

# 短期看 817、3 合 1， 长期看华润战略整合

买入

——华润双鹤（600062）深度研究报告——

## 内容摘要:

- **不同于市场观点。**市场认为：科伦药业相对于华润双鹤管理能力较强及市场占有率较高，相对于双鹤应该给予溢价及投资首选科伦药业。但我们不同意该观点，原因如下：其一是科伦药业的管理能力可能高于双鹤药业而不是华润双鹤。华润双鹤入主后使前面说法不再成立，华润入主后第一步是对管理层变革及其薪酬体制的改革从而有助于管理水平的提高；第二步是华润很可能考虑管理层的现金股权激励，从而使管理层管理潜力充分挖掘。我们认为：华润双鹤未来 3-5 年其将发生蜕变，敬请拭目以待。
- **未来 2 年 817 与 3 合 1 及治疗性输液将是业绩主要驱动力、未来 3-5 年需要华润引领公司蜕变。**817、尤其 3 合 1 占领大输液包材最前沿，13 年 817、3 合 1 的销售收入增速分别为 50%、300%，它们的高利率分别贡献净利润约为 4000 万、6000-8000 万，其将大幅增加 13 年业绩弹性；治疗性输液收入占大输液的 22%，12 年前 3 季度同比 38%，13 年有望保持较高速度增长；未来 3-5 年公司需要华润引领其蜕变。
- **降压 0 号微增长，匹伐他汀将快速增长。**0 号是心脑血管最主要产品，其增速 12 年与 11 年持平，13 年有望保持约 5% 增长。但该产品是贡献现金流最大产品；匹伐他汀是超级他汀，目前竞争环境较好，该产品很可能成长为重磅产品。
- **估值与投资策略。**我们预测：2012 年、2013 年、2014 年对应 EPS 分别为 1.06 元、1.33 元、1.66 元，对应 PE 分别为 22X、17X、14X。类似公司科伦药业 12 年、13 年 PE 分别为 23X、18X，因此公司估值相对被低估。首次覆盖，我们给予“买入”评级。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	5366.80	6383.38	7660.05	9134.61	10870.19
增长率 (%)	0.07	0.19	0.20	0.19	0.19
归属母公司股东净利润	520.09	529.00	605.48	741.93	891.14
增长率 (%)	0.15	0.02	0.14	0.23	0.20
每股收益 (EPS)	0.91	0.93	1.06	1.30	1.56
销售毛利率	0.36	0.32	0.32	0.33	0.33
销售净利率	0.10	0.09	0.08	0.08	0.09
市盈率 (P/E)			21.56	16.76	13.97

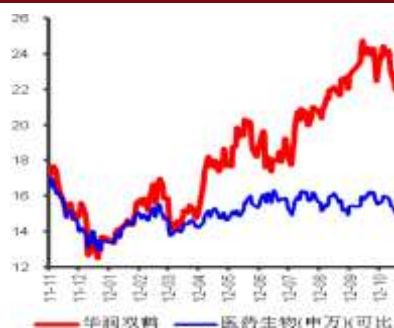
## 分析师

梁从勇  
执业证号：S1250511110003  
电话：010-57631180  
邮箱：lcyong@swsc.com.cn

## 联系人

朱国广  
电话：023-63812537  
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

## 股价走势



## 基础数据

总股本(亿股)	5.72
流通 A 股(亿股)	5.72
52 周内股价区间(元)	11.90-25.05
总市值(亿元)	115.09
总资产(亿元)	65.2
每股净资产(元)	7.9
当前价(元)	21.79
目标价	
6 个月	25
12 个月	28

## 正文目录

<b>1. 华润入主，双鹤将告别个位数增长时代.....</b>	<b>1</b>
1.1 股权变动前后变化.....	1
1.2 华润改变东阿阿胶、华润三九的命运，下一个很可能就是双鹤.....	2
<b>2. 新版 GMP 驱使大输液产业集中度提高，817 与 3 合 1 顺势而为 .....</b>	<b>3</b>
2.1 新版 GMP 相对于 98 版的特点.....	3
2.2 新版 GMP 实施后大输液行业集中度将大幅提升 .....	4
<b>3. 13 年降压 0 号个位数增长、匹伐他汀将快速增长 .....</b>	<b>9</b>
3.1 降压 0 号增长点分析.....	10
3.2 匹伐他汀增长点分析.....	11
<b>4. 内分泌类将保持较快速度增长.....</b>	<b>12</b>
4.1 全球糖尿病类市场概况.....	12
4.2 中国成为糖尿病第一大国，糖尿病类药品市场被国外企业垄断 .....	13
4.3 公司内分泌产品系列.....	15
<b>5. 公司估值与风险提示 .....</b>	<b>16</b>
5.1 估值分析.....	16
5.2 风险提示.....	16

## 插图目录

图 1: 华润入主前公司股权结构 .....	1
图 2: 华润入主后公司股权结构 .....	1
图 3: 华润医药集团五大医药平台 .....	2
图 4: 华润入主前后东阿阿胶主营业务及增长率的变化 .....	2
图 5: 华润入主前后东阿阿胶净利润及增长率的变化 .....	2
图 6: 华润入主前后华润三九主营业务及增长率的变化 .....	3
图 7: 华润入主前后华润三九净利润的变化 .....	3
图 8: 98 版 GMP 前后双鹤药业主营业务收入的变化 .....	5
图 9: 98 版 GMP 前后双鹤药业净利润的变化 .....	5
图 10: 2010 年大输液行业集中度概况 .....	5
图 11: 06-11 年大输液销售量及增长率概况 .....	7
图 12: 2011 年大输液按包材类别分布 .....	7
图 13: 817 销售额与增长率预测 .....	8
图 14: 817 销售量与增长率预测 .....	8
图 15: 3 合 1 销售额与增长率预测 .....	8
图 16: 3 合 1 销售量与增长率预测 .....	8
图 17: 公司大输液毛利率预测 .....	9
图 18: 样本医院心脑血管规模及增长率 .....	10
图 19: 样本医院心脑血管类药品占比 .....	10
图 20: 国内他汀类药物销售额 (亿元) .....	11
图 21: 国内他汀类市场竞争格局 .....	11
图 22: 全球糖尿病患者人数 .....	12
图 23: 全球糖尿病药物市场规模 .....	13
图 24: 全球药品市场销售额 .....	13
图 25: 我国糖尿病发病率变化 .....	13
图 26: 糖尿病、糖尿病前期在城市与农村的变化情况 .....	13
图 27: 国内糖尿病市场规模及增长率 .....	14
图 28: 国内糖尿病药品市场竞争格局 .....	14
图 29: 糖适平销售额及增长率预测 .....	16
图 30: 卜可销售额及增长率预测 .....	16
图 31: 公司历史 PE-Pand .....	17
图 32: 公司历史 PB-Pand .....	17

## 表格目录

表 1: 截止到 11 月 5 日新版 GMP 通过 38 家大输液公司 .....	5
表 2: 国内匹伐他汀申请批文情况 .....	12
表 3: 国内糖尿病用药市场分类 .....	14
表 4: 全球糖尿病药物市场规模 .....	15
表 5: 核心产品预测表 .....	16
表 6: 报表预测 .....	18

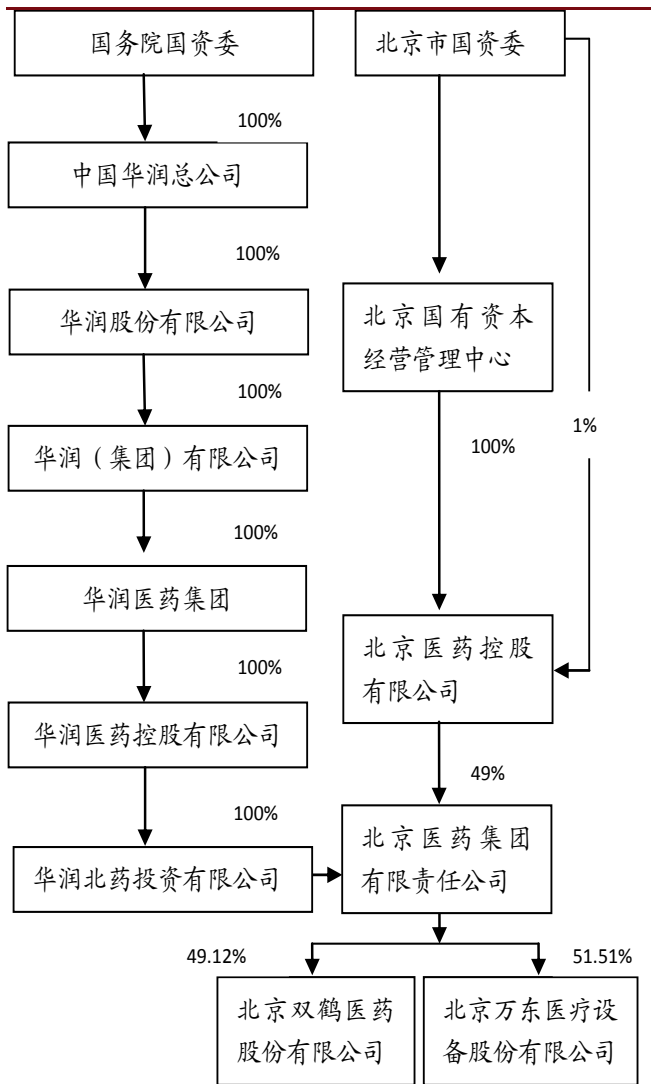
## 1. 华润入主，双鹤将告别个位数增长时代

双鹤专注于我国大输液和普药领域，公司的历史最早可追溯到 1939 年八路军前总卫生部制药所和一二九师制药厂创建，至今已拥有 70 余年的发展历程。在 2010 年前，公司的实际控制人为北京市国资委，是一家拥有正统背景的老国企。

### 1.1 股权变动前后变化

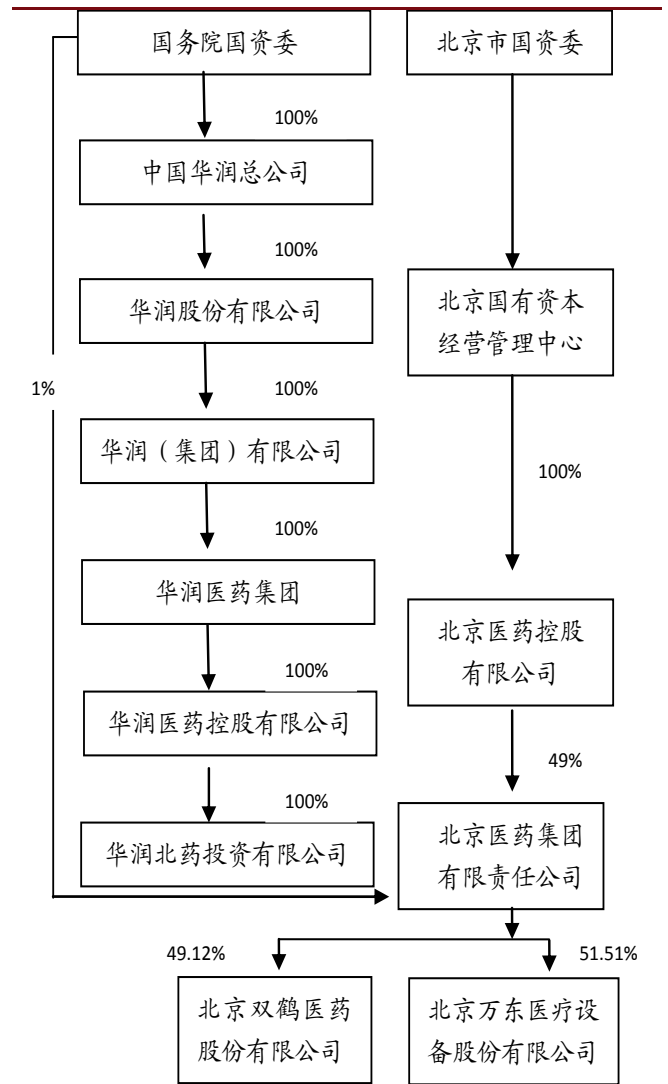
2010 年 7 月，华润集团与北京国有资本经营管理中心、北药集团共同正式签署了重组协议，开启华润入主北药集团的步伐。2011 年 6 月，华润无偿获得北药集团 1% 股权，双鹤的实际控制人由北京国资委转变为华润，双鹤药业正式进入“华润时代”。

图 1：华润入主前公司股权结构



数据来源：公告、西南证券研究发展中心

图 2：华润入主后公司股权结构

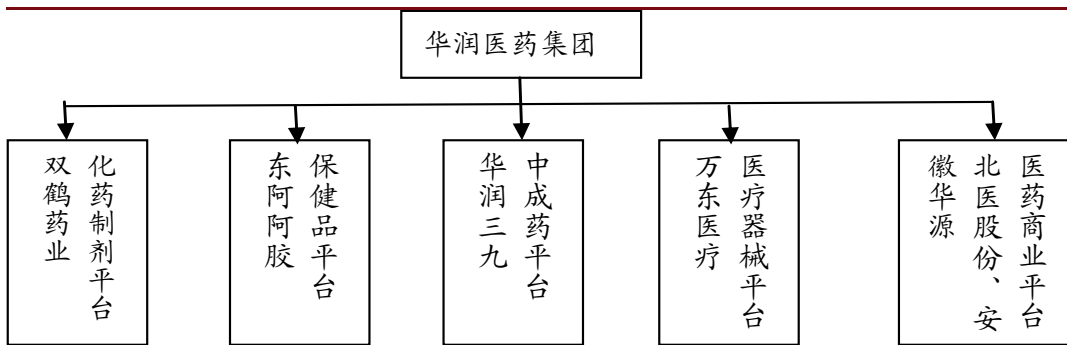


数据来源：公告、西南证券研究发展中心

在华润入主前，与大多数国企一样，双鹤药业存在着内部激励机制不足、效率相对低下等问题，内在价值并未得到充分的体现。而华润集团将给公司带来深层次的改变，我们认为这种改变将主要体现在公司战略规划与管理者内部激励问题。

- **公司战略规划清晰。** 华润把双鹤药业作为大输液与普药的重要药业平台，从而与其旗下的东阿阿胶、华润三九、万东医疗形成互补之势。华润远期规划是把其下面的上市公司医药资产整合成一家医药集团，即华润医药产业谋求整体上市，未来华润医药产业将整合成中药、化学药、医疗设备、保健品和医药流通五大业务平台。
- **华润重塑双鹤的管理者内部激励。** 双鹤药业内部管理层的激励调整主要体现在以下两点：管理层的变更。2012年6月，双鹤重新选举了新的一届董事会成员，来自华润集团的高管全面进入公司内部，只有董秘范彦喜和总裁李昕续任；管理员薪酬制度的改革。华润将带来更为有效的激励机制和更为严格的指标考核，基于华润三九和东阿阿胶在华润入主后都先后实行了现金激励计划，我们预计公司可能也会效仿推出类似的方案。

图 3：华润医药集团五大医药平台

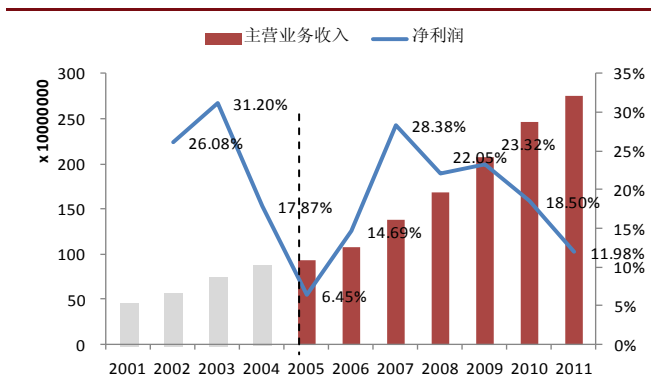


数据来源：公告、西南证券研究发展中心

## 1.2 华润改变东阿阿胶、华润三九的命运，下一个很可能就是双鹤

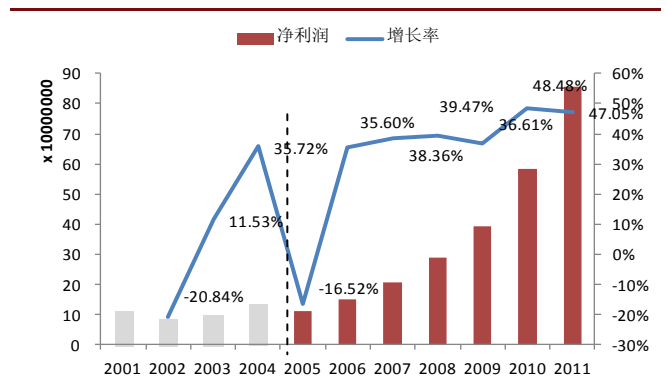
从华润入主后的华润三九、东阿阿胶的主营业务与净利润的增长变化可以发现，华润对它们的影响。

图 4：华润入主前后东阿阿胶主营业务及增长率的变化

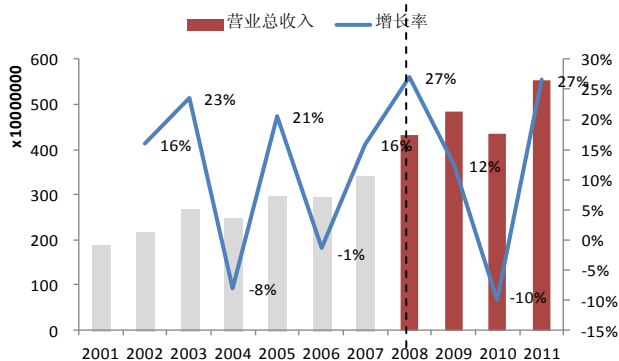


数据来源：Wind、西南证券研究发展中心

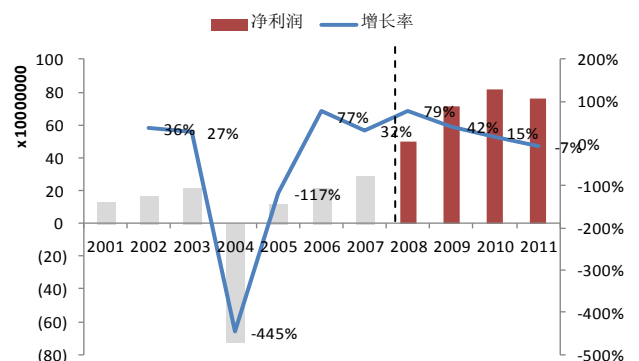
图 5：华润入主前后东阿阿胶净利润及增长率的变化



数据来源：Wind、西南证券研究发展中心

**图 6：华润入主前后华润三九主营业务及增长率的变化**


数据来源：Wind、西南证券研究发展中心

**图 7：华润入主前后华润三九净利润的变化**


数据来源：Wind、西南证券研究发展中心

尽管华润入主后给东阿阿胶、华润三九带来了质的飞跃，对于双鹤药业仍然存在一定的不确定性，但现在看：华润入主后管理层与基层员工薪酬体系的变化，说明公司激励机制已经在发生微妙的变化，原来的国有企业的工作风格已经在悄然的蜕变。根据历史的经验，华润双鹤实施现金股权激励的概率较大，如果变为现实公司管理层的最大潜能将最大化的发挥。因此，管理团队、新的激励机制下，内部整合将推动产品协同快速发展，我们看好公司朝着百亿工业目标稳步前行，动力十足。

## 2. 新版 GMP 驱使大输液产业集中度提高，817 与 3 合 1 顺势而为

### 2.1 新版 GMP 相对于 98 版的特点

#### 强化管理方面要求

- **提高了对人员的要求。**明确将质量授权人与企业负责人、生产管理负责人、质量管理负责人一并列为药品生产企业的关健人员，并从学历、技术职称、工作经验等方面提高了对关键人员的资质要求。比如，对生产管理负责人和质量管理负责人的学历要求由现行的大专以上提高到本科以上，规定需要具备的相关管理经验并明确了关键人员的职责。
- **明确要求企业建立药品质量管理体系。**质量管理体系是为实现质量管理目标、有效开展质量管理活动而建立的，是由组织机构、职责、程序、活动和资源等构成的完整系统。新版药品 GMP 在“总则”中增加了对企业建立质量管理体系的要求，以保证药品 GMP 的有效执行。
- **细化了对操作规程、生产记录等文件管理的要求。**为规范文件体系的管理，增加指导性和可操作性，新版药品 GMP 分门别类对主要文件（如质量标准、生产工艺规程、批生产和批包装记录等）的编写、复制以及发放提出了具体要求。

#### 提高了部分硬件要求

- **调整了无菌制剂生产环境的洁净度要求。**为确保无菌药品的质量安全，新版药品 GMP 在无菌药品附录中采用了 WHO 和欧盟最新的 A、B、C、D 分级标准，对无菌药品生产

的洁净度级别提出了具体要求；增加了在线监测的要求，特别是对生产环境中的悬浮微粒的静态、动态监测，对生产环境中的微生物和表面微生物的监测都做出了详细的规定。

- **增加了对设备设施的要求。**对厂房设施分生产区、仓储区、质量控制区和辅助区分别提出设计和布局的要求，对设备的设计和安装、维护和维修、使用、清洁及状态标识、校准等几个方面也都做出具体规定。
- **围绕质量风险管理增设新制度。**质量风险管理是美国 FDA 和欧盟都在推动和实施的一种全新理念，新版药品 GMP 引入了质量风险管理的概念，并相应增加了一系列新制度，如：供应商的审计和批准、变更控制、偏差管理、超标(OOS)调查、纠正和预防措施(CAPA)、持续稳定性考察计划、产品质量回顾分析等。
- **药品的生产质量管理过程是对注册审批要求的贯彻和体现。**新版药品 GMP 在多个环节中都强调了生产要求与注册审批要求的一致性。如：企业必须按注册批准的处方和工艺进行生产，按注册批准的质量标准和检验方法进行检验，采用注册批准的原辅料和与药品直接接触的包装材料的质量标准，其来源也必须与注册批准一致，只有符合注册批准各项要求的药品才可放行销售等。

**总结。**从新版 GMP 相关要求来看，新版 GMP 要求精细化管理（如要求建立药品质量管理体系、细化操作流程），同时对硬件也提出具体的要求；新版 GMP 的改造成本主要体现在人力成本、硬件及软件的升级改造。

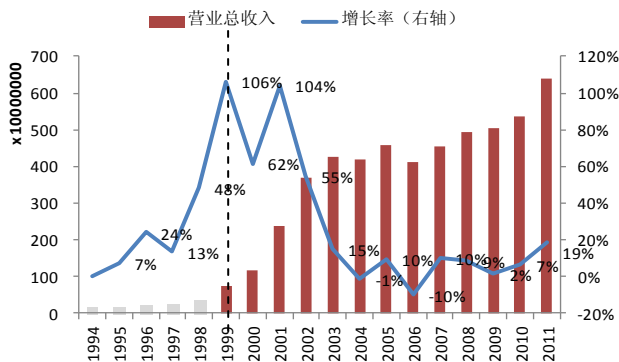
## 2.2 新版 GMP 实施后大输液行业集中度将大幅提升

### 2.2.1 新版 GMP 促使微小企业推出市场，提升行业集中度

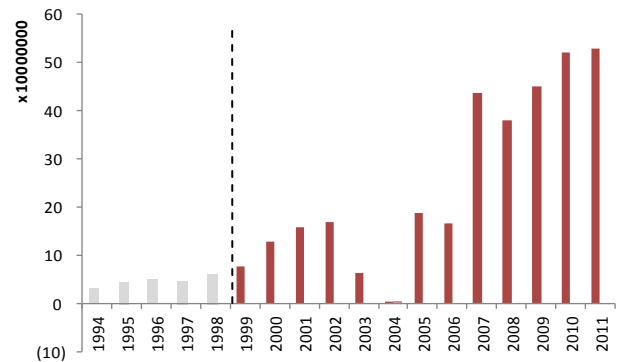
在美国，百特垄断了全美 80% 的输液市场，贝朗和雅培占 20% 市场份额。在欧洲，大输液市场基本被费森尤斯卡比、贝朗、百特和法玛西亚四大公司占领，在日大冢公司占用 50% 的市场份额。2006 年中国输液行业前十强企业生产集中度约为 23.37%，2008 年为 48.4%，2010 年超过 50%。与海外成熟市场相比较，我国的大输液行业市场集中度仍然较低。2011 年开始实施的新版 GMP 认证，将提高行业标准门槛，市场集中度有望大幅提升。

- **企业改造成本、经营成本压力加大，微小的毛利率使部分企业不得不放弃。**在 98 版 GMP 实施后，全国 5000 余家药品生产企业中，最后只有不到 4000 家通过认证，近 1/3 的企业退出市场。原双鹤药业做大输液市场龙头企业，通过 98 年前后主营业务收入、净利润增长的变动可以发现：由于微小企业的推出，使龙头公司获得更多的市场份额从而实现快速增长。而标准更为严格的新版 GMP 必将给制药企业的经营环境产生更大的压力，小企业尤为严重。
- 根据 2011 年 9 月国家统计局数据，我国制药企业 6012 家，11 年平均企业净利润约 1860 万；但我们估计净利润不超过 1000 万的有 1000-1500 家。而新版 GMP 的平均投入成本预计 1000 万。因此，我们预计将有超过 1000 家企业或被洗牌。

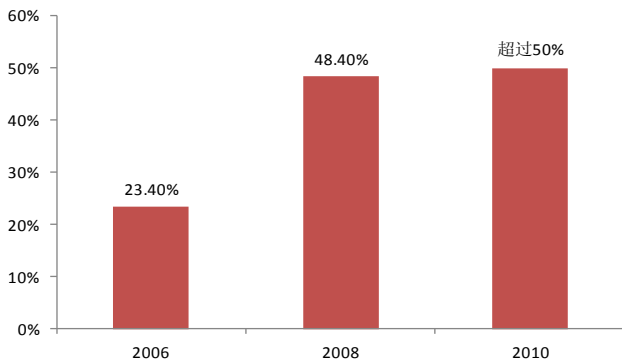
因此，通过双鹤药业 98 年前后业绩的变化，98 版 GMP 对行业集中度产生了重要贡献；大输液企业新版 GMP 必须在明年底完成改造。我们判断将会有一批盈利能力低下的企业退出市场，将超过 98 版的淘汰率。

**图 8: 98 版 GMP 前后双鹤药业主营业务收入的变化**


数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

**图 9: 98 版 GMP 前后双鹤药业净利润的变化**


数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

**图 10: 2010 年大输液行业集中度概况**


数据来源: 西南证券研究发展中心

### 2.2.2 明年大输液公司申请改造新版 GMP 期间将影响其产能

我国目前拥有 300 多家大输液企业，正常经营的企业在 200 家左右，但截止 2012 年 11 月 5 日（包括正在公示的公司），只有 38 家通过新版 GMP。大多数企业可尚未通过新版 GMP 认证。明年进行申请认证，正常需要 6-8 个月。因此，即使明年申请认证必将影响明年产量。

**表 1: 截止到 11 月 5 日新版 GMP 通过 38 家大输液公司**

序号	公司名称	认证范围	认证日期
1	扬子江药业集团南京海陵药业有限公司	大容量注射剂（不含 F0 值<8 品种）	2012 年 11 月 5 日
2	哈尔滨三联药业有限公司	大容量注射剂（聚丙烯输液瓶、多层共挤膜输液用袋）	2012 年 11 月 5 日
3	河南科伦药业有限公司	大容量注射剂	2012 年 11 月 5 日
4	哈尔滨三联药业有限公司	大容量注射剂（310 玻璃输液瓶车间）	2012 年 10 月 18 日
5	扬子江药业集团四川海蓉药业有限公司	大容量注射剂	2012 年 8 月 17 日
6	南阳利欣药业有限公司	大容量注射剂（聚丙烯输液瓶、三层共挤膜输液用袋）	2012 年 7 月 9 日
7	上海华源安徽锦辉制药有限公司	大容量注射剂五车间（聚丙烯输液瓶装）	2012 年 7 月 9 日
8	上海长征富民药业铜陵有限公司	大容量注射剂（含多层共挤输液袋）	2012 年 7 月 9 日
9	武汉滨湖双鹤药业有限责任公司	大容量注射剂（玻璃输液瓶、多层共挤膜输液用袋、内封式聚丙烯输液袋）	2012 年 7 月 9 日
10	昆明南疆制药有限公司	大容量注射剂（聚丙烯输液瓶）	2012 年 7 月 9 日

序号	公司名称	认证范围	认证日期
11	辰欣药业股份有限公司	大容量注射剂（非 PVC 多层共挤输液袋）	2012 年 7 月 9 日
12	辰欣药业股份有限公司	大容量注射剂（非 PVC 多层共挤输液袋、聚丙烯输液瓶）	2012 年 7 月 9 日
13	湖南科伦制药有限公司	大容量注射剂（聚丙烯输液瓶、直立式聚丙烯输液袋）	2012 年 6 月 13 日
14	安徽双鹤药业有限责任公司	大容量注射剂（聚丙烯共混输液袋）生产线	2012 年 6 月 13 日
15	梅河口丰舜制药有限公司	大容量注射剂	2012 年 6 月 13 日
16	金陵药业股份有限公司福州梅峰制药厂	大容量注射剂（腹膜透析液用聚氯乙烯软袋）	2012 年 5 月 7 日
17	无锡台裕制药有限公司	大容量注射剂（三层共挤输液袋）	2012 年 3 月 9 日
18	湖南科伦制药有限公司	大容量注射剂（聚丙烯输液瓶、直立式聚丙烯输液袋）	2012 年 3 月 9 日
19	贵州景峰注射剂有限公司	大容量注射剂	2012 年 3 月 9 日
20	江苏振国药业有限公司	大容量注射剂	2012 年 3 月 9 日
21	邯郸市拥军制药有限公司	大容量注射剂	2012 年 3 月 9 日
22	石家庄四药有限公司	大容量注射剂（聚丙烯输液瓶、多层共挤膜输液袋）	2012 年 3 月 9 日
23	甘肃大得利制药有限公司	大容量注射剂、小容量注射剂	2012 年 1 月 19 日
24	湖南康源制药有限公司	大容量注射剂（非 PVC 多层共挤输液袋）	2011 年 12 月 31 日
25	武汉福星生物药业有限公司	大容量注射剂（聚丙烯输液瓶）	2011 年 12 月 31 日
26	山东齐都药业有限公司	大容量注射剂（聚丙烯输液瓶 203 车间）、大容量注射剂（聚丙烯输液瓶 204 车间）、大容量注射剂（多层共挤输液袋 302 车间）	2011 年 12 月 31 日
27	郑州永和制药有限公司	大容量注射剂	2011 年 12 月 31 日
28	四川科伦药业股份有限公司	大容量注射剂（聚丙烯输液瓶、直立式聚丙烯输液袋）、冲洗剂（聚丙烯输液瓶）	2011 年 12 月 31 日
29	陕西宏府怡悦制药有限公司	大容量注射剂	2011 年 12 月 31 日
30	大连天宇制药有限公司	大容量注射剂（不含果糖二磷酸钠注射液）、小容量注射剂、冻干粉针剂	2011 年 12 月 29 日
31	扬子江药业集团有限公司	大容量注射剂（液体三号楼输液车间）	2011 年 12 月 29 日
32	山西康源堂生物科技有限公司	大容量注射剂	2011 年 12 月 19 日
33	河南华利制药股份有限公司	大容量注射剂 202 车间（玻璃瓶、聚丙烯瓶）	2011 年 11 月 16 日
34	河南太龙药业股份有限公司	大容量注射剂（非 PVC 多层共挤输液用袋）	2011 年 11 月 16 日
35	开开援生制药股份有限公司	大容量注射剂	2011 年 10 月 9 日
36	石药银湖制药有限公司	大容量注射剂	2011 年 10 月 9 日
37	江苏恒瑞医药股份有限公司	大容量注射剂	2011 年 9 月 9 日
38	武汉生物制品研究所	人血白蛋白（大容量注射剂）、冻干静注人免疫球蛋白（PH4）（大容量注射剂）、（大容量注射剂）	2011 年 9 月 9 日

数据来源：SFDA、西南证券研究发展中心

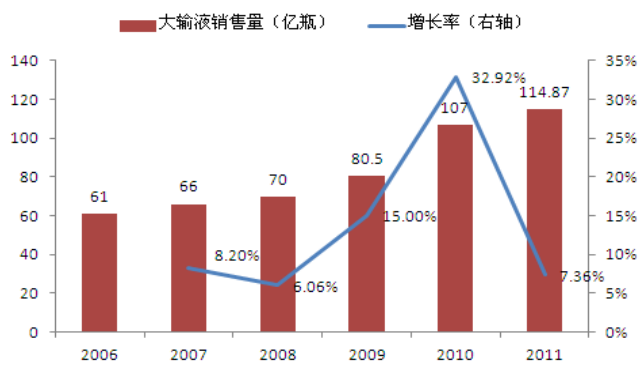
### 2.2.3 大输液的竞争将是包材的竞争

大输液行业近年来市场总体规模大幅增长，产业集中度不断提高。2006 年，全国大输液使用量为 61 亿瓶（袋）；2009 年由于新农合、基本药物制度等政策的实施，输液销售量大幅上升到 80.5 亿瓶（袋）；2010 年达 107 亿瓶（袋）；2011 年更是达到 114.87 亿瓶（袋）。其

中，塑瓶输液市场占有率为 45.11%，玻瓶输液为 24.6%，非 PVC 软袋输液为 20.72%，直立式聚丙烯软袋输液为 8.05%。2011 年，大输液市场排名前 5 位的企业销售数量已占市场总销量的 55% 以上，正加快步伐向国外发达市场 90% 的集中度水平靠拢。

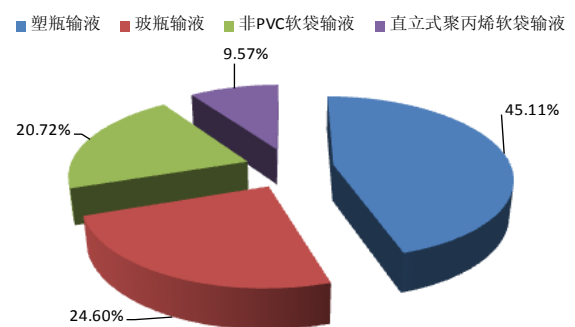
我们认为：09 年、10 年大输液销售量出现大幅增长，主要是基药政策的推动。但由于受限抗政策的影响，后期大输液的增长可能放缓或负增长。其中标价格将相对比较稳定；大输液包材演变较快。现塑瓶占有率为 45.11%，而塑瓶仅 24.6%，包材完成第一阶段的替代；后期的趋势将是软袋对塑瓶的替代及倒立式（或直立式）对软袋的替代。大输液的变化主要表现为包材的演变。

图 11：06-11 年大输液销售量及增长率概况



数据来源：Wind、西南证券研究发展中心

图 12：2011 年大输液按包材类别分布



数据来源：Wind、西南证券研究发展中心

## 2.2.4 817 与 3 合 1 在明年将集中爆发

### 13 年 817 可能超过 50% 的增长

双鹤今年上市的新包材产品 817 软袋（倒立式软袋），属于与科伦的直立式软袋的竞争性品种，基本定位都是“塑瓶的成本，软袋的定价”，毛利率要高于塑瓶、软袋。由于该品种使用方便、符合医护习惯，且有着更高的毛利空间，相比塑瓶和软袋，将更受经销商、医院的欢迎。该产品的主要竞争优势：

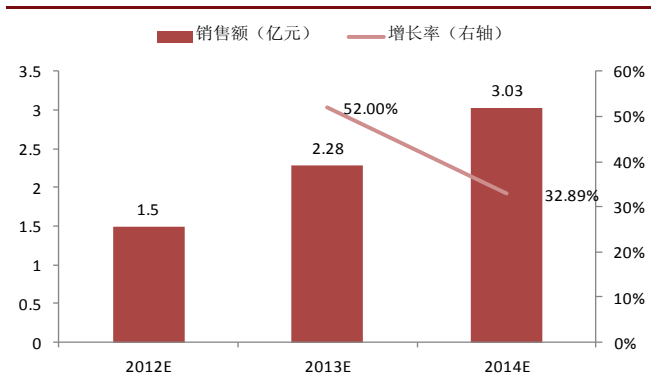
- 同多层共挤膜输液袋一样，可以采用密闭输液的方式，无需导入外界空气，有效地避免了二次污染。
- 倒立式聚丙烯输液袋的材料是由日本 CHISSO 公司提供的医用聚丙烯粒料经特殊工艺改性而成，具有无毒、无味、化学稳定性好、耐腐蚀、耐药液浸泡等优点，在药理上比其它塑材更安全，适宜运输和贮存。废袋焚烧以后的分解物无毒性，完全避免了医疗垃圾对环境的污染和危害，是环境友好型产品。
- 生产倒立式聚丙烯输液袋所需的注塑和吹瓶等模具均属自主设计，其独特的制造工艺解决了袋体自收缩的力学难题，并保持袋体成型的稳定和均一。

我们认为：现在公司直立式软袋的市场份额相对较低，有很多的空间代替玻瓶、塑瓶、软袋。目前公司产能已达到 800 万瓶/月，由于倒立式软袋的生产工艺与塑瓶接近，生产线只需在塑瓶线上改造即可，因此产能效率仍有较大的提升空间，我们预计 2013 年公司每月产能有

望达到 1500 万瓶，即年产能达到 1.8 亿瓶左右。

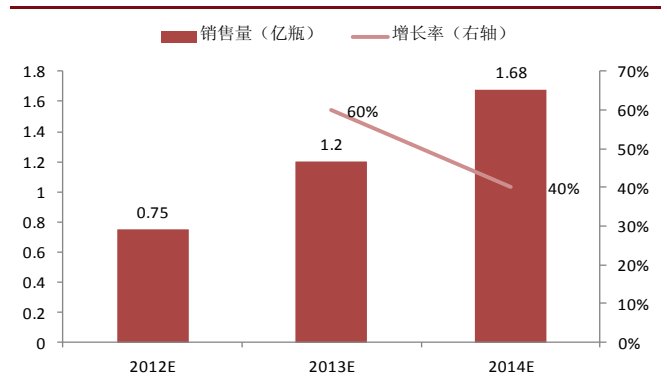
2012 年上半年公司 817 产品的月销量在 600-700 万瓶，按照目前的市场销售节奏，我们预计产品的全年销量有望在 7000~8000 万瓶，而 2013 年销量则将过亿，2012~2013 年约分别能贡献 1.5 亿、2.28 亿收入。

图 13: 817 销售额与增长率预测



数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

图 14: 817 销售量与增长率预测



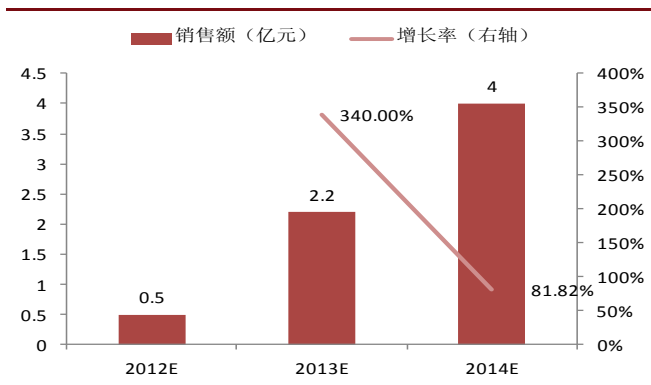
数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

### 3 合 1 明年可能实现翻倍增长

“吹灌封”三合一技术契合国家政策方向。吹瓶 (Blow) 灌装 (Fill) 封口 (Seal) 三合一工艺 (简称 BFS)，是 20 世纪 60 年代由德国罗姆来格(Rommelag)发明的一种无菌包装工艺，制瓶、灌装、封口三种操作均在无菌状态下的同一工位完成。该技术的无菌保障程度最高，完全符合国家新版 GMP 的认证要求，是未来包材的重点发展方向。

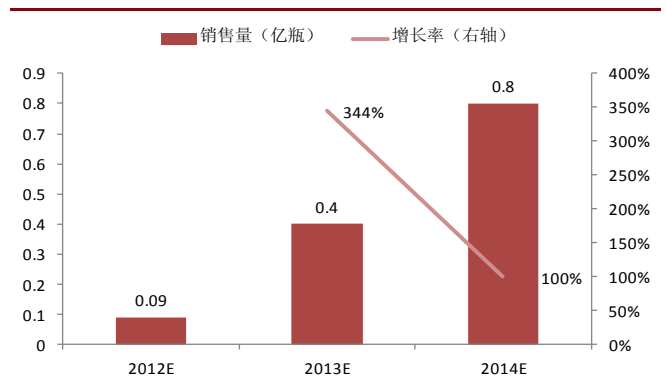
我们认为：大输液未来 5 年的竞争归根到底就是包材的竞争，“三合一”是输液包材的最高级形式之一。三合一生产线昂贵，获批过程繁琐，双鹤仅包材批文就有 12 个，5 年内双鹤有望独享市场（现科伦虽然具有生产线，但不具有生产资质）。保守估计双鹤销售量峰值达 10 亿瓶，贡献净利润将达 15-20 亿元。2012 年投产、销售 0.9 千万瓶，新增 1.5-1.8 千万利润。由于生产过程实现了完全无菌化，且无需灯检，产品可享受国家发改委定价。

图 15: 3 合 1 销售额与增长率预测



数据来源: 西南证券研究发展中心

图 16: 3 合 1 销售量与增长率预测



数据来源: 西南证券研究发展中心

## 2.2.5 基础大输液毛利率逐步缓解中

### 招标价格与竞争环境将逐步好转

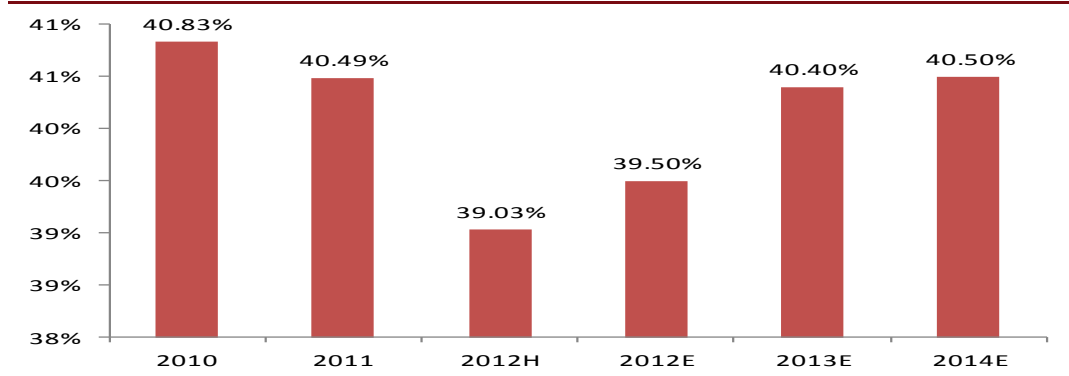
- **2012 年招标方案引入了综合得分评审，依据质量类型、质量、销售金额、行业排名、质量可靠性、供货情况、报价情况等相关指标，实行百分制评审。**从评分标准可以看出，质量因素占了主要权重。依据综合得分由高往低的次序排序。中标数量方面，2012 年方案相比于 2009 年方案从最多八家减少到四家，小型药企的中标可能性降低，大型药企可能占据更大的市场份额。
- **竞争关系相对将有所好转。**在较低的毛利率的情况下，小企业即使不退出市场也没有能力打价格战。以广东基药招标为例，250ml/氯化钠的玻璃瓶、塑瓶的平均中标价分别为 0.85 元、0.86 元，而目前行业内的生产成本基本上在 0.70~0.80 元之间，如果再考虑费用等，除少数拥有规模优势的企业外，大多数企业将面临不盈利；对于龙头公司科伦药业战略转移，科伦现占据大输液 50% 的市场份额，后期将逐步稳住招标价格而不是价格战。否则公司将是最大的受害者。

### 公司主动寻找办法降低其成本

双鹤等龙头企业应对行业政策风险的主要路径。公司一方面设立大宗招标采购平台，力图控制原材料的成本压力，降低采购降低成本；另一方面通过技术改进、排班优化，提高产能利用率，降低单位的生产制造成本。

我们预计 2012 年上半年公司的塑瓶 250ml 规格的成本已经由 0.8 元多降到了 0.7 元，低于行业竞争对手。在成本的出色控制下，即使考虑未来三年价格仍将有 -10%-20% 的降幅，我们预计公司的塑瓶、软袋仍能维持稳定的毛利率水平。

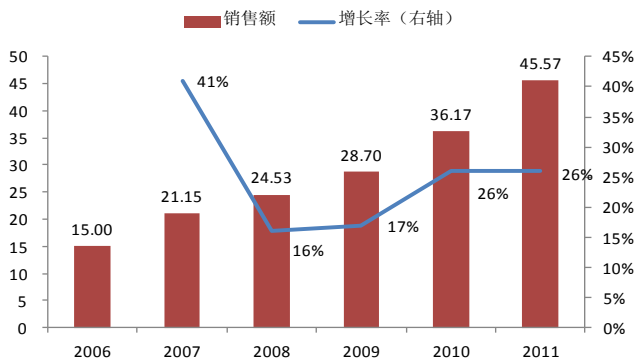
图 17: 公司大输液毛利率预测



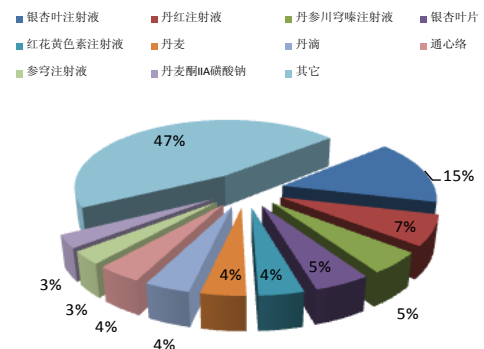
数据来源：西南证券研究发展中心

## 3. 13 年降压 0 号个位数增长、匹伐他汀将快速增长

根据南方所数据显示，06-11 年样本医院心脑血管类复方增长率约 25.6%。但从剂型看，市场份额比较靠前的是中药注射液（如银杏叶注射液、丹红、血塞通等），口服剂型比较靠前的是银杏叶片、丹滴、通心络胶囊、银杏叶胶囊、参松养心胶囊、稳心颗粒、振元胶囊等。

**图 18: 样本医院心脑血管规模及增长率**


数据来源：南方所、西南证券研究发展中心

**图 19: 样本医院心脑血管类药品占比**


数据来源：南方所、西南证券研究发展中心

### 3.1 降压 0 号增长点分析

降压 0 号通用名复方利血平氨茶蝶啶，是一种复方制剂降压药物，主要成分为利血平、双屈肱嗪、双氢克尿噻和氨茶蝶啶等，通过基础降压、协同降压和中枢神经调节，减轻了不良反应。对于一般的高血压患者，降压 0 号有效率达 80%，对于老年人及多种疾病共存的高血压患者，有效率也高达 60% 以上。

**降压 0 号具有以下竞争优势：**

- 长效：1 次/日，日服 1 片有效控制血压 24 小时；
- 安全性好：不良反应少；
- 价格低：0.8-1 元/日。

**降压 0 号增长点分析：**

- **顺应基药政策，有利于其渠道下沉。**双鹤的降压 0 号专业营销网络建设较早，主要由北京双鹤经营公司负责销售，拥有丰富的基层营销经验。目前公司覆盖的县已达 400 多个。随着终端覆盖率的进一步提升实现真正意义上销售渠道下沉，同时其具有较高的性价比更适合基层市场的推广。
- **第三终端终端的增加。**公司在大力覆盖县级及其以下市场的同时，近几年公司仍在加强对第三终端的投入。我们认为：对于慢性病患者不可能仅仅购药也要去大型医院，第三终端将符合发展趋势。

我们认为：降压 0 号 11 年的负增长主要是受其停止做广告的影响（即使 11 年的“安徽招标”对其影响也是较小）；2011 年公司降压 0 号销量达到 10.4 亿片，销售额达到 6.85 亿元。12 年 0 号很可能将与 11 年持平，13 年在上述因素的推动下将实现 5-8% 的增长。

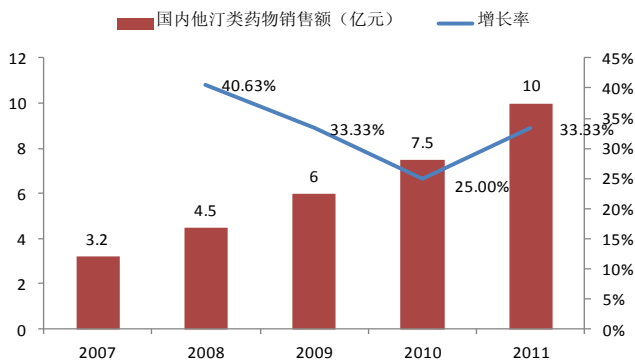
### 3.2 匹伐他汀增长点分析

他汀类药物是羟甲基戊二酰辅酶 A(HMG-CoA)还原酶抑制剂，作用机制是通过竞争性抑制内源性胆固醇合成限速酶(HMG-CoA)还原酶，阻断细胞内羟甲戊酸代谢途径,使细胞内胆固醇合成减少，从而反馈性刺激细胞膜表面低密度脂蛋白(LDL)受体数量和活性增加、使血清胆固醇清除增加、水平降低。他汀类药物还可抑制肝脏合成载脂蛋白 B-100,从而减少富含甘油三酯 AV、脂蛋白的合成和分泌。

在中国，目前约有高血脂症患者 9000 万人，其中约有 3600 万患者在使用降脂类药物。此外，约有 46 万冠心病患者需要进行控制血脂的治疗，还有大量儿童肥胖症、脂肪肝、糖尿病、脑卒中的病人血脂水平偏高需要得到控制，市场空间十分巨大。他汀类降血脂药作为调脂药的主力军，在最近 10 年里增长势头快速。

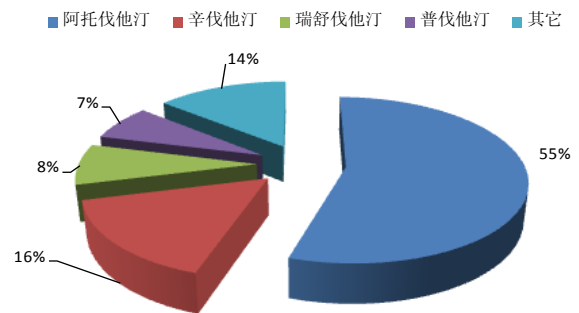
根据南方所数据显示，2011 年中国降血脂药物市场，阿托伐他汀的市场份额最大，占 54.76%，销售收入达到 5.7 元。而全球阿托伐他汀的销售规模已经在 130 亿美元。

图 20: 国内他汀类药物销售额 (亿元)



数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

图 21: 国内他汀类市场竞争格局



数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

匹伐他汀属于第三代他汀类药物，是日本日产化学工业株式会社研制开发，并由日产化学工业、兴和和三共共同申请于 2003 年 7 月在日本上市。2009 年 8 月 FDA 批准在美国上市，2010 年欧洲上市。由于日本原研药厂没有在中国申请匹伐他汀专利，双鹤于 2008 年 11 月作为首仿药首先申请上市。

#### 匹伐他汀增长点分析:

- **匹伐他汀独特的产品特性产生特殊的竞争力。**与其他他汀类比较，匹伐他汀最大的优势在于服用剂量较小（只需要 1mg 即起效），且同样具有良好的降脂效果（大量的临床试验已证明在 LDL-C、TC、TG 降低的水平及 HDL-C 增高的水平等指标方面，匹伐他汀与阿托伐他汀差异均无统计学意义），因此也被医学界誉为“超级他汀”。如果能进入国家医保，品种未来的市场空间将更为乐观。
- **匹伐他汀竞争环境较为柔和。**目前国内市场只有原研日本兴和与华润双鹤、江苏万邦生化医药公司三家公司，但考虑到原研与仿制的产品价格的差异性。现在只有万邦制药跟双鹤存在直接的竞争关系，但万邦制药生产线很可能没有通过新版 GMP，暂没有销售。

我们认为：匹伐他汀是超级他汀，其具有独特的竞争优势。再加上目前匹伐他汀竞争环境并不激烈处于非常好的成长环境。匹伐他汀已经做了 10 个省医保，真正形成销售的有北京、辽宁、江西三个省市，上升速度非常快，目前准备进山东、上海的医院。如果最近两年销售收入没有突破亿元，后期其成长压力会更大，主要是因为：一方面是万邦制药生产线很快通过新版 GMP 认证上市销售；同时山东齐都药业与浙江京新药业近两年将获批上市，使竞争加剧。

表 2：国内匹伐他汀申请批文情况

厂家	申请批文时间	状态
山东齐都药业	2010.10	审评
浙江京新药业	2010.10	审评
威海迪素药业	2011.1	审评
石药集团中诺药业	2012.1	审评
福州海王福药制药	2012.7	审评

数据来源：药监局，西南证券研究发展中心

## 4. 内分泌类将保持较快速度增长

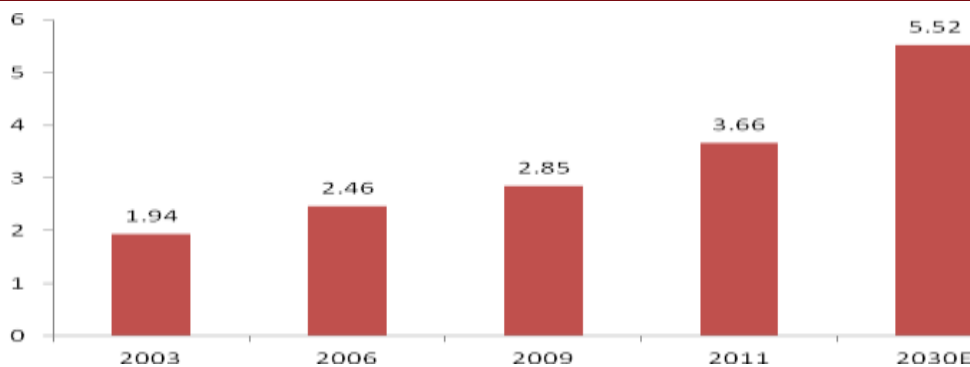
### 4.1 全球糖尿病类市场概况

全球糖尿病患者已达到 3.66 亿人，并预计 2030 年将达到 5.52 亿人，相当于每年增长近 1000 万人次，而且大约有 1.83 亿人不知已患糖尿病。全球糖尿病患者从 2003 年的 1.94 亿人增加到 2011 年的 3.66 亿人，复合增长率达到了 8.26%。

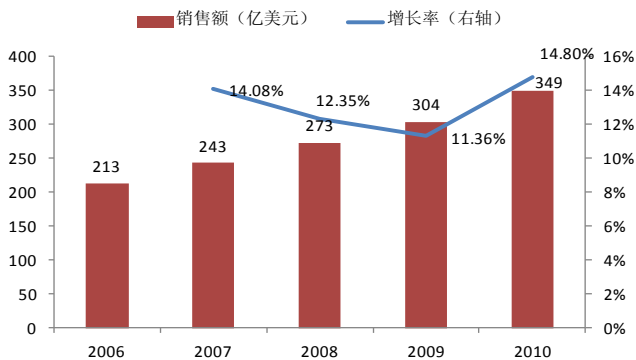
全球各地发病状况差异巨大，未来向发展中国家转移。由于人种及地区间的差异，

世界各国糖尿病患病率和人数有很大差异。其中岛国及中东地区发病率显著高于其他地区。但是发病率和人数增加最快的是由穷到富急剧变化着的发展中国家。WHO 数据显示，2005 年近 80% 的糖尿病死亡病例发生在中低收入国家。同时 WHO 预测，至 2030 年发展中国家的 2 型糖尿病患者数可能占全球的 76%。特别是中国、印度、巴基斯坦等国家。

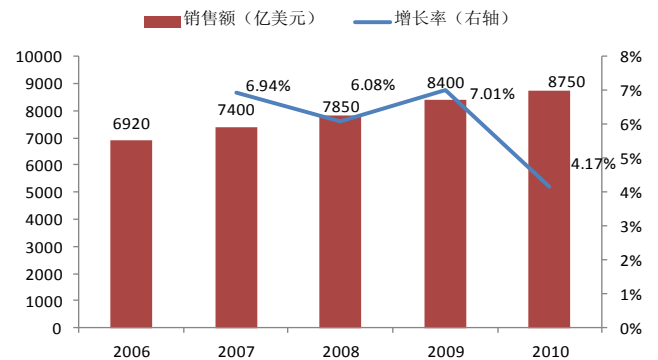
图 22：全球糖尿病患者人数



数据来源：南方所，西南证券研究发展中心

**图 23: 全球糖尿病药物市场规模**


数据来源：南方所、西南证券研究发展中心

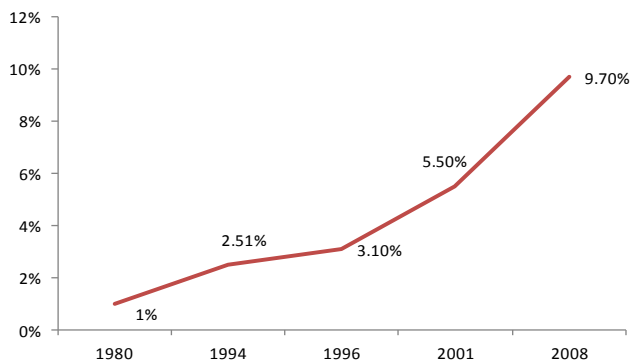
**图 24: 全球药品市场销售额**


数据来源：南方所、西南证券研究发展中心

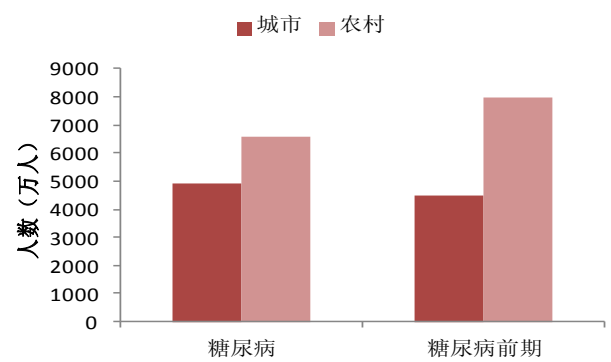
## 4.2 中国成为糖尿病第一大国，糖尿病类药品市场被国外企业垄断

据 CDS 的最新调查显示，我国糖尿病患者人数已达 9240 万，其中城市约 4930 万，农村约 4310 万，已是名副其实的糖尿病第一大国，且每年新增 120 万。估计我国 20 岁以上的成年人糖尿病患病率为 9.7%，糖尿病前期患病率为 15.5%，相当于每 4 个成年人中就有 1 个高血糖状态者，更为严重的是我国 60.7% 的糖尿病患者未被诊断而无法及早进行有效的治疗。同时有 1.485 亿成年人处于糖尿病前期。

CDS 调查结果显示，我国居民糖尿病知晓率还很低，糖尿病的预防意识和诊治率低下，很多患者根本不知已患糖尿病。调查发现，城市的未诊断率为 52.5%，农村则高达 67.64%。而且农村患病人数已达到 4310 万，患病率为 8.2%，已非常接近城市患者的 4930 万。而且农村总人口由于基数大，患病群体不容忽视，农村早期糖尿病已高达 8350 万。

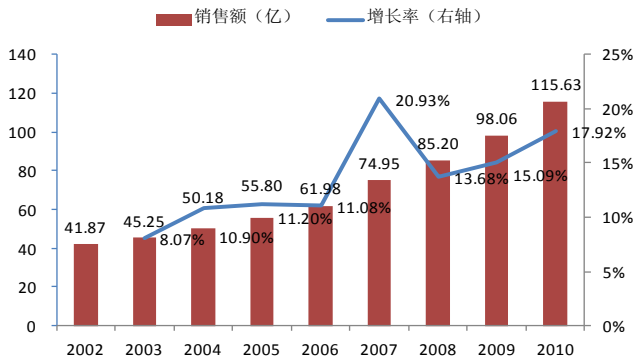
**图 25: 我国糖尿病发病率变化**


数据来源：南方所、西南证券研究发展中心

**图 26: 糖尿病、糖尿病前期在城市与农村的变化情况**


数据来源：南方所、西南证券研究发展中心

我国糖尿病药物市场与国际市场一样基本被几大外资巨头垄断，集中度非常高。2010 年市场份额排名前五位的均为外企，其中诺和诺德以 29.57% 的市场份额排名第一位，代表品种有胰岛素和瑞格列奈，且其市场份额逐年稳步增加；拜耳以 18.84% 的市场份额排名第二位，代表品种为阿卡波糖，其市场份额近年来有所下降；赛诺菲安万特以 9.70% 的市场份额排名于第三，代表品种为甘精胰岛素注射液，近年来市场增速较快；国内企业中只有中美华东制药和北京万辉双鹤药业挤进前十，分列第六和第九位。

**图 27: 国内糖尿病市场规模及增长率**


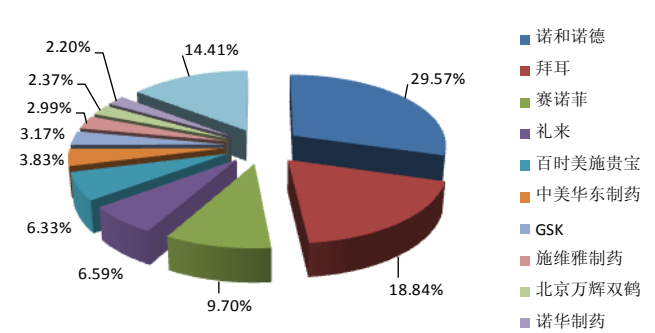
数据来源: 南方所、西南证券研究发展中心

南方所样本医院数据显示, 在口服类降糖药中,  $\alpha$ -糖苷酶抑制剂和促胰岛素分泌剂占主导地位, 两者市场份额不相上下, 各占 37%。其次是双胍类和胰岛素增效剂, 占分别占 13% 和 12%, 其他类别只占 1%。

**表 3: 国内糖尿病用药市场分类**

类别	代表药品	作用机制	医保类型
双胍类	二甲双胍、苯乙双胍	减少肝葡萄糖的输出, 改善外周胰岛素抵抗而降低血糖。	口服常释剂型甲类, 缓释剂型乙类
磺脲类	甲苯磺丁脲、格列齐特、格列喹酮、格列美脲	刺激胰岛 $\beta$ 细胞分泌胰岛素, 增加体内的胰岛素水平而降低血糖。	格列苯脲、格列吡嗪甲类; 其他乙类
格列奈类	瑞格列奈、那格列奈、米格列奈钙	刺激胰岛素的早期分泌而降低餐后血糖。	乙类
噻唑烷二酮类	吡格列酮、罗格列酮	增加靶细胞对胰岛素作用的敏感性而降低血糖	乙类
$\alpha$ -糖苷酶抑制剂	艾塞那肽、利拉鲁肽	通过激动 GLP-1 受体而发挥降低血糖的作用。以葡萄糖浓度依赖的方式增强胰岛素分泌、抑制胰高血糖素分泌, 并能延缓胃排空, 通过中枢性的食欲抑制来减少进食量。	乙类
GLP-1 类似物	艾塞那肽、利拉鲁肽	通过激动 GLP-1 受体而发挥降低血糖的作用。以葡萄糖浓度依赖的方式增强胰岛素分泌、抑制胰高血糖素分泌, 并能延缓胃排空, 通过中枢性的食欲抑制来减少进食量。	艾塞那肽进入部分省份医保
DPP-IV 抑制剂	西他列汀、沙格列汀、维格列汀	通过抑制 DPP-4 而减少 GLP-1 在体内的失活, 增加 GLP-1 在体内的水平。	未进
胰岛素类	动物胰岛素、重组人胰岛素、胰岛素类似物	外源胰岛素注入直接降低血糖浓度	动物胰岛素甲类、其他乙类
中药类	津力达颗粒、消渴丸、玉泉丸、金芪降糖片、参芪降糖片、糖脉康颗粒、降糖舒胶囊、糖尿乐胶囊	中药材中的多糖、皂苷、鞣质、黄酮及生物碱类等活性成分均具有显著降低血糖或明显改善糖尿病并发症的药理作用。	津力达颗粒、消渴丸乙类、玉泉丸甲类, 其他乙类

数据来源: 西南证券研究发展中心

**图 28: 国内糖尿病药品市场竞争格局**


数据来源: 南方所、西南证券研究发展中心

### 4.3 公司内分泌产品系列

从当前糖尿病类用药的特点看：双胍类与磺脲类是糖尿病最常用药之一，公司现在拥有的糖适平与卜可属于其中，因此拥有较大的市场容量（尽管生产家数较多）。

表 4：全球糖尿病药物市场规模

序号	产品	适应症	上市时间	医保类型	中标价	生产家数
1	糖适平（格列喹酮）	II 型糖尿病	1994	医保乙类	规格：30mg*30，37.04 元/盒	11
2	卜可（二甲双胍缓释片）	II 型糖尿病	2006	医保乙类	规格：0.5g*10，5.3 元/盒	38

数据来源：公告，西南证券研究发展中心

#### 4.3.1 糖适平（格列喹酮）增长点分析

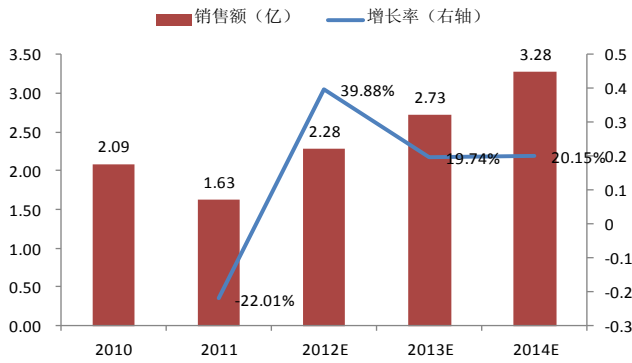
- **糖适平相对于其它糖尿病用药具有明显的肾保护作用。**格列喹酮为第二代口服磺酰脲类降血糖药，其代谢途径独特，药物 95% 以上不经肾脏而由胆管进入肠道随粪便排出体外。因此格列喹酮对糖尿病患者肾脏具有保护作用。
- **糖适平具有降血脂及降低尿蛋白的作用，适宜临床推广使用。**糖适平尤其是适合患有糖尿病的同时患有高血脂等相关疾病的患者。随着我国老年化程度的加快，具有好几种病的老年人越来越多，因此糖适平未来 3 年将保持 20% 以上的速度增长。

我们认为：糖适平属于磺脲类，是糖尿病一线用药之一，其疗效与安全性经过长期的考验。11 年糖适平受到销售改革影响其增速出现 20% 的下降，12 年将实现 30% 的恢复性增长；13、14 年有望保持 20% 的增速。

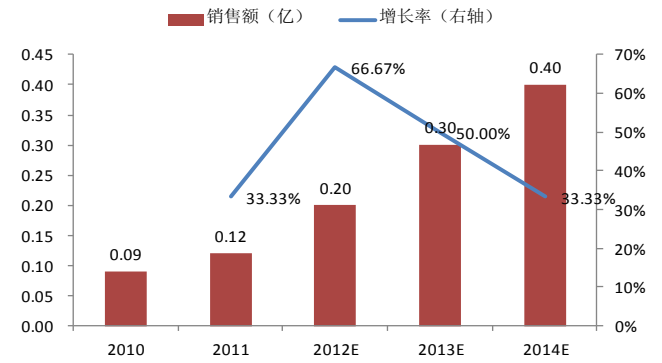
#### 4.3.2 卜可（二甲双胍缓释片）增长点分析

- **效果显著副作用小，使用对象较为广泛。**二甲双胍缓释片因疗效突出，特点鲜明，安全性高，2005 年再次得到国际糖尿病联盟（IDF2005 年）和国际糖尿病联盟—亚太区（IDF—WPR）组织的高度评价。IDF 制定的 T2DM 全球指南推荐为一线治疗药物。IDF—WPR 组织颁布的 2005 年第四版《2 型糖尿病实用目标与治疗》的指南中，明确将盐酸二甲双胍定为肥胖或超重的 T2DM 患者的首选药物。此外，美国近期还批准盐酸二甲双胍用于儿童和青少年糖尿病患者。尤其对某些磺酰脲类疗效差的患者可奏效。
- **价格较低，其性价比高。**终端卜可每盒 6.1 元，每日费用仅 0.61 元，相对于磺脲类仍价格的确非常低，该药品非常适合在基层推广；同时缓释片将对常规片形成替代，有利于其缓释片的生长。

我们认为：卜可的疗效在国内外经历长期的检验，尤其对某些磺酰脲类疗效差的患者可奏效；公司现注重建设基层渠道，加大渠道下沉。由于该产品性价比较高，更适合在基层推广。12 年其销售收入增速可能达到 70%，未来两年仍将保持较高的速度增长。

**图 29: 糖适平销售额及增长率预测**


数据来源：南方所、西南证券研究发展中心

**图 30: 卜可销售额及增长率预测**


数据来源：南方所、西南证券研究发展中心

## 5. 公司估值与风险提示

### 5.1 估值分析

据我们对核心产品的预测：2012 年、2013 年、2014 年对应 EPS 分别为 1.06 元、1.33 元、1.66 元，对应 PE 分别为 22X、17X、14X。类似公司科伦药业 12 年、13 年 PE 分别为 23X、18X，因此公司估值相对被低估。市场观点认为，科伦药业管理能力较强及市场占有率较高，相对于双鹤应该给予溢价。但我们不同意该观点，原因是前面说法在华润入主之前成立，华润入主后双鹤未来 3-5 年公司 will 发生蜕变，敬请拭目以待。首次覆盖，我们给予“买入”评级。

### 5.2 风险提示

1) 13 年 817 与 3 合一 销售收入增速可能低于预期；2) 随着软袋市场占有率不断提高，软袋可能面临降价风险；3) 由于销售费用投入有限及竞争产品逐年增多，匹伐他汀增速可能不及预期。

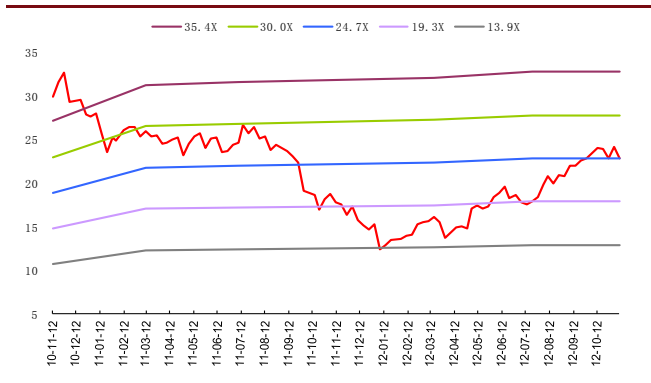
**表 5: 核心产品预测表**

产品名称	类别	2011	2012E	2013E	2014E
817	收入 (亿)	---	1.1	1.65	2.20
	增长率	---		52%	33%
三合一	收入 (亿)	---	0.5	2.2	4
	增长率	---		340.00%	81.82%
输液类	治疗性大输液(盈源)	0.77	1.00	1.20	1.43
	增长率	31%	29.87%	20.00%	19.17%
	治疗性大输液(利复星输液)	1.54	1.92	2.30	2.76
	增长率	7%	25%	20%	20%
基础大输液	收入 (亿)	15.45	18.44	22.28	27.16
	增长率	5%	19%	21%	22%
心脑血管类	0 号降压	6.85	6.85	7.55	8.3
	增长率	9%	0%	10%	10%

	产品名称	类别	2011	2012E	2013E	2014E
	匹伐他汀	收入(亿)	0.02	0.1	0.2	0.4
		增长率		400%	100%	100%
	糖适平	收入(亿)	1.63	2.12	2.54	3.05
		增长率	-22%	30%	20%	20%
内分泌类	卜可	收入(亿)	0.12	0.2	0.3	0.4
		增长率	28%	67%	50%	33%
	一君	收入(亿)	0.63	0.72	0.83	0.96
		增长率	13%	14%	15%	16%
儿科类	儿泻康	收入(亿)	0.12	0.15	0.2	0.26
		增长率	28%	25%	33%	30%
	珂立芬	收入(亿)	0.45	0.67	0.94	1.23
		增长率	60%	49%	40%	31%
小儿氨基酸	收入(亿)	0.31	0.46	0.64	0.9	
	增长率	99%	48%	39%	41%	

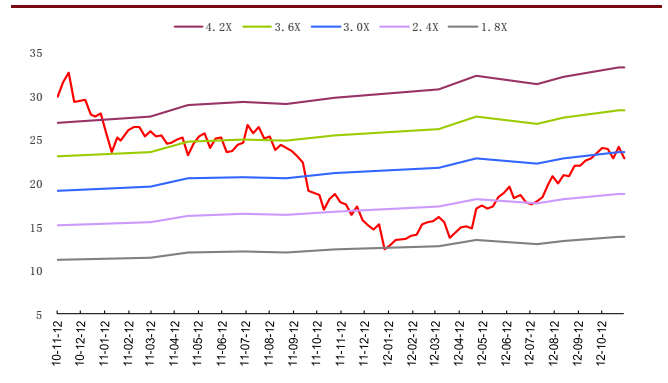
数据来源: 西南证券研究发展中心

图 31: 公司历史 PE-Pand



数据来源: Wind, 西南证券研究发展中心

图 32: 公司历史 PB-Pand



数据来源: Wind, 西南证券研究发展中心

**表 6: 报表预测**

资产负债表					利润表				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	1105	1417	1666	1997	营业收入	6383.3	7660.0	9134.6	10870.2
应收和预付款项	1849	2042	2633	2906	减:营业成本	4321.4	5178.19	6129.32	7283.02
存货	701	1146	957	1591	营业税金及附加	46.05	55.75	66.19	78.94
其他流动资产	0	0	0	0	营业费用	1004.5	1225.61	1461.54	1739.23
长期股权投资	64	65	61	59	管理费用	364.65	451.94	538.94	641.34
投资性房地产	86	88	87	88	财务费用	1.64	17.04	21.70	23.15
固定资产和在建工程	1827	2045	2276	2540	资产减值损失	2.33	18.56	12.73	20.74
无形资产和开发支出	308	308	333	349	加:投资收益	12.51	10.35	11.43	10.89
其他非流动资产	94	68	80	73	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	6077	7211	8130	9637	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	387	715	682	889	营业利润	655.22	723.30	915.61	1094.64
应付和预收款项	1250	1458	1626	2008	加:其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	1	1	2	利润总额	702.99	759.29	957.49	1133.58
其他负债	18	16	17	17	减:所得税	9.00	10.00	11.00	12.00
负债合计	1734	2261	2400	2987	净利润	552.52	626.39	771.22	924.11
股本	572	572	572	572	减:少数股东损益	23.52	20.91	29.29	32.97
资本公积	1165	1165	1165	1165	归属母公司股东净利	529.00	605.48	741.93	891.14
留存收益	2521	3126	3868	4759					
归属母公司股东权益	4258	4863	5605	6496	现金流量表				
少数股东权益	86	107	136	169	经营性现金净流量	447.02	396.25	774.49	694.83
股东权益合计	4343	4970	5741	6665	投资性现金净流量	-312.5	-381.71	-476.03	-546.08
负债和股东权益合计	6077	7230	8141	9652	筹资性现金净流量	-73.19	-83.70	10.17	-38.17
					现金流量净额	61.31	-69.15	308.63	110.58

数据来源: 贝格数据, 西南证券研究发展中心

## 西南证券投资评级说明

### 西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上

增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间

中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间

回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下

### 西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上

跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间

弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

## 免责声明

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及完整性不作任何保证。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。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或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。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

## 西南证券研究发展中心

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦7楼

邮编：400023

电话：(023) 63725713

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦B座16层

邮编：100033

电话：(010) 57631234

## 主要研究人员联系方式

姓名	电子邮件	研究领域	姓名	电子邮件	研究领域
许维鸿	xwh@swsc.com.cn	业务总监	徐永超	xychao@swsc.com.cn	建筑建材
崔秀红	cxh@swsc.com.cn	副总经理	贺众营	hzy@swsc.com.cn	建筑建材
张仕元	zsy@swsc.com.cn	宏观研究	申明亮	shml@swsc.com.cn	有色金属
刘峰	liufeng@swsc.com.cn	宏观研究	梁从勇	lcyong@swsc.com.cn	农林牧渔
张刚	z_ggg@tom.com	首席策略研究	李辉	lihui@swsc.com.cn	食品饮料
马凤桃	mft@swsc.com.cn	基金研究	潘红敏	phm@swsc.com.cn	餐饮旅游
李慧	lih@swsc.com.cn	交通运输	苏晓芳	sxfang@swsc.com.cn	通信行业