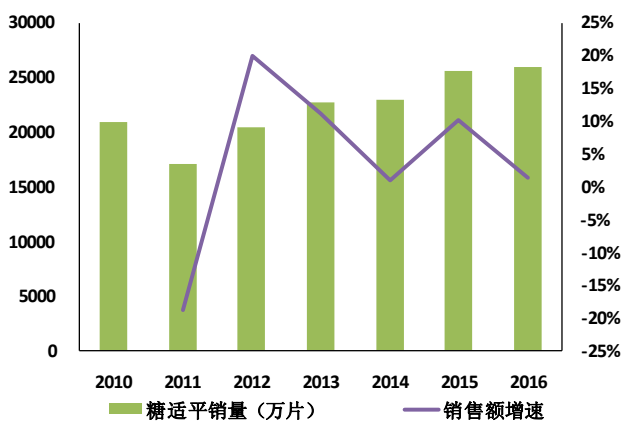
2.5 进行渠道下沉, 糖适平稳健成长

在降糖药领域, 公司的主要产品为糖适平 (格列喹酮), 主要针对 2 型糖尿病患者。格列喹酮属于磺脲类降糖药, 该类药物为促胰岛素分泌剂, 主要药理作用是通过刺激胰岛 β 细胞分泌胰岛素, 增加体内的胰岛素水平而降低血糖。该药物的代谢产物均为非活性物质, 而且降糖作用弱, 故临床上发生低血糖的可能性

小。但格列喹酮半衰期仅为 1~2h，其代谢产物 95%由胆汁排出，只有 5%经肾排泄，基本不受肾功能的影响，也能够用于轻、中度肾功能不全的 2 型糖尿病患者。

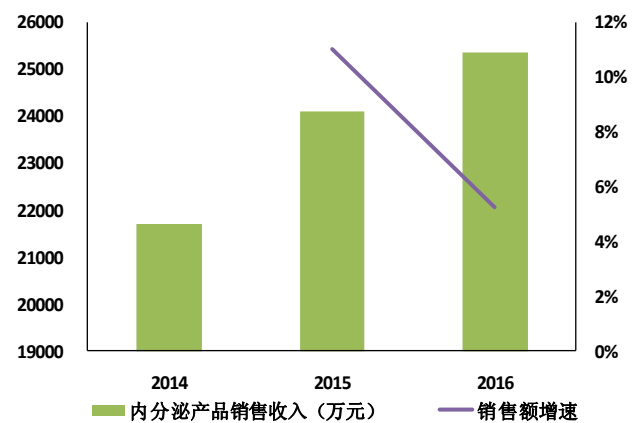
从销量上来看糖适平在 2011 年出现了 18.8% 的下降。随后公司通过的营销资源整合、加强高端医院的学术推广来拉动社区和零售药店的销售，并通过终端下沉等措施拉动销量增长，近年来销量呈现出缓慢增长的态势，2011-2016 年销量的复合增速为 8.8%。近年来诸如 DPP-4 抑制剂、GLP-1 类似物和列净类等降糖药物陆续上市，给传统的降糖药造成了一定冲击。但是由于传统降糖药价格相对低廉，预计在未来仍然能够在基层市场之中维持一定的市场份额。此外，公司完善的营销网络也能够将销售渠道主动下沉，面向基层终端。我们预计未来糖适平仍能够维持稳定增长的趋势。

图 18: 糖适平销量及增速



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 19: 内分泌产品销售收入及增速



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

2.6 匹伐他汀进入全国医保，成长空间巨大

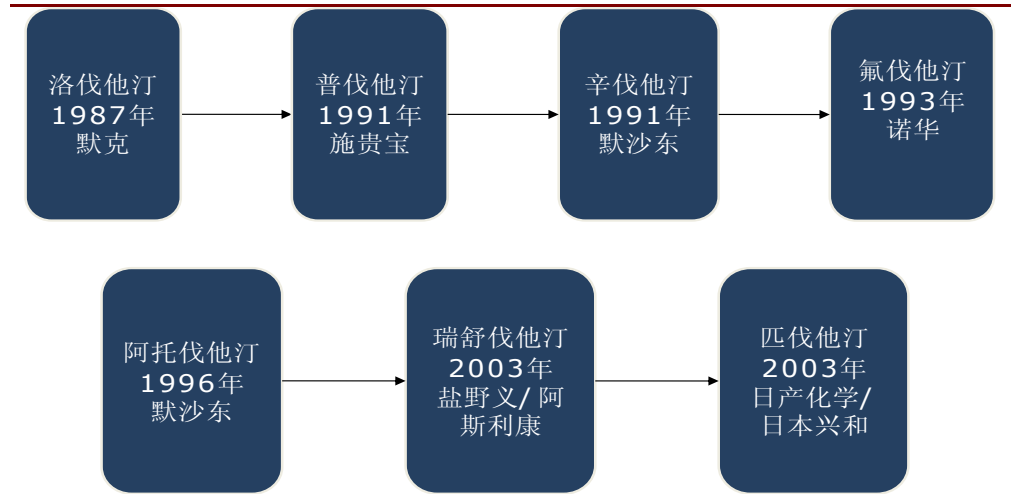
2.6.1 降血脂药物综述和市场情况

在降脂药物领域，公司的产品为匹伐他汀。该药物属于他汀类药物，他汀类药物是 3-羟基-3-甲基戊二酰辅酶 A (HMG-CoA) 还原酶抑制剂，通过抑制胆固醇合成限速酶 HMG-CoA 还原酶，使肝脏胆固醇合成受阻，上调细胞表面 LDL 受体数量水平，加速血清 LDL (低密度脂蛋白) 分解代谢，因此他汀类能显著降低血清 TC(总胆固醇)、LDL-C (低密度脂蛋白胆固醇) 和 Apo B 水平，也能降低血清 TG 水平和轻度升高 HDL-C (高密度脂蛋白胆固醇) 水平。

近年来的学术研究表明，他汀类药物可有效减少心血管疾病的发生率，也能够逆转冠状动脉粥样硬化斑，在冠心病二级预防中的重要作用。他汀类药物适用于高胆固醇血症、混合性高脂血症和动脉粥样硬化性心血管患者。目前主要用于临床的有洛伐他汀、辛伐他汀、普伐他汀、氟伐他汀、阿托伐他汀、瑞舒伐他汀。

汀和匹伐他汀。

图 20: 部分他汀类药物上市时间



资料来源: 药渡, 渤海证券研究所

在临床疗效方面, 早期问世的药物半衰期较短。由于人体内 HMG-CoA 还原酶活性在中午最低, 半夜最高, 所以人体内胆固醇的合成也有节律性, 中午最少, 半夜最多, 因此一般选择在夜间服用他汀类药物, 不便于患者用药。而匹伐他汀等上市时间较晚的品种可以在任意时间服药, 解决了这一问题。此外服用他汀类药物同样可能出现诸如糖尿病、中枢神经系统并发症等不良反应。在 LDL-C 降低幅度相同的情况之下, 匹伐他汀的用量较小, 可以减少出现新发糖尿病的风险。

表 5: 他汀类药物临床效果及用量

药物	LDL-C 降低幅度 (%)	用药剂量 (mg)	半衰期 (h)	进食对药物吸收的影响	最佳服药时机
阿托伐他汀	38-54	10-80	15-30	无影响	任何时候
瑞舒伐他汀	52-63	10-40	19	无影响	任何时候
辛伐他汀	28-41	10-40	2-3	无影响	夜间
洛伐他汀	29-48	20-80	2-9	增加	夜间进餐时
氟伐他汀	17-33	20-80	0.5-2.3	减小	夜间
普伐他汀	19-40	10-40	1.3-2.8	减小	任何时候
匹伐他汀	31-41	1-4	12	减小	任何时候

资料来源: 丁香园, 渤海证券研究所

匹伐他汀问市时间虽然较晚, 但是由于其用量小, 副作用小, 不会增加新发糖尿病风险, 代谢途径不经过 CYP450 同工酶, 药物相互作用少, 多药联用更安全, 因此其临床价值在近年来逐步得到认可, 目前已经进入到国内外多个临床指南之中, 这有助于厂家在医疗机构进行学术推广, 促进医生的处方习惯的形成, 有利于匹伐他汀销量的提升。匹伐他汀在药物经济学方面也具有一定的优势, 中山大学附属第五医院进行了一项随机、对照研究, 将 63 例确诊为高胆固醇血症

的患者随机分为治疗组 (n=32) 和对照组 (n=31), 分别给予匹伐他汀片 2mg/d 和给予阿托伐他汀片 20mg/d。连续口服 8 周后比较疗效、不良反应及成本, 通过药物经济学原理进行分析。结果 8 周后, 治疗组和对照组治疗高胆固醇血症的有效率分别为 87.50%、90.32%, 差异无统计学意义 (P>0.05); 不良反应发生分别为 2 例、5 例; 治疗成本分别为 824.40 元、939.76 元, 最小成本分析法显示匹伐他汀治疗高胆固醇血症具有药物经济学优势。

表 6: 匹伐他汀进入临床指南情况

指南	内容
中国 2 型糖尿病防治指南(2013 年版)	推荐有血脂异常的 2 型糖尿病患者使用匹伐他汀
2013 年 KDIGO 指南	指出匹伐他汀与 CYP3A4 激活剂/抑制剂联用, 对体内药物浓度影响均很小
2013ACC/AHA 成人胆固醇指南	推荐匹伐他汀作为心血管疾病的一级/二级预防
2016ESC/EAS 血脂异常管理指南	推荐匹伐他汀作为心血管疾病一级/二级预防的一线调脂用药
中国成人血脂异常指南(2016 年版)	推荐匹伐他汀作为心血管疾病的一线用药
2016 年欧洲药监局	对于匹伐他汀的说明书进行了更新, 指出“没有发现匹伐他汀引起糖尿病的确切报道, 是唯一不会增加新发糖尿病风险的他汀类药物”

资料来源: 公司网站, 渤海证券研究所

从市场表现来看, 2015 年我国降血脂药物市场规模已经达到了 172 亿元, 2013-2015 年复合增速为 20.73%。其中阿托伐他汀和瑞舒伐他汀市场占比较大, 合计占比达到 70%以上。从增速来看, 瑞舒伐他汀和匹伐他汀增速超过了市场平均水平, 其中匹伐他汀增速尤为突出。我们认为, 在降血脂类药物市场规模仍然稳定增长的背景之下, 以匹伐他汀为代表的新一代他汀类药物在临床疗效上具有一定优势, 未来仍能够持续成长, 其增速也有望超过平均水平。

表 7: 主要他汀类药物市场规模 (亿元)

药品	2013 年	2014 年	2015 年	2 年复合增速	2015 年市场份额占比
降血脂药物	118	146	172	20.73%	
阿托伐他汀	62.5	74.85	90.64	20.43%	52.7%
瑞舒伐他汀	19.04	28.97	35.76	37.05%	20.79%
辛伐他汀	17.22	18.71	17.52	0.87%	10.19%
普伐他汀	3.55	4.42	5.28	21.96%	3.07%
氟伐他汀	3.69	4.56	5.18	18.48%	3.01%
匹伐他汀钙	0.82	1.63	3.68	111.84%	2.13%

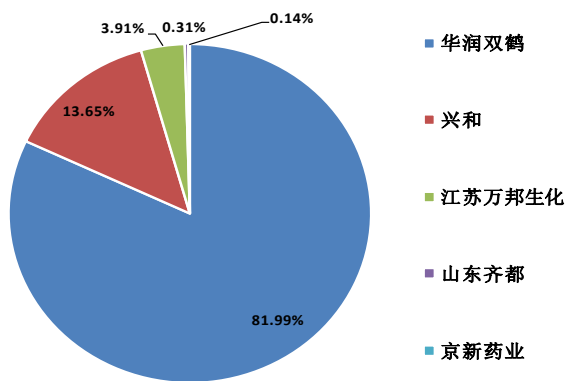
资料来源: 米内网, 渤海证券研究所

2.6.2 匹伐他汀销售情况及竞争格局

从重点城市样本医院销售情况来看，匹伐他汀销售额的增速一直维持在100%左右。2015年匹伐他汀在重点城市公立医院销售额为9736万元，而其在四个终端（城市公立医院，社区，县级公立医院，乡镇卫生院）中的销售额为3.68亿元，在重点城市公立医院中的销售额占到总销售额的26%。从统计范围来看，重点城市公立医院的销售数据是通过统计北京、广州、天津和杭州等16个重点城市400多家样本医院采购数据得到的；而全国终端销售数据是通过统计全国3000家城市公立医院、10000家县级医院、18000家城市社区医院和36000个乡镇卫生院得到的，样本数量远远大于前者。由此我们也可以看出，匹伐他汀的销售分布是不均匀的，我们推测其目前的销售主要集中在城市公立医院，在地区分布上则主要在经济条件较好的地区。一方面是由于匹伐他汀上市时间不长，营销网络和学术推广难以覆盖全国广大地区；另一方面则是因为该产品在当时未纳入国家医保目录，仅被部分省份医保增补，而其他他汀类药物进入了2009版全国医保目录，因此患者在用药时倾向于选用医保能够报销的药品，患者经济负担上的差异也使得限制了匹伐他汀的销量。

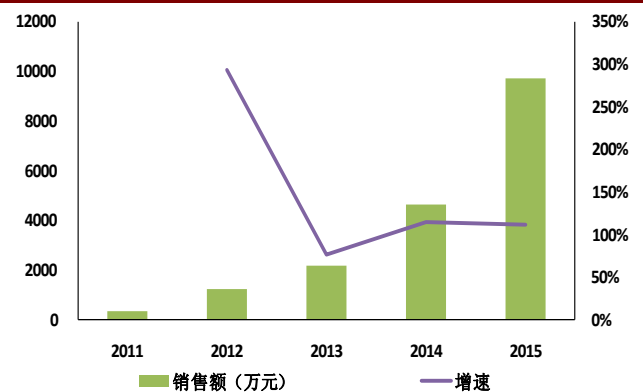
在竞争格局方面，由于原研厂家推广能力一般，匹伐他汀的市场份额主要由国内企业占据，包括原研企业在内，目前共有5家企业的匹伐他汀上市，其中华润双鹤占据了80%以上的市场份额，整体来看竞争格局较为良好。

图 21：匹伐他汀重点城市公立医院竞争格局



资料来源：米内网，渤海证券研究所

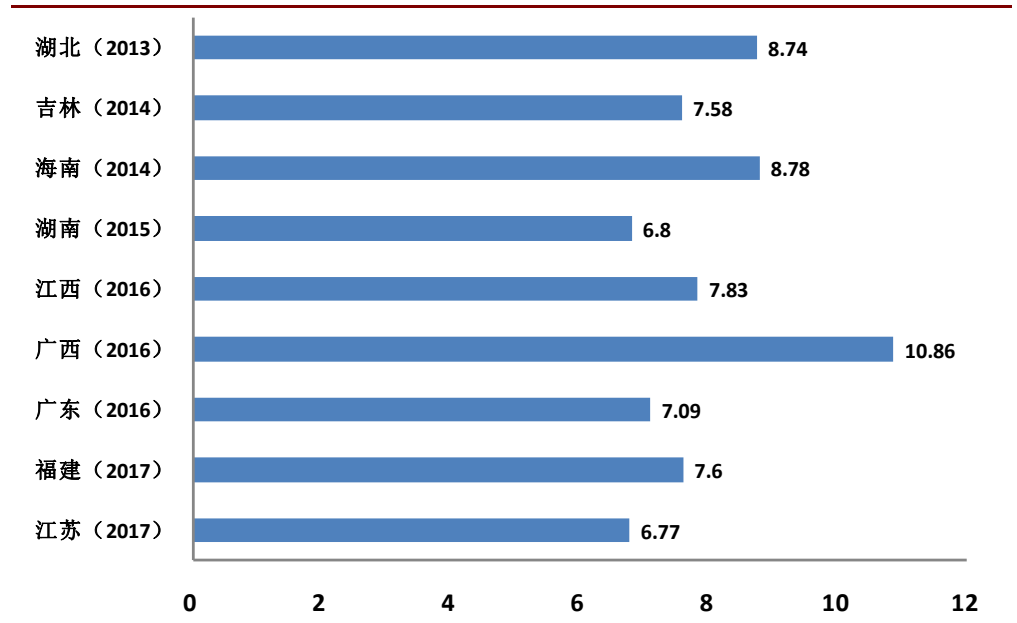
图 22：匹伐他汀重点城市公立医院销售情况



资料来源：米内网，渤海证券研究所

在中标价格方面，近年来匹伐他汀的中标价有所下滑，但总体来看下降幅度不大，仍然在可承受的范围之内，通过销售额的提升可以弥补价格下降带来的损失。2017年匹伐他汀通过招标新进入了江苏和福建两个省份，伴随着新一轮招标的在各个省区的不断推进，匹伐他汀的市场覆盖面有望进一步扩大。

图 23: 匹伐他汀 (2mg) 中标价



资料来源: 米内网, 渤海证券研究所

药品申报方面, 自CFDA于2015年7月发布《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》以来, 多个匹伐他汀的注册申请已经由厂家主动申请撤回。获得临床批件的批号之中, 目前只有信立泰在获得批件后开始进行人体生物等效性试验。2015年11月, CFDA发布了《关于药品注册审评审批若干政策的公告》, 要求仿制药按与原研药质量和疗效一致的原则受理和审评审批, 已经受理的仿制药注册申请, 中国境内已有批准上市原研药, 申请注册的仿制药没有达到与原研药质量和疗效一致的, 不予批准。在临床试验数据监管严格和仿制药审评标准提高的背景之下, 能够通过审批并上市的仿制药数量会出现减少。我们认为未来匹伐他汀的竞争格局在未来一段时间内不会出现恶化。

表 8: 匹伐他汀注册申请评审情况

企业	受理号	评审结果	BE 试验情况
信立泰	CYHS1500052 CYHS1500053	批准临床	进行中
石家庄四药	CYHS1401297 CYHS1401296	批准临床	
海南中化	CYHS1400422	批准临床	
芸峰药业	CYHS1401174	批准临床	
山东孔府	CYHS1301903	批准临床	
西安正大	CYHS1400216 CYHS1400209	批准临床	
云南中金天瑞	CYHS1301096	批准临床	
海正药业	CXHS1400301	撤回	
西南药业	CXHS1400217	撤回	
海南日中天	CXHS1400222	撤回	
迪沙药业	CXHS1400171	撤回	
双成药业	CXHS1200331	撤回	

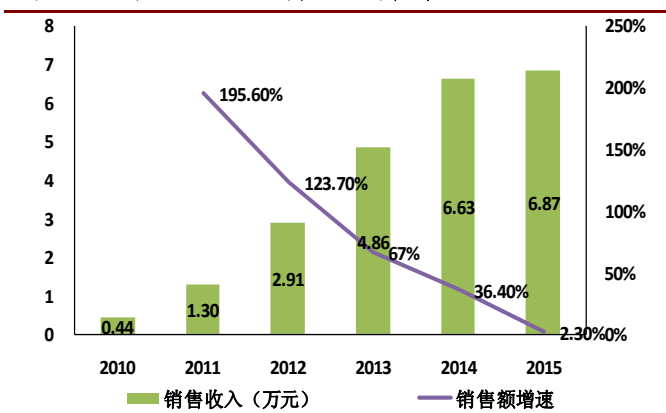
资料来源: 米内网, 相关公司公告, 药物临床试验登记与信息公示平台, 渤海证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2.6.3 匹伐他汀成长性较好，有望成为新一代明星产品

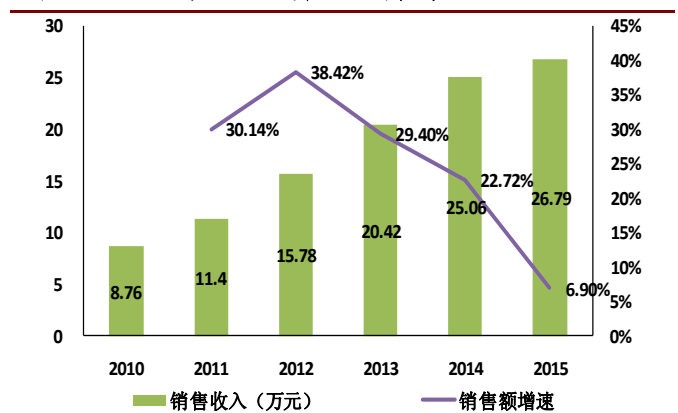
目前，匹伐他汀已经进入了新版医保目录。对于其未来的成长性，我们以同属他汀类药物的瑞舒伐他汀来进行类比，因为二者的适应症、刚上市时的竞争环境均有类似之处。阿斯利康作为瑞舒伐他汀的原研厂家，其产品于 2007 年在国内率先上市，随后京新药业、鲁南贝特和正大天晴的产品于 2008 年问世，与匹伐他汀的竞争格局类似，此外还面临着其他他汀类药物的竞争。从其样本医院销售情况来看，2010-2015 年他汀类药物销售额的复合增速为 25%；瑞舒伐他汀于 2009 年进入医保目录，2010 年的销售额仅为 0.44 亿元，但到了 2015 年销售额已经达到了 6.87 亿元，期间复合增速为 73%，远高于同期他汀类药物销售额的平均增速。我们认为其销售额快速增长有以下原因，一是在上市后不久就进入了全国医保目录之中，另一方面是由于原研厂商阿斯利康营销和学术推广能力较强，迅速确立了瑞舒伐他汀在临床中的地位。近年来瑞舒伐他汀在重点城市医院销售额增速出现了下滑，但是从整体市场来看其增速仍然较快，2013-2015 年间复合增速达到了 37.5%，我们认为主要是由于生产企业进行渠道下沉，广泛覆盖各类医疗终端，进而持续推动瑞舒伐他汀销售额提升。

图 24：瑞舒伐他汀重点城市医院销售情况



资料来源：PDB，渤海证券研究所

图 25：他汀类药物重点城市医院销售情况



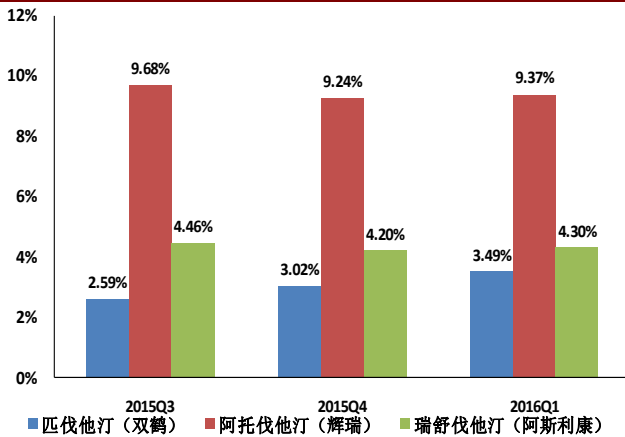
资料来源：PDB，渤海证券研究所

我们认为由于在现阶段匹伐他汀的销售仍然在城市公立医院和经济发达地区，与瑞舒伐他汀刚上市时的情况类似，因此在纳入医保目录之后，将经历一段快速增长的时期；伴随着对于公立医院覆盖面的增加，其增长将更依赖基层医疗机构市场的推动，有望复制瑞舒伐他汀的成长路径。我们认为在未来匹伐他汀销售额的复合增速将维持在 30-40% 之间。

从样本医院的数据来看，公司产品的市场占有率稳步提升。以北京市为例，2015 年 3 季度到 2016 年 1 季度，匹伐他汀在心血管系统药物销售额中的比例从 2.59% 提高到了 3.49%，其市场份额不仅超过了其他国产他汀，而且已经逼近了原研产品，显示出公司具有较强的学术推广和营销能力。从医保覆盖方面来看，

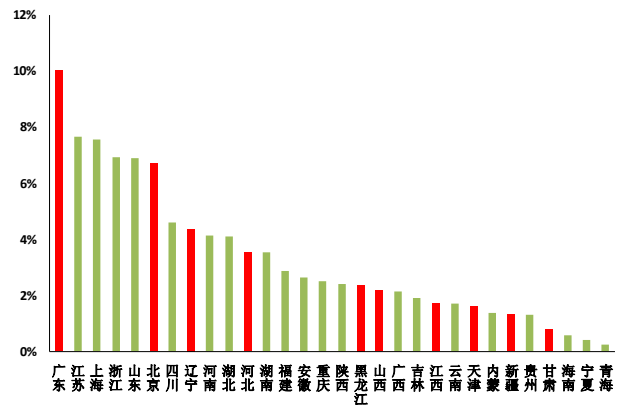
在新版医保目录公布之前，匹伐他汀仅进入了 10 个省份的医保增补目录，这 10 个省份药品的销售额总计占全国的 34.55%，匹伐他汀 2015 年的终端销售额为 3.68 亿元，据此简单推算，在不考虑未来降血脂药物市场继续成长和对老品种他汀替代的情况下，匹伐他汀终端销售额的潜力至少在 10 亿元以上（3.68 亿元/34.55%=10.65 亿元）。此外，公司渠道和终端覆盖面广，慢病业务拥有 2000 余家商业客户，覆盖医院、城市社区中心/站点以及农村基层医疗终端近 20 万家，覆盖可视药店近 30 万家。除了医院市场之外，未来公司还能够依托现有的营销网络，主动进行渠道下沉，实现匹伐他汀的持续增长。

图 26: 他汀类药物销售额在心血管系统药物中的占比 (北京)



资料来源: 米内网, 渤海证券研究所

图 27: 各省市医院市场药品销售额在全国总销售额中的比例



资料来源: 中康 CMN, 渤海证券研究所 (红色表示匹伐他汀进入该省医保增补目录)

我们认为，公司作为匹伐他汀市场中份额最高的企业，具有一定的先发优势。在匹伐他汀纳入全国医保之后，首先能够利用这一机遇迅速扩大市场规模。在匹伐他汀成长到一定体量之后，公司仍可以利用自己的销售网络和渠道优势继续开拓基层市场。总体来看，在未来数年之内公司匹伐他汀的销售收入将保持高速增长，成为公司慢病业务成长的重要动力。

3. 专科业务平台初具规模，儿科肾科前景广阔

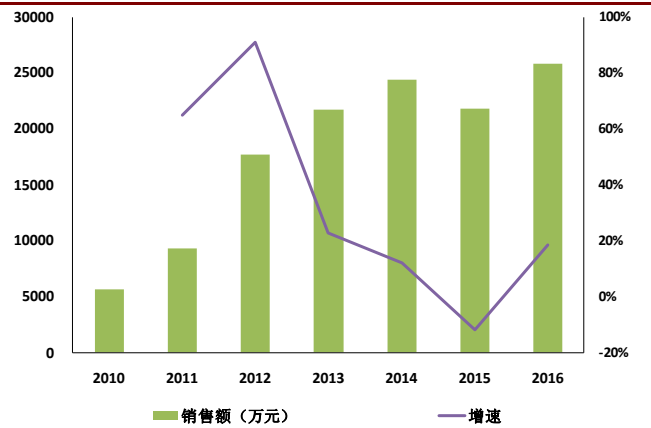
3.1 人口出生率逐渐回升，儿科用药恢复增长

公司在儿科用药领域的产品主要为珂立苏和小儿氨基酸。2016 年公司儿科用药收入达到了 2.58 亿元，其中珂立苏收入为 1.7 亿元，占比为 66%，是公司儿科用药中的支柱性产品。

珂立苏的活性成分为注射用牛肺表面活性剂，用于经临床和胸部放射线检查诊断明确的新生儿呼吸窘迫综合征（简称 RDS，又称肺透明膜病）的治疗。国内

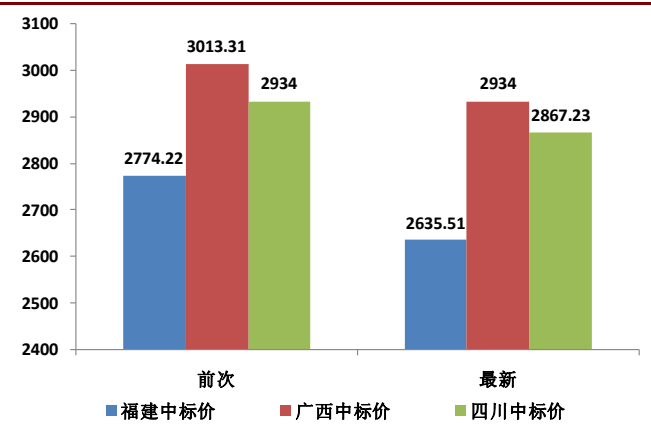
上市的同类产品为意大利凯西制药生产的固尔苏(猪肺磷脂注射液)。目前利用外源性肺表面活性物质治疗新生儿呼吸窘迫综合征被列入了中华医学会发布的新生儿呼吸窘迫综合症临床路径,珂立苏已经成为了临床一线用药。在价格方面,由于受到药品招标整体降价的影响,产品的中标价也出现了一定程度的下滑,但由于该产品为刚性需求,且竞争不激烈,目前价格体系维护较好。

图 28: 公司儿科用药销售情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

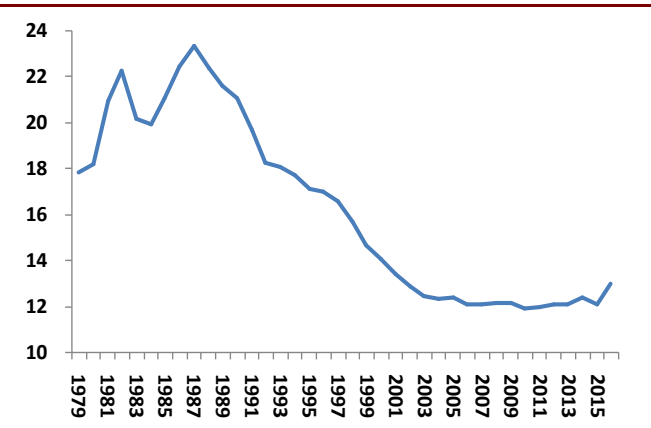
图 29: 珂立苏中标价格



资料来源: wind, 渤海证券研究所

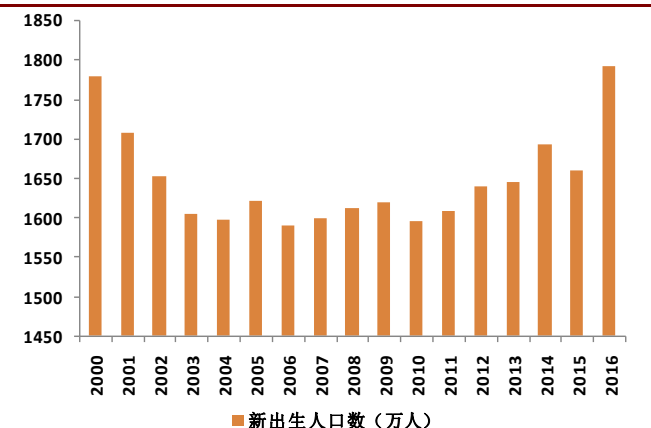
从公司儿科用药销售额的趋势来看,2016 年出现了明显的复苏,增速达到了 18.59%,其中珂立苏同比增速达到了 43%。一方面由于 2015 年新生儿出生率出现了下降,使得 2015 年的销售基数较低,另一方面则是由于 2016 年我国人口出生率出现回升,达到了 12.95‰,为 2002 年来的最高水平。随着我国全面二孩政策的实施和 1985-1992 年生育高峰出生的人口陆续进入婚育年龄,预计未来数年我国人口出生率将持续回升,助推儿科用药市场成长。

图 30: 历年我国人口出生率(‰)



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 31: 历年我国新出生人口数



资料来源: wind, 渤海证券研究所

呼吸窘迫综合征主要是由于缺乏肺表面活性物质造成的,多发生于早产儿,早产儿是指胎龄小于 37 周出生的新生儿。胎龄越小,呼吸窘迫综合征发病率越高,胎龄在 28-30 周之间发病率高达 70%以上。根据卫计委的统计数据,目前我

国早产儿发生率在 7%左右。而在早产儿之中，呼吸窘迫综合征的发病率为 10-16%。2016 年我国新生儿数量为 1790 万，据此推测，我国 2016 年患有呼吸窘迫综合征的新生儿数量为 12.5 万-20 万之间。按每个患者使用 2 支计算，潜在使用量在 25-40 万支之间，珂立苏在 2016 年销量为 8 万支，市场空间巨大。在价格方面，珂立苏相比固尔苏也具有一定优势。根据两种药品的说明书，固尔苏的用量为 100-200mg/kg，而珂立苏的用量为 70mg/kg；通过价格对比可以看出，珂立苏的经济性要好于固尔苏。2016 年珂立苏市场份额相比起 2015 年提高了 2%，未来仍有望继续提升。

表 9: 珂立苏和固尔苏中标价对比（广西省）

商品名	规格	中标价（元）
珂立苏	70mg	2934
固尔苏	1.5ml:0.12g	3451
	3ml:0.24g	5919

资料来源：米内网，渤海证券研究所

公司在儿科领域另一个重要产品为小儿复方氨基酸注射液。在拥有小儿复方氨基酸生产批准文号的公司之中，华润双鹤及其子公司拥有的产品种类最为齐全，包括 18AA-I、18AA-II 和 19AA-I 3 种类型。其中 18-AAII 为长征富民独家品种，与 18AA-I 相比，该产品调节不同氨基酸之间的比例，增加了酪氨酸的含量，减少了苯丙氨酸和甲硫氨酸的含量，使其更符合儿童代谢特点，具有更好的临床效果。根据 IMS 的数据，2014 年小儿氨基酸市场整体容量接近 6 亿元人民币，主要应用于儿科、新生儿科等，用于不能经口摄入蛋白质或摄入量不足、烧伤、外伤及手术后等高代谢状态的小儿和新生儿。未来随着全面二孩政策的推出和人口出生率的自然回升，新生儿数量在未来数年将加速增长，有助于该类产品销售额的提升。目前公司的小儿氨基酸注射液市场份额第一，未来将持续受益于整体市场规模扩大。

表 10: 华润双鹤小儿氨基酸注射液产品基本情况

药品	生产厂家	规格	竞争格局	其他
小儿复方氨基酸注射液(18AA-I)	安徽双鹤	250ml:16.85g(总氨基酸)	5 家	
小儿复方氨基酸注射液(18AA-II)	长征富民	50ml:3.0g(总氨基酸)	独家	2015 年上海长富该品种销售收入为 2300 余万元
		100ml:6.0g(总氨基酸)		
		250ml:15.0g(总氨基酸)		
小儿复方氨基酸注射液(19AA-I)	华润双鹤	20ml:1.2g(总氨基酸)	3 家	
		100ml:6.0g(总氨基酸)		

资料来源：米内网，公司公告，渤海证券研究所

3.2 肾科业务空间巨大，未来成长可期

在专科平台之中，肾科业务也是公司重点聚焦的领域之一。公司在该领域的主要产品为腹膜透析液和血液过滤置换液。腹膜透析液主要在腹膜透析疗法之中使用，该疗法主要适用于终末期肾病患者，利用腹膜毛细血管与透析液之间进行水和溶质的交换，通过溶质浓度梯度差可使血液中尿毒物质从透析液中清除，并维持电解质及酸碱平衡，代替了肾脏的部分功能，排除毒素和多余液体。腹透液留置在腹膜腔内，患者血液内的废物和液体通过腹膜过滤到腹透液中。含有废物的腹透液在数小时后排入腹膜腔，随后输入新的腹透液。相比起血液透析，腹膜透析较为便利，患者可自行完成，对患者的正常生活影响较小。

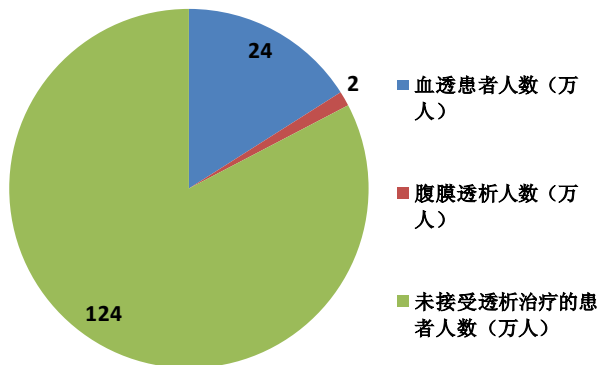
表 11: 腹膜透析疗法的优缺点

优点	缺点
病人能灵活、独立的生活；每月去诊所一次，不需要用针；腹膜透析能提供持续性治疗，不必去透析中心接受治疗；能在旅行时方便地接受腹膜透析治疗；可以在睡觉时进行治疗；腹膜透析可以不进行血液交换	每天都需要进行透析交换；需要从体外植入永久性导管；有腹膜感染的可能；可能增重/增加腰围

资料来源：百特中国网站，渤海证券研究所

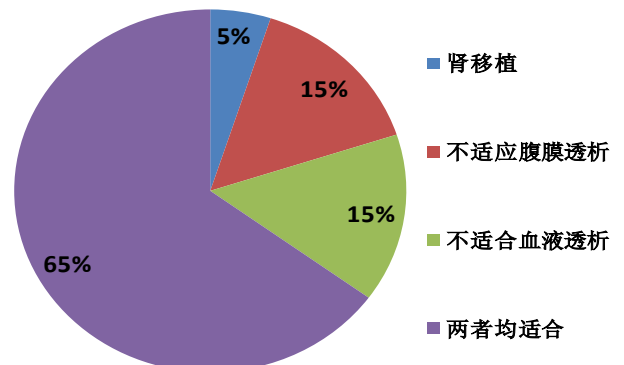
目前我国需要进行透析治疗的终末期肾病患者人数约为 150 万人左右，每年新增患者 12-15 万人。但我国目前仅有约 20% 需要进行透析治疗的患者能够得到相应的治疗，其中进行腹膜透析的患者仅 2 万人。在需要进行透析治疗的患者之中，有 15% 由于心血管疾病不宜进行血液透析；65% 的患者两者均适合，我们假设这部分患者有 10% 最终选择腹膜透析，在不考虑终末期肾病患者数量增加的情况下，则未来进行腹膜透析的潜在患者人数为 32 万人左右。随着大病保险覆盖面的不断扩大，其中对终末期肾病报销比例提高至不低于 70%，将改变目前治疗率低的状况，未来腹膜透析液的潜在市场空间巨大。

图 32: 终末期肾病患者接受透析治疗情况



资料来源：终末期肾病腹膜透析预算影响分析，渤海证券研究所

图 33: 适用于不同治疗方案终末期肾病患者比例



资料来源：终末期肾病腹膜透析预算影响分析，渤海证券研究所

腹膜透析液主要的生产厂家有广州百特、上海长征富民、华仁药业、成都青山利康等。根据 IMS 的统计数据，目前腹膜透析液市场规模约 19 亿元，国内市场的竞争厂商较少。其中广州百特医疗用品有限公司占据该市场约 80% 的份额；公司腹膜透析液市场份额约 5%，排在第二位。在市场推广方面，公司积极与医院合作建立腹膜透析中心，推广使用腹透技术，形成区域技术服务中心，对市县级医疗机构进行腹透治疗的培训与指导。由于生产基地搬迁，2016 年腹膜透析液的供货出现了短缺，对销售造成了较大的影响，随着生产的正常化，未来市场有望逐步恢复。作为国产腹膜透析液的龙头企业，我们认为随着腹膜透析疗法渗透率的提升，公司有望分享市场规模扩大带来的红利。

血液滤过置换液主要用于血液滤过疗法时置换体内的水分和电解质，替代肾脏部分功能。之前国内使用的置换液来源包括医院自行配置、on-line 联机配置和工业无菌生产。原卫生部于 2013 年 5 月发布了《关于加强连续肾脏替代治疗技术临床应用管理工作的通知》，要求医疗机构开展 CRRT 技术使用的设备、耗材及血液滤过置换液，应当有食品药品监督管理部门批准文号，实际上禁止了在医院临床之中使用自行配置的血液滤过置换液，该项政策有利于工业无菌生产的产品扩大市场份额。目前该品种竞争格局良好，血液滤过置换液只有长征富民和华仁药业两家进行生产。同时血液滤过置换液进入了新版医保目录，目前公司该产品销售额较小，2016 年仅 473 万元，进入医保之后销售额有望迎来快速提升。

4. 输液业务见底，包材结构调整推动业绩回升

4.1 大输液市场趋于成熟，包材结构调整成为行业趋势

大输液是注射剂的一个重要分支，通常指容量大于等于 50ml 并直接由静脉滴注输入人体的液体灭菌制剂。大容量注射剂直接将药物输入静脉进入人体血液，短时间内即可分布于全身，因此输液产品的质量对临床安全至关重要，输液产品必须保证无菌、无热源、无不溶微粒，对生产环境要求较高。大输液按照临床用途可分为普通输液、治疗型输液、营养型输液、血容量扩张用输液及透析造影用输液五大类别。

表 12: 大输液产品主要类型及用途

类型	用途
普通输液	分为电解质输液和酸碱平衡输液两类，主要作用是调节人体新陈代谢、维持体液渗透压等，主要有氯化钠输液等品种
营养型输液	为患者补充碳水化合物、脂肪、氨基酸等营养物质，主要有葡萄糖输液、氨基酸输液、脂肪乳输液

治疗型输液	直接在生产中将治疗性药物加入普通溶剂中的大输液，如替硝唑输液、氧氟沙星输液等
血容量扩张用输液	用于增加血容量，防止失血性休克或降低血液黏度，改善微循环，如右旋糖酐输液、羟乙基淀粉输液。
透析造影用输液	用于疾病诊断，如泛影葡安、碘海醇注射液等

资料来源：辰欣药业招股说明书，渤海证券研究所

按照包材种类来划分，目前我国市场上主要有玻璃瓶、塑瓶、软袋和直立式软袋四类，其中软袋可分为 PVC 软袋和非 PVC 软袋。玻璃瓶价格较为低廉，但临床使用时需不断引入空气使药液滴出，易造成二次污染，瓶体碎屑也容易造成毛细血管栓塞，因此玻璃瓶的使用量逐渐减少。塑料瓶重量轻，易于运输，但透明度较差，输液时仍然存在二次污染的问题。软袋均采用密封式输液，依靠自身平衡压力即可将药液滴出，无需引入外部空气，避免了二次污染。由于 PVC 软袋包装在生产时为使产品包装更加透明，需加入增塑剂，有可能对人体造成不良反应，故工信部在 2010 年 10 月将输液用 PVC 软袋（不包括腹膜透析液、冲洗液）列入了淘汰落后产品目录，目前我国大输液市场中软袋包装输液产品主要为非 PVC 软袋包装输液产品。

表 13：不同输液包材的优缺点

包材类型	优点	缺点
玻瓶	价格低；良好的透明度和化学稳定性、相容性及水气阻隔性能高	临床使用时需要向药液中引入空气以使药液滴出，容易造成药液的二次污染和交叉感染；易碎、运输费用高、裂纹破损不易监测、易调屑造成毛细血管堵塞、生产过程造成环境污染、废物不易处理。
塑瓶	价格相对较低；重量轻、运输费用低、口部密封性好、瓶体无脱落物、生产过程污染少、回收方便	透明度较差、临床输液需要引入空气，易造成二次污染。
非 PVC 软袋	无塑化剂析出风险；临床应用无需引入空气，利用自身平衡压力即可将液体滴出，避免二次污染；体积小，重量轻便于运输储藏；环境污染小	成本较高
直立式软袋	袋体可自动收缩，液体能够完全排出，实现了全密封功能	成本较高

资料来源：公司公告，辰欣药业招股说明书，渤海证券研究所

从大输液的历史销量情况来看，增速波动较大。2008 年后受益于医保投入的增加出现了快速增长，2010 年的销量首次突破了 100 亿/袋（瓶）。但随后医保控费逐渐严格，原卫生部又于 2012 年发布了《抗菌药物临床应用管理办法》，对抗生素的使用实行分级管理，严格限制医院品种和规格，使得抗生素的使用量出现了下滑，而抗生素产品用普通输液作溶媒占普通输液的 30% 左右，影响到了输液的使用量。除了限抗政策以外，全国不少地区也陆续出台了限制输液的政策。2014 年 8 月，安徽省卫计委下发通知 53 种疾病门急诊禁输液；江西和江苏省也规定

全省二级以上医院全面停止门诊患者静脉输注抗菌药物。严格的限抗限输政策使得输液行业的增速受到了较大影响，2014 年我国输液达到了 137 亿袋（瓶），同比增速为 1.48%，为近 10 年来的最低水平。

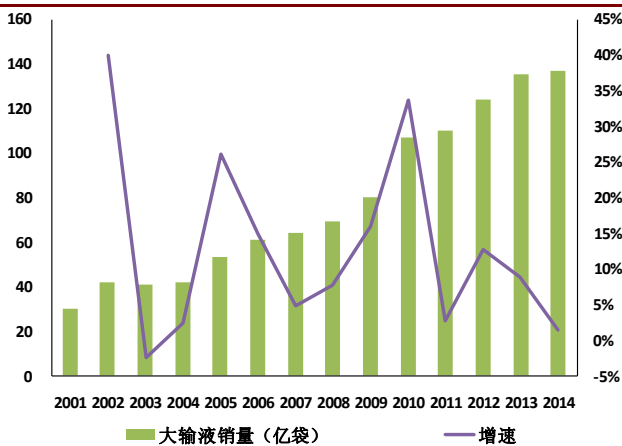
表 14: 各地出台的限制输液政策

时间	地区	政策内容
2014.1	福建三明	53 种疾病限制输液，自 2016 年 4 月 7 日起全面停止患者门诊静脉输液（儿科除外）
2015.11	江西卫计委	2016 年 7 月 1 日起，全省二级以上医院全面停止门诊患者静脉输注抗菌药物
2015.11	江苏卫计委	2016 年 7 月 1 日起，江苏全省二级以上医院（除儿童医院）全面停止门诊患者静脉输注抗菌药物
2016.1	浙江卫计委	全省三级医院率先全面停止患者静脉输注抗菌药物，其他各类医疗机构逐步减少直至停止
2016.3	江西卫计委	严格控制门诊输液尤其是门诊抗菌药物治疗指征，最终实现门诊输液数量和比例逐步减少

资料来源：相关部门网站，渤海证券研究所

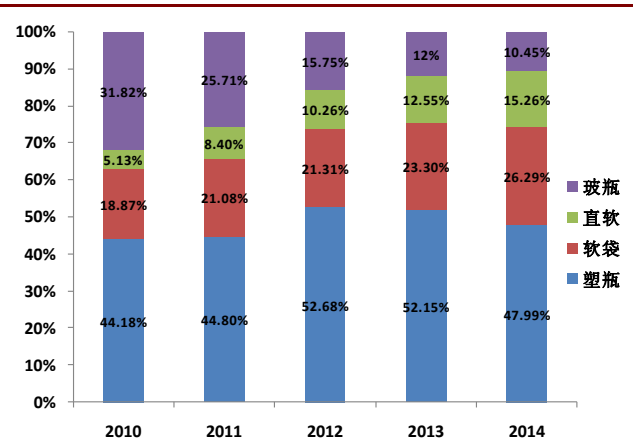
与全球其他地区进行对比，欧洲地区人均年使用输液的量为 5 袋（瓶），世卫组织给出的合理用药水平为人均年使用输液的量为 3.6 袋（瓶），均低于我国现有水平。因此我们认为大输液的销量在未来提升空间不大，甚至有可能出现萎缩。在整体市场容量趋于稳定的情况之下，输液生产厂家开始积极进行包材结构升级，提高高毛利直软和软袋产品的销量，2010-2014 年，直软和软袋合计销售数量占比已经从 24% 提高到 41%，玻瓶销售数量占比已经下降至不足 10%，塑瓶的销量也呈现逐渐下滑的趋势。我们认为未来包材替代的趋势仍将持续，塑瓶的销售数量占比将会继续下滑。通过包材调整，一方面能够保证了公众的用药安全，另一方面由于高毛利产品占比增加，将带动大输液行业的整体毛利率出现回升。

图 34: 历年我国大输液产品销量



资料来源：中国化学制药工业协会，渤海证券研究所

图 35: 不同包材输液产品销量占比

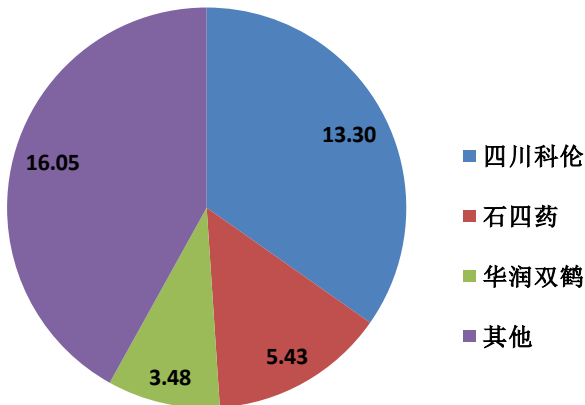


资料来源：中国化学制药工业协会，渤海证券研究所

4.2 包材结构调整初具成效，BFS 引领行业升级

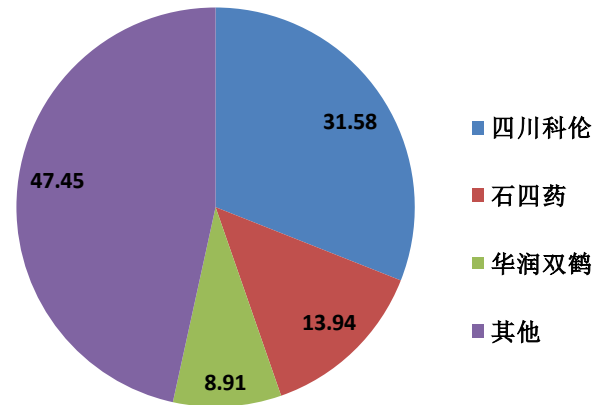
从行业的竞争格局来看，目前的集中度较高。在基础输液领域，排在第一位的四川科伦药业约占 1/3 的市场份额；华润双鹤的市场份额达到 13%(按销量)，规模行业第二，在部分省份达到领先地位。以大输液中常用的葡萄糖注射液和氯化钠注射液为例，行业前三名的市场总份额分别为 58.05%和 53.43%（按销售额统计）。

图 36: 2016 年我国葡萄糖注射液销售额（亿元）



资料来源: IMS, 公司公告, 渤海证券研究所

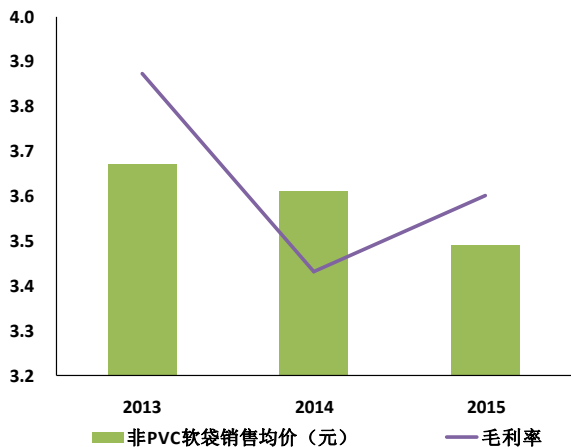
图 37: 2016 年我国氯化钠注射液销售额（亿元）



资料来源: IMS, 公司公告, 渤海证券研究所

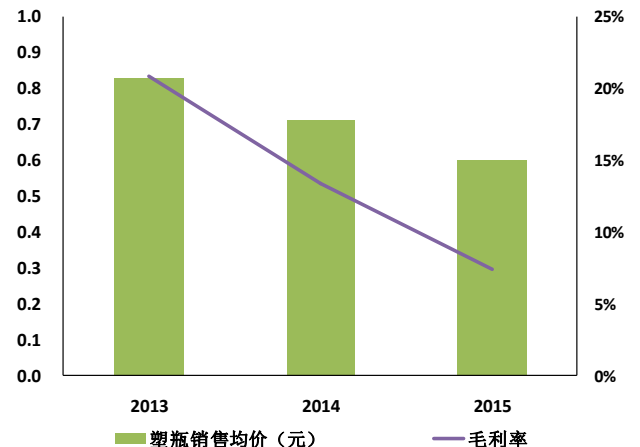
在产品的价格方面，由于公司未披露具体产品的毛利率和销售价格，因此我们以辰欣药业为例来介绍输液产品的价格和利润趋势。塑瓶的销售价格从 2013 年开始出现下滑，由于成本下降的幅度低于降价幅度，使得塑瓶毛利率也一路走低，2015 年仅为 7.38%，再考虑到销售和管理等费用，塑瓶业务已经几乎没有获利空间。而非 PVC 软袋的价格下降趋势不明显且毛利率也远远高于塑瓶。

图 38: 非 PVC 软袋销售均价及毛利率



资料来源: 辰欣药业招股说明书, 渤海证券研究所

图 39: 塑瓶销售均价及毛利率

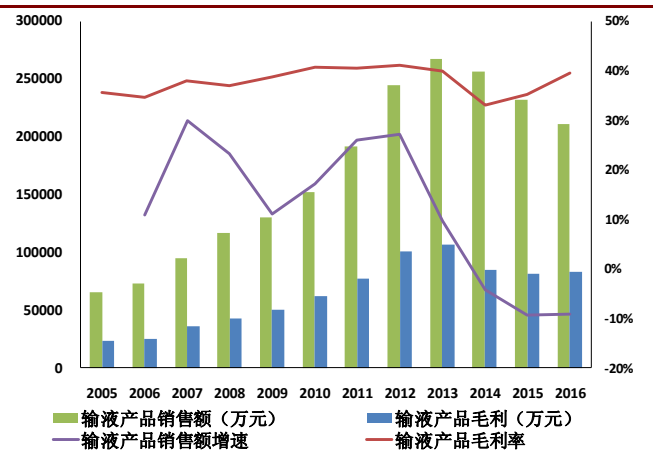


资料来源: 辰欣药业招股说明书, 渤海证券研究所

由于塑瓶业务毛利率的急速下降，因此在塑瓶产品上各家企业间继续降价竞争的动力也不充足，此外由于目前行业的集中度逐渐提高，主流厂家在价格上的话语权在逐步增加，一方面意味着龙头企业市场规模的扩大，另一方面由于部分企业的退出，竞争趋缓，有利于企业在挂网采购之中维护价格。由于塑瓶价格已经接近底部，在今年1季度公司塑瓶产品的价格已经略有回升，塑瓶产品对于输液业务的负面影响已经逐渐消除。

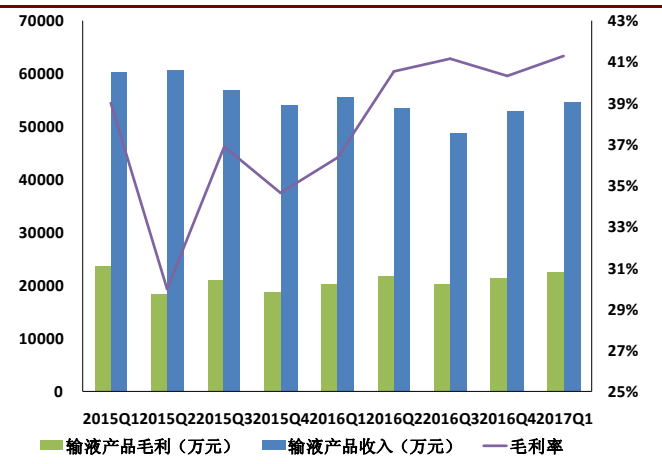
受到塑瓶价格下降的影响，2014年公司输液业务收入和毛利率都出现了较大幅度的下滑。面对输液行业整体下滑的趋势，公司采用了调整输液包装结构和产品结构的策略，压缩低毛利塑瓶的销售规模并提高高毛利的直软和软袋的销量。2016年软袋（含直立式）销量为50265万袋，销量同比增长11%，销量占比已经达到50%，带动输液业务毛利率回升至39.53%，达到近3年来的最好水平。分季度来看，输液业务的毛利率也处于探底回升的状态，2017年1季度毛利率为41.30%，为近两年来的最高水平。

图 40: 华润双鹤历年输液产品收入和毛利情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 41: 2015Q1-2017Q1 输液产品单季度收入和毛利情况

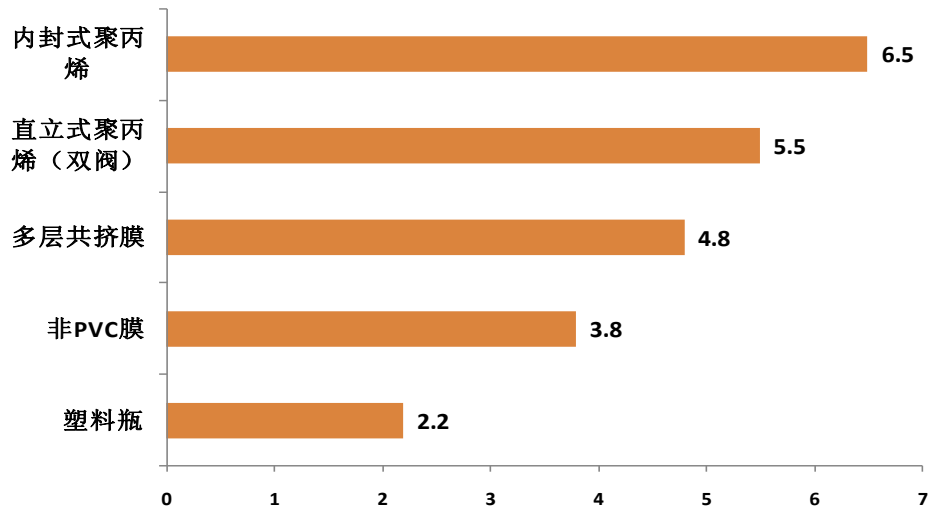


资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

公司积极推动输液产品创新，率先推出了新一代输液产品内封式聚丙烯输液（BFS）。BFS 技术生产的输液产品采用“一步法”生产过程，采用吹瓶-灌装-封口三合一技术，全过程均在无菌环境中，能够最大限度降低生产过程中微生物、各种微粒和热原的污染，产品也具有自排功能，避免了在临床使用中引入空气造成二次污染。具有不溶性微粒少、无菌稳定性好、交叉污染几率小等安全特点。目前 BFS 已经收录进入中国输液安全专家共识，有利于该产品在医疗机构特别是高等级医院的销售推广。

在价格方面，BFS 产品也具有一定优势。以广西省为例，子公司滨湖双鹤的氯化钠注射液（100 ml，0.9g）共有 5 种包材挂网，内封式聚丙烯的初始报价为 6.5 元，远高于塑瓶和非 PVC 膜的报价。随着 BFS 产品的不断推广，公司输液产品的包材结构将持续得到优化，盈利能力有望进一步提升。

图 42: 滨湖双鹤不同包材氯化钠注射液(100ml, 0.9g)初始挂网价(元)



资料来源: 广西省药品招标采购网, 渤海证券研究所

2016 年公司 BFS 输液销量达到了 2297 万瓶, 比 2015 年增长了 38%。目前已经在 11 个省份实现准入。在产能方面, 2017 将增加两条 BFS 生产线, 产能将达到 1.2 亿瓶/年。此外该产品目前已经完成 11 个省份的准入, 但执行进度较慢。我们认为随着新一轮药品招标采购的逐步进行和落实, BFS 的销售额有望稳步提升。

在输液用量难以大幅提升的背景下, 公司通过主动进行包材结构调整, 压缩低毛塑瓶输液量并积极推广 BFS 系列产品, 有利于公司输液板块整体毛利率的提升。我们认为公司输液业务毛利在未来不会出现下滑, 能够成为公司一项稳定盈利的业务。

5. 并购整合加速, 外延式发展值得期待

自 2010 年至今, 公司进行了多次并购和资产整合, 主要围绕原有的慢性病用药、大输液业务等进行外延式发展。2015 年起, 公司并购活动明显提速, 进行了多项规模较大并购, 分别购买了华润赛科 100% 股权、济南利民 60% 股权和海南中化 100% 股权。在并购的品种上, 公司一方面继续巩固原有慢病用药领域的优势, 相继获得了苯磺酸氨氯地平、缬沙坦、缬沙坦氢氯噻嗪、厄贝沙坦、胞磷胆碱钠片等多个高血压、心脑血管疾病用药, 改善了产品结构, 完善了产品梯队。同时积极进入新的市场, 通过并购海南中化获得了雷贝拉唑钠肠溶片、泮托拉唑钠肠溶胶囊等消化系统用药和注射用单磷酸阿糖腺苷醇等抗病毒药物, 扩大了公司化药产品的治疗领域。未来公司计划围绕“1+1+6”领域规划, 以产品、技术获取为核心积极开展外延扩张, 进一步优化、补充丰富公司现有心脑血管、内分泌、儿科、肾科等领域的产品线, 还将重点关注精神/神经、麻醉镇痛、呼吸等领

域的并购机会。我们认为公司通过外延式并购一方面能够增厚业绩；另一方面能够快速获得所需品种。公司积极推动并购企业与公司原有人员在核心区域开展业务交流与对接，实现市场资源的共享，使并购所获得品种与原有品种形成较好的协同效应。公司未来将形成内生+外延双轮驱动的成长模式，进一步提升公司长期增长动力。

表 15: 近年来华润双鹤并购情况

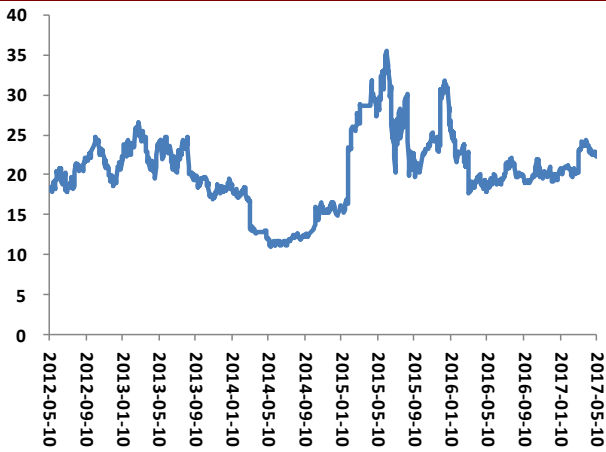
公司名称	交易对价	并购时间	标的公司主要产品
购买沈阳恩世 100% 股权	9064 万元	2010 年	头孢菌素类胶囊、片剂、颗粒剂、软胶囊等
购买富民金山 100% 股权	9560 万元	2011 年	治疗性输液、肾科产品
购买河南华利药业 100% 股权	10970.87 万元	2012 年	输液产品
购买华润赛科 100% 股权	交易价格 353896.06 万 元,其中以现金 支付 5384.71 万 元,向北药集团 增发约 1.52 亿 股	2015 年	高血压、调脂用药
购买济南利民 60% 股权	71340 万元	2015 年	心脑血管用药
购买海南中化 100% 股权	85000 万元	2016 年	抗肿瘤、消化系统用药

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

6. 盈利预测和投资评级

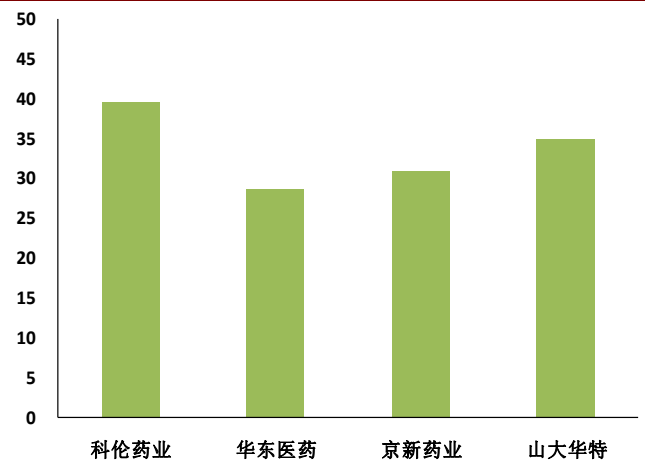
在非输液业务方面，公司多个产品如匹伐他汀、珂立苏等未来成长空间巨大，降压 0 号，压适达等产品也能够维持稳定增长；输液业务方面，通过包材结构调整，其盈利能力也在逐步改善；公司外延式发展预期强烈。近年来公司的收入和利润结构已经发生了较大变化，非输液业务收入和毛利占比明显提升，公司未来业绩的稳定性和成长性将进一步增强。在估值方面，近 5 年来公司的平均市盈率（TTM）在 20 倍左右，我们认为由于公司目前业务类型已经发生质变，目前的估值区间相比起之前应当有所提升，与可比公司进行对比，公司的估值也偏低。我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.19 元、1.35 元和 1.55 元，给予 25 倍市盈率，目标价为 29.75 元，首次覆盖给予“增持”投资评级。

图 43: 公司近年来市盈率(TTM)



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 44: 可比公司市盈率(TTM, 2017年5月11日)



资料来源: wind, 渤海证券研究所

风险提示: 药品中标价出现下滑; 限抗限输政策导致输液使用量继续下降; 软袋输液价格下降; 潜力药品和 BFS 输液未来销售收入增速低于预期。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明：本报告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和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做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做出任何形式的担保。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发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，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“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

副所长 (金融行业研究 & 研究所主持工作)

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长

谢富华
+86 22 2845 1985

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
张冬明
+86 22 2845 1857

计算机行业研究小组

王洪磊
+86 22 2845 1975
朱晟君
+86 22 2386 1673

环保行业研究小组

林徐明
+86 10 6878 4238
刘蕾
+86 10 6878 4250

电力设备与新能源行业研究

伊晓奕
+86 22 2845 1632

医药行业研究小组

任宪功 (部门经理)
+86 10 6878 4237
王斌
+86 22 2386 1355
赵波
+86 10 6878 4256

通信 & 电子行业研究小组

徐勇
+86 10 6878 4235
高峰
+86 10 6878 4251
宋敬祎
杨青海
+86 10 6878 4239

家用电器行业研究

安伟娜
+86 22 2845 1131

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2386 1319

机械行业研究

李骥
+86 10 6878 4263

新材料行业研究

张敬华
+86 10 6878 4257

食品饮料、交通运输行业研究

齐艳莉
+86 22 2845 1625

休闲服务行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

证券行业研究

任宪功 (部门经理)
+86 10 6878 4237
洪程程
+86 10 6878 4260

金融工程研究 & 部门经理

崔健
+86 22 2845 1618

权益类量化研究

潘炳红
+86 22 2845 1684
李莘泰

衍生品类研究

祝涛
+86 22 2845 1653
李元玮

CTA策略研究

郝惊
+86 22 2386 1600

基金研究

刘洋
+86 22 2386 1563

债券研究

王琛皞
+86 22 2845 1802

流动性、战略研究 & 部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
杜乃璇
+86 22 2845 1945

博士后工作站

冯振 债券·经纪业务创新发展研究
+86 22 2845 1605
朱林宁 量化·套期保值模型研究

综合质控 & 部门经理

郭靖
+86 22 2845 1879

机构销售·投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995

行政综合

白骐玮
+86 22 2845 1659

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn