

华润双鹤(600062)

2017年08月15日

二线产品逐渐放量，效率提升进一步释放利润

增持(维持)

证券分析师 全铭

执业证书编号: S0600517010002

021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证书编号: S0600516120001

jiaodzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5494.80	5917.94	6347.00	6893.95
同比(%)	6.94	7.70	7.25	8.62
净利润(百万元)	714.21	840.99	941.82	1085.78
同比(%)	8.04	17.75	11.99	15.29
ROE(%)	10.68	11.41	11.57	12.02
每股收益(元)	0.82	0.97	1.08	1.25
P/E	25.90	21.89	19.67	16.99
P/B	2.19	1.99	1.80	1.62

股价走势



投资要点

■ **产品结构调整带来效率提升公司继续压缩输液板块业务占比:** 公司积极调整,不断压缩产能过剩的输液产品占比,积极推广化药板块的业务。2014年以后公司逐渐压缩输液板块业务的占比,2017Q1 输液类产品占营收比仅为 38.34%。华润双鹤塑瓶销量占比约为 50%,输液整体毛利率约为 36.86%。通过压缩塑瓶产品的销量占比,公司的毛利率将进一步得以提升,利润将进一步释放。输液领域华润双鹤的独家产品: BFS, 由于产品优异、安全性更佳且没有竞品,且毛利率高于一般的直软和软袋。通过提升该部分产品的销量占比,我们认为双鹤输液领域的最终毛利率有望达到 50%。

■ **匹伐他汀将维持快速增长:** 2017 年以前,“冠爽”的中标省份共有 16 个,其中 10 个进入了地区医保。2017 年“冠爽”中标省份新增辽宁,且进入国家医保。随着其进入国家医保,可进行医保支付的省份从 10 个增加到 17 个,未来销量有望实现大幅度增长。公司 2016 年共销售匹伐他汀 4225 万片,销售额估算应为 2.6 亿元,我们预计 2017 年其营收有望增长 50%-70%。

■ **复穗悦及珂立苏体量虽小,增长迅猛:** 我们认为复穗悦竞争格局相对较好,市场空间仍然较大,虽然体量较少,2016 年实现营收约 4900 万元,但 2017 年增速有望超过 50%。2016 年珂立苏销量增长迅猛,年销售量达 8 万支,同比增长 28%,市场份额增长了 2%。2017 年预计增速为 27%-33%。

■ **公司并购与盈利能力提升齐飞,费用降低增厚利润:** 公司历年来收购了华润赛科、济南利民和海南中华联合。通过并购,华润双鹤的产品线进一步丰富,同时营销实力得以增加。海南中化联合今年实现并表的利润达 4125 万元。2016 年公司进行了人员的裁剪,员工总数从 14,843 下降到了 12,876 人,共减少了约 2000 人左右。裁员员工带来的总营业成本将下降约 7000 万元。节约的营业成本将会增厚公司的利润。

■ **盈利预测与投资评级:** 公司匹伐他汀、复穗悦和珂立苏等小体量产品逐步放量,降压 0 号由于分级诊疗受益仍有增长。公司裁员带来效率提升增厚利润。我们预期 2017-2019 年,营业收入为 59.18 亿元、63.47 亿元和 68.94 亿元,同比增长 7.7%、7.3%和 8.6%; 归属母公司净利润为 8.41 亿元、9.42 亿元和 10.86 亿元,同比增长 17.8%、12.0%和 15.3%。因此,维持对公司的“增持”评级。

■ **风险提示:** 行业政策变化风险; 生产要素成本(或价格)上涨的风险; 产品价格风险。

市场数据

收盘价(元)	21.24
一年最低/最高价	16.34/23.14
市净率(倍)	2.54
流通 A 股市值(百万元)	14,571

基础数据

每股净资产(元)	9.55
资本负债率(%)	23.58
总股本(百万股)	869
流通 A 股(百万股)	686

相关研究

1. 华润双鹤 2017 年一季报点评: 业绩超预期,大输液价格触底反弹及结构优化带来业绩弹性 -20170428
2. 产品布局优化明显,华润体系化药平台雏形渐现 -20170320

目录

1. “1+1+6 战略” 布局，公司业务不断扩展	6
1.1. 华润双鹤历史悠久	6
1.2. 国企改革将公司整合为华润医药旗下唯一的化药平台	6
1.3. 立足“1+1+6 战略” 布局，公司积极转型，盈利能力稳步提高	8
2. 药物板块广布局，产品线优异.....	10
2.1. 我国降压药市场较大，公司丰富的降压产品线未来将拉动增长	10
2.1.1. 我国高血压患者众多，降压药市场大	10
2.1.2. 华润双鹤降压产品线丰富全线布局为公司带来新的增长点	12
1) 降压 0 号患者群体稳定，小幅提价贡献利润增长	12
2) 压氏达为降血压常用品种，未来有望实现进口替代	13
3) 赛科二线降压产品复穗悦、穗悦质量优异，利用渠道发力，未来增长值得期待 15	
2.2. 匹伐他汀—市场增长迅速，新进医保驱动进一步增长	17
2.2.1. 我国是高血脂患病大国，未来增长将加速	17
2.2.2. 他汀类药物为高血脂药物治疗中最常用的品种，上市以来匹伐他汀复合增速超过 100%.....	18
2.2.3. 匹伐他汀市场竞争格局好，华润双鹤为该产品的龙头企业	20
2.3. 糖尿病患者多，市场大，传统产品糖适平市场稳定	22
2.3.1. 我国降糖药产品市场较大	22
2.3.2. 糖适平近年来销量稳定，未来将继续保持	23
2.4. 二胎政策利好儿科市场，珂立苏销量稳步提高	24
2.4.1. 新增人口数量稳步提升，呼吸窘迫综合征患者数量增加	24
2.4.2. 相似竞品数量少，华润双鹤市场空间大	24
3. 大输液市场尚未见底，公司积极调整产品结构.....	25
3.1. 输液产品构成简介	25
3.2. 国家对输液进行限制，市场增速放缓，未来发展受限	26
3.2.1. 我国人均输液量处于世界前列，近两年国家出台政策限制输液	26
3.2.2. 输液市场增速逐年递减，未来增速将继续放缓	27
3.2.3. 积极调整策略，双鹤以产品替代谋求利润增长	27
4. 调整产品结构、降低费用率，公司效率不断提升.....	29
4.1. 积极调整产品结构，输液类产品持续被压缩	29
4.2. 重点产品提价，增厚公司利润	30
4.3. 裁员提升毛利率与净利率，进一步增厚利润	30
4.4. 公司外延并购活跃，达成业绩承诺增加公司利润	30
4.4.1. 海南中化联合实现并表，进一步提高公司业绩水平	31
4.4.2. 利民与赛科实现业绩承诺，加速业绩增长	31
5. 盈利预测	32

6. 风险提示	33
7. 附录：华润双鹤部分产品中标情况.....	35

图表目录

图表 1: 公司历史情况	6
图表 2: 华润双鹤股权结构图	6
图表 3: 华润集团资产整合方案	7
图表 4: 华润双鹤参控股公司情况	7
图表 5: 公司“1+1+6 战略”布局	8
图表 6: 2007-2017Q1 公司营收、净利润及其增速	9
图表 7: 2007-2017Q1 输液及制剂产品收入占营收比例	9
图表 8: 2016 年公司各类业务占营收比例	9
图表 9: 2017Q1 公司各类业务占营收比例	9
图表 10: 2007-2017Q1 三费率情况	10
图表 11: 2007-2017Q1 毛利率与净利率情况	10
图表 12: 公司产品与预计业绩增速	10
图表 13: 公司降血压药产品线	11
图表 14: 我国市场上不同种类降压药的特点	11
图表 15: 2015 年我国各类降血压药物市场占比	12
图表 16: 2010-2017E 年我国降血压化学药的市场规模及增速	12
图表 17: 2013-2016 年降压 0 号销售量及增速	13
图表 18: 2010-2016 年降压 0 号销售额及增速	13
图表 19: 2016 年我国钙拮抗剂市场占比	14
图表 20: 2016 年不同企业氨氯地平市场占比情况	14
图表 21: 2014-2016 年压氏达销量与增速	15
图表 22: 2006-2016 年重点城市医院缬沙坦氢氯噻嗪销售情况	15
图表 23: 2016 年重点城市缬沙坦氢氯噻嗪市场情况	16
图表 24: 2016 年重点城市缬沙坦市场情况	17
图表 25: 我国高血脂的患病率逐年递增	18
图表 26: 2013-2017E 年公立医疗机构降血脂药品销售额	18
图表 27: 常用降血脂药物特点	19
图表 28: 2010-2016 年样本医院历年降至药品销售情况	20
图表 29: 不同他汀类药物降血脂效果与计量	20
图表 30: 2010-2016 年重点城市医院端匹伐他汀销售情况	21
图表 31: 2016 年重点城市医院端匹伐他汀市场占比	21
图表 32: 2010-2016 年重点城市医院端匹伐他汀市场占比	21
图表 33: 2010-2035E 年糖尿病患者数量情况	22
图表 34: 2003-2015 年全球糖尿病市场情况	22
图表 35: 2014-2016 年我国重点城市亿元各口服降糖药市场占比	23
图表 36: 2014-2016 年糖适平销量与增速	23
图表 37: 2010-2016 年我国新增人口数量情况	24
图表 38: 2014-2016 年珂立苏销售数量	25
图表 39: 输液包装的发展历程	25
图表 40: 2012-2015 年不同包材输液产品销量情况	26
图表 41: 地方限制医院输液的相关政策	27
图表 42: 2012-2015 年我国输液市场容量	27

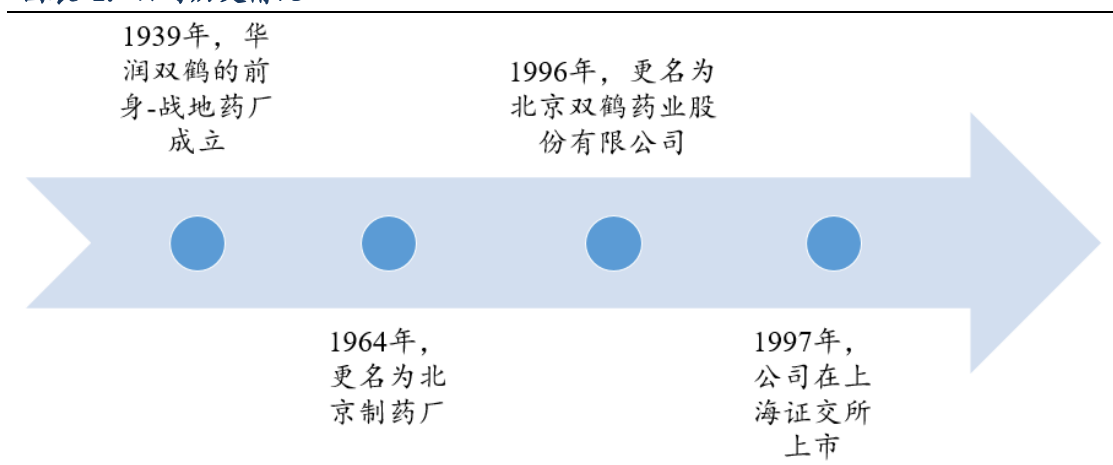
图表 43: 2011-2016 年公司输类产品毛利率变化.....	28
图表 44: 2015-2016 年公司 BFS 与直软销量情况.....	28
图表 45: 2011-2016 科伦药业输液产品营收及毛利率.....	29
图表 46: 公司制剂和输液板块业务营收占比	30
图表 47: 海南中化联合历史业绩与业绩承诺情况	31
图表 48: 华润利民业绩承诺情况	31
图表 49: 华润赛科业绩承诺情况	31
图表 50: 公司销售收入预测	32
图表 51: 可比公司分析	32
图表 52: 公司历史股估值 (TTM) 变化情况	33
图表 53: 复方利血平氨苯蝶啶片历年中标情况	35
图表 54: 氨氯地平历年中标情况	35
图表 55: 缬沙坦历年中标情况	36
图表 56: 缬沙坦氢氯历年中标情况	39
图表 57: 匹伐他汀中标情况	40
图表 58: 格列硅酮中标情况	41
图表 59: 珂立苏中标情况	43
图表 60: 固尔苏中标情况	43

1. “1+1+6 战略”布局，公司业务不断扩展

1.1. 华润双鹤历史悠久

华润双鹤股份有限公司（股票代码：600062）成立至今达 77 年，是一家历史悠久的制药公司。公司于 1949 年迁至北京，1996 年正式更名为北京双鹤药业有限公司，次年公司在上海证交所上市。2006 年，华润医药集团收购北药集团 50% 的股份，2012 年公司正式更名为华润双鹤药业股份有限公司。华润双鹤是华润医药旗下三家制药公司中的唯一一家化学制药公司。

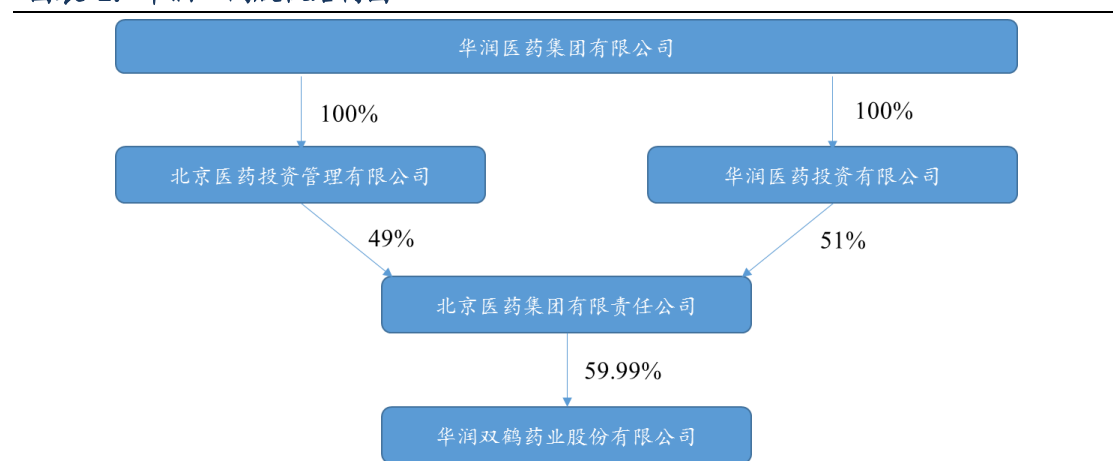
图表 1: 公司历史情况



资料来源：公司官网、公司公告、东吴证券研究所

公司的第一大股东为北京医药集团有限责任公司，公司的持股比例为 59.99%。北京医药集团为华润医药集团有限公司的全资附属公司，华润集团为国务院国资委控股企业。

图表 2: 华润双鹤股权结构图



资料来源：公司官网、东吴证券研究所

1.2. 国企改革将公司整合为华润医药旗下唯一的化药平台

华润双鹤业务涵盖化学药和大输液领域。2012 年起，华润医药集团响应国企改革的号召，对旗下三大医药类上市公司进行整合。通过这次整合，华润双鹤转让西安双鹤等一些列医药商业领域业务子公司，先后于 2015 年收购了利民制药股份 60% 和华润赛科

股份 100%，目前已完成海南中化的并购，于 2017 年 4 月并表。

图表 3: 华润集团资产整合方案

公司	日期	出售	收购	收购方式
华润三九	2012 年		购买本溪三药股权 100%；购买合肥神鹿股权 100%；购买双鹤高科股权 100%；购买北京北贸股权 100%	协议转让
	2013 年		购买天和药业股权 97.18%；购买临清华威股权 100%；	现金支付
	2015 年		购买众益股份股权 62.9%；通过收购股东众益股份，购得北京百奥特股权 100%；购买圣火药业集团股权 100%	现金支付
华润双鹤	2005 年	转让西安双鹤股权 100%		
	2006 年	转让新西北双鹤股权 100%		
	2008 年	转让昆山双鹤股权 100%		
	2009 年	转让云南双鹤股权 100%		
	2011 年	转让恒康双鹤股权 100%		
	2012 年	转让山西双鹤股权 100%		
	2013 年	转让长沙双鹤股权 66.95%		
	2015 年		购买利民制药股权 60%；购买华润赛科股权 100%	现金收购及向北药集团非公开发行股份募集资金

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

华润赛科为北药集团的下属子公司，通过内部整合，华润双鹤的经营范围向着慢病及专科领域进一步扩充，同时剥离了天然药业务，成为华润集团下唯一的化学药与生物药平台。通过整合，公司旗下参控股公司共 28 个，28 家公司全部并表。

图表 4: 华润双鹤参控股公司情况

序号	参控股公司	参控关系	参股比例	是否并表
1	双鹤药业（海南）中化有限责任公司	孙公司	100%	否
2	华润双鹤利民药业（济南）有限公司	子公司	60%	是
3	华润赛科药业有限责任公司	子公司	100%	是
4	北京万辉双鹤药业有限责任公司	子公司	100%	是
5	武汉滨湖双鹤药业有限责任公司	子公司	100%	是
6	河南双鹤华利药业有限公司	子公司	100%	是
7	安徽双鹤药业有限责任公司	子公司	100%	是
8	上海长征富民金山制药有限公司	子公司	100%	是
9	北京双鹤药业经营有限责任公司	子公司	100%	是
10	双鹤药业（沈阳）有限责任公司	子公司	100%	是
11	双鹤药业（商丘）有限责任公司	子公司	100%	是
12	西安京西双鹤药业有限公司	子公司	100%	是
13	北京双鹤制药装备有限责任公司	子公司	100%	是
14	北京双鹤药业销售有限责任公司	孙公司	100%	是
15	山西晋新双鹤药业有限责任公司	子公司	100%	是
16	黑龙江双鹤医药有限责任公司	孙公司	100%	是

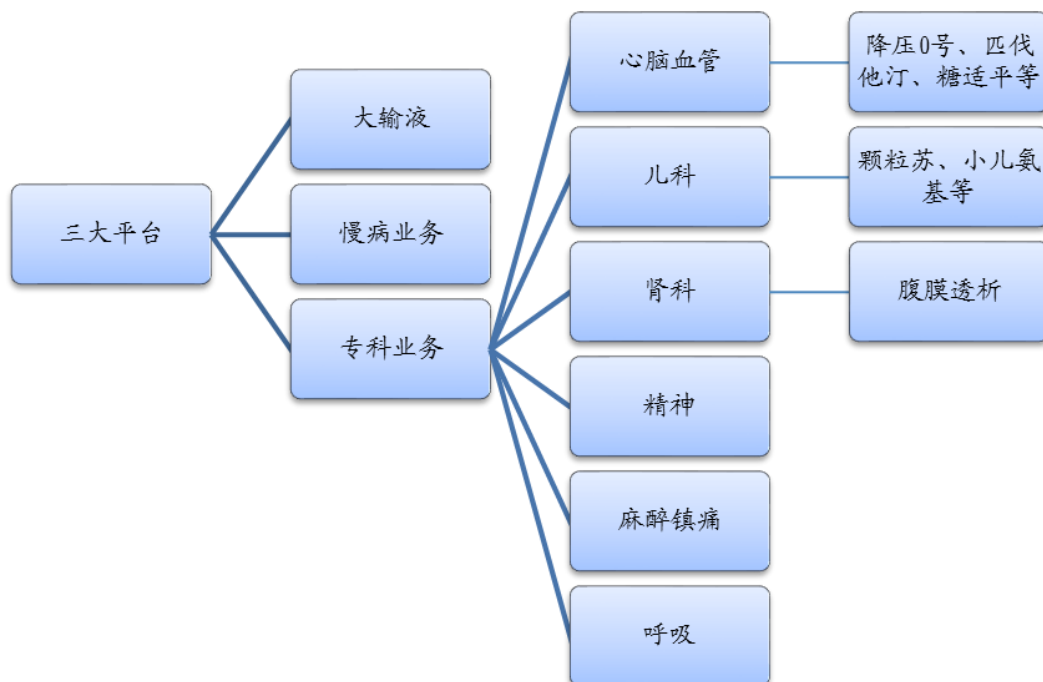
17	佛山双鹤药业有限责任公司	子公司	90%	是
18	武汉双鹤医药有限责任公司	孙公司	100%	是
19	赛科药业美国公司	孙公司	100%	是
20	浙江新赛科药业有限公司	孙公司	82.52%	是
21	北京赛科昌盛医药有限责任公司	孙公司	100%	是
22	佛山双鹤医药销售有限责任公司	孙公司	100%	是
23	沈阳双鹤恩世药业有限责任公司	孙公司	100%	是
24	西安京西双鹤医药贸易有限公司	孙公司	100%	是
25	北京双鹤净化设备安装有限责任公司	孙公司	100%	是
26	江苏淮安双鹤药业有限公司	孙公司	100%	是
27	安徽双鹤药用包装有限公司	孙公司	100%	是
28	芜湖双鹤医药有限责任公	孙公司	100%	是

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

1.3. 立足“1+1+6 战略”布局，公司积极转型，盈利能力稳步提高

2015 年并购赛科和济南利民后，华润双鹤形成了“1+1+6”的业务布局，即一个输液平台，一个慢病业务平台，心脑血管、儿科、肾科、精神、麻醉镇痛、呼吸六个专业平台，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、压士达、穗悦、冠爽、糖适平、珂立苏、BFS 输液等过亿知名产品。

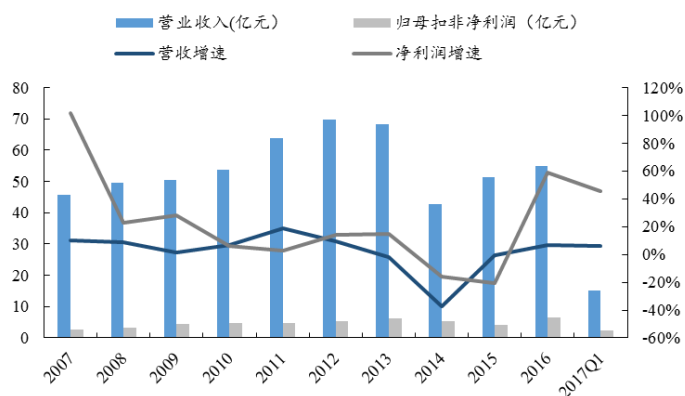
图表 5：公司“1+1+6 战略”布局



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

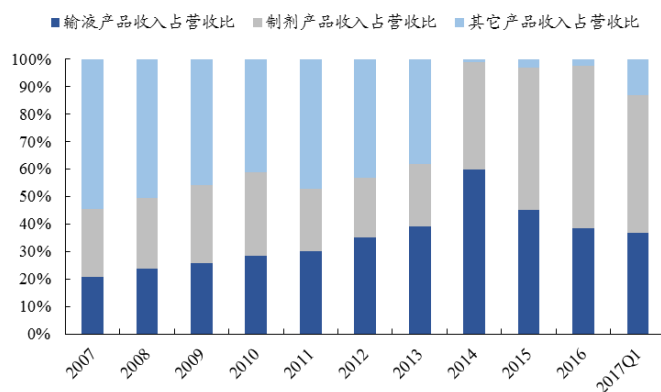
2012 年以前，公司营收与净利润增速维持稳定。2013 年至 2014 年，由于输液类产品市场增速放缓，公司营收与净利润出现负增长。2014 年以后，公司积极调整策略，2016 年以来公司制剂产品收入占营收比超过输液产品占比，公司营收及净利润增速重拾增长。

图表 6: 2007-2017Q1 公司营收、净利润及其增速



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

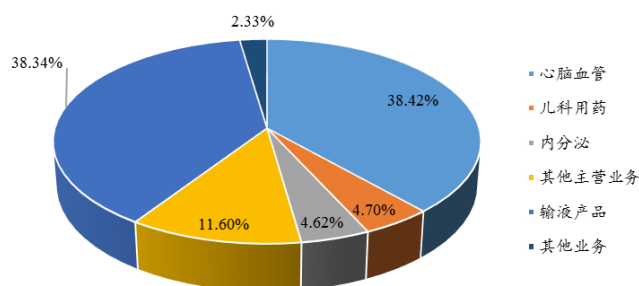
图表 7: 2007-2017Q1 输液及制剂产品收入占营收比例



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

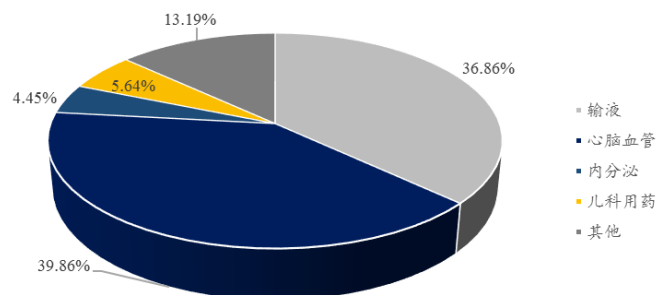
2014 年以来, 公司积极调整产品结构, 输液业务占比持续降低。2017 年第一季度, 公司输液类产品占营收比例降至 36.86%, 心脑血管、内分泌和儿科用药占比则分别为 39.86%、4.45%和 5.64%。公司成功转型, 主营业务从输液产品过渡为化药产品。

图表 8: 2016 年公司各类业务占营收比例



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

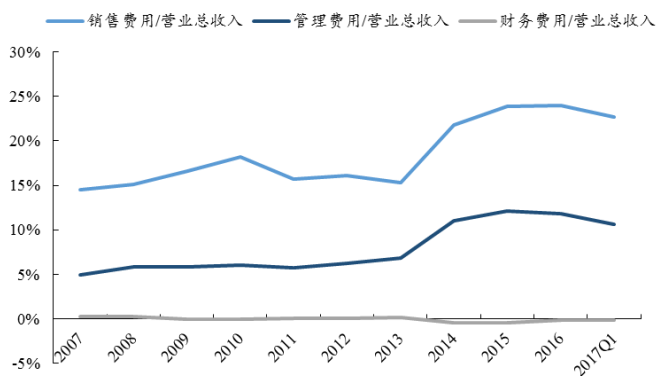
图表 9: 2017Q1 公司各类业务占营收比例



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

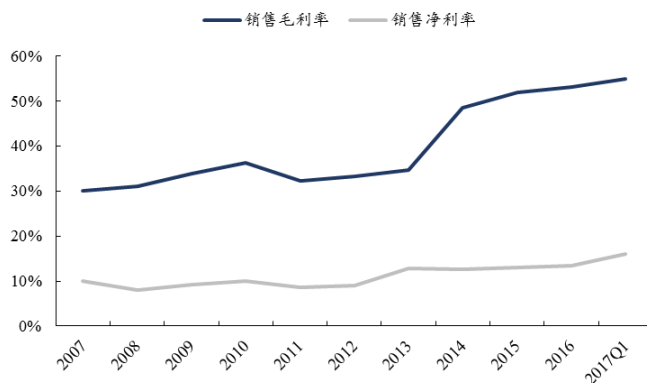
公司销售费用率、管理费用率和财务费用率基本稳定, 2014 年以后销售费用率及管理费用率出现大幅度上升, 主要原因为销售费用与管理费用基本维持稳定, 但公司营收出现大幅度下滑造成。公司毛利率与净利率从 2014 年开始逐年提高, 主要原因为公司产品结构调整, 输液占营收比下滑造成。随着公司的逐步转型, 公司的盈利能力逐渐提升。

图表 10: 2007-2017Q1 三费率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 11: 2007-2017Q1 毛利率与净利率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 药物板块广布局, 产品线优异

降压 0 号的主要市场为基层医疗机构。近年来随着国家分级诊疗制度的推行, 基层用药市场持续增长, 降压 0 号将从中获益。产品自 2016 年底开始提价, 增厚公司利润。我们预计其 2017 年营收增长将达 8%-12%。

匹伐他汀整体增速较快, 2017 年新增进入医保目录, 作为匹伐他汀的龙头企业, 双鹤的“冠爽”将有较大增长。我们预计 2017 年其增速可达 65%-75%。

复穗悦 2017 年进入国家医保目录, 可在 21 个地区通过医保付费进行销售, 该产品将进一步放量。我们认为该产品竞争格局相对较好, 市场空间仍然较大, 虽然体量较少, 但 2017 年增速有望超过 50%。

珂立苏受益于二胎政策, 未来增长确定。且公司产品相较于市场同类产品价格优势明显, 由于原材料原因市场更大, 未来有望实现进口替代, 扩大市场占比持续增长。我们测算 2017 年其增速将达到 27%-33%。

图表 12: 公司产品与预计业绩增速

产品	预计增速
降压 0 号	8%-12%
匹伐他汀	65%-75%
复穗悦	>50%
珂立苏	27%-33%

资料来源: 东吴证券研究所

2.1. 我国降压药市场较大, 公司丰富的降压产品线未来将拉动增长

2.1.1. 我国高血压患者众多, 降压药市场大

根据中国医药工业信息中心的数据显示, 我国降压药市场排名前三的品种分别为氨氯地平、硝苯地平和缬沙坦。公司现有的降压药品种共 6 种, 产品线丰富。现有的产品中囊括了降压药市场排名前三的品种, 其中硝苯地平为公司收购济南利民后新获得的品

种。

图表 13: 公司降血压药产品线

通用名	产品名	2016 年销售额 (亿元)
苯磺酸氨氯地平	压氏达	4.47
复方利血平氨苯蝶啶片	降压 0 号	7.40
缬沙坦	穗悦	1.63
缬沙坦氢氯噻嗪	复穗悦	0.49
厄贝沙坦分散片		0.55
硝苯地平缓释片		0.59

资料来源: 公司公告、东吴证券研究所

1) 我国降血压化学药种类丰富, 未来市场仍有较大空间

我国降血压化学药主要分为六种, 分别为: 钙拮抗剂 CCB、血管紧张素 II 受体拮抗剂 ARB、复方降压药、 β 受体阻滞剂、血管紧张素转化酶抑制剂 ACEI 和利尿剂。

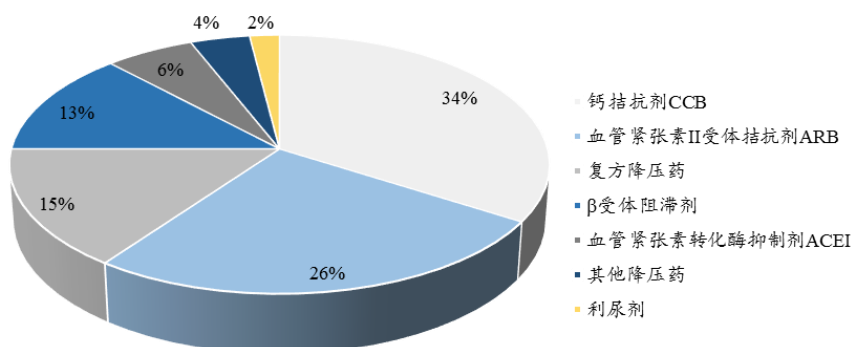
图表 14: 我国市场上不同种类降压药的特点

药品种类	优点	缺点
钙拮抗剂 CCB	降压疗效好, 对血糖和血脂代谢无不良影响	心率加快, 头痛, 下肢水肿
血管紧张素 II 受体拮抗剂 ARB	效果好, 服用方便, 作用持久	较贵, 引起头痛, 头晕, 高血钾等症状
复方降压药	患者依从性高, 减少单一药品的不良反应	调整药品剂量有所不便
β 受体阻滞剂	起效快, 效果好, 防猝死, 降低心率, 抗心律失常	心率过缓, 影响血脂代谢
血管紧张素转化酶抑制剂 ACEI	效果好, 很多患有其它慢病种类的患者可服用	干咳, 高血钾等症状, 孕妇、肾动脉狭窄和严重肾功能不全者禁用
利尿剂	性价比高, 效果稳定, 作用持久	低血钾, 对血糖、血脂和尿酸的代谢有不良影响

资料来源: 2015-高血压合理用药指南、东吴证券研究所

通过分析重点城市医院的高血压用药可以看出钙拮抗剂 CCB 类药物的市场占比最大, 为 34%, 其次为血管紧张素 II 受体拮抗剂 ARB, 利尿剂的市场占比最低。

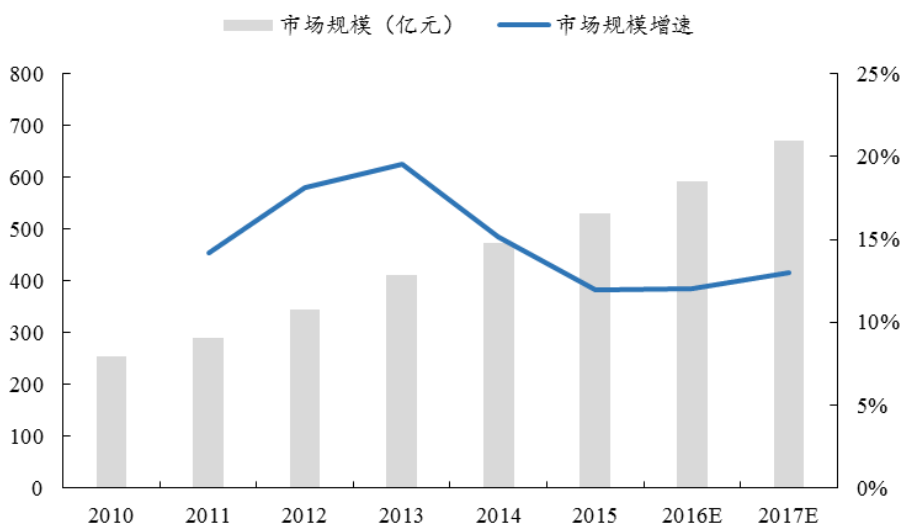
图表 15: 2015 年我国各类降血压药物市场占比



资料来源: 中国医药工业信息中心、CPM、东吴证券研究所

我国降血压化学药物的市场逐年提高。从2010年的254.7亿提升到2015年的529.65亿,复合增长率达15.8%。随着我国高血压患者的持续增加与治疗率的提升,我们认为降血压化学药的市场将继续提高。保守估算,若以12.5%的复合增长率继续增长,2017年该市场约为670亿元。

图表 16: 2010-2017E 年我国降血压化学药的市场规模及增速



资料来源: 南方所、东吴证券研究所

2.1.2. 华润双鹤降压产品线丰富全线布局为公司带来新的增长点

1) 降压0号患者群体稳定, 小幅提价贡献利润增长

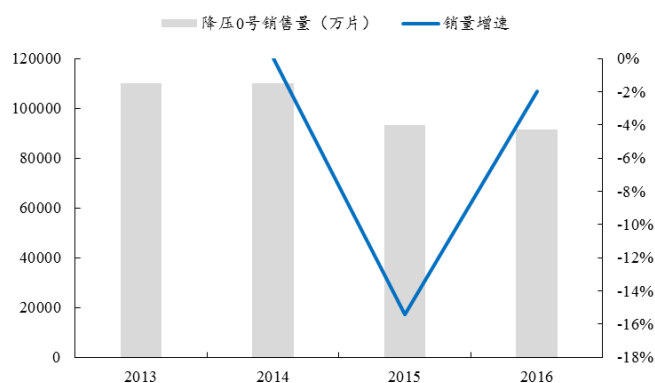
降压0号为公司的独家产品,该产品为复方降压药,主要用于治疗中度高血压。和其他降压药联合使用可用于治疗重度高血压。复方利血平氨苯蝶啶片是我国自主研发和生产的长效低剂量降压药,其降压疗效明确,使用方便,不良反应较少,使用降压0号的患者群体较稳定。

公司降压 0 号销量稳定，2015 和 2016 年出现下滑，销售额也因此出现下降。我们认为主要原因为公司整体销售渠道调整。我们认为，降压 0 号顾客群体稳定，随着公司渠道调整结束，整个降压产品线的产品协同发力。

降压 0 号主要销售端集中在基层医院。随着我国分级诊疗政策的逐步推进，基层医院患者数量将会增加，销售也会有所增长。2017 上半年基层用药市场增速为 10.9%，高于公立、县级医院的 7.2% 和零售药店终端的 6.0%。降压 0 号作为降压药中的老品牌，将从中获益。

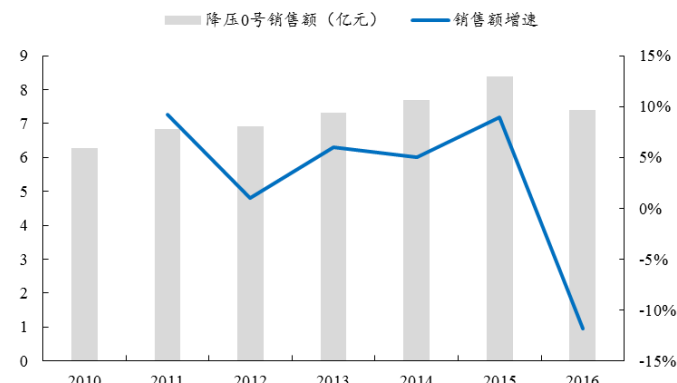
2017Q1，降压 0 号的销售量同比增加了 2%，我们预测 2017 年全年该产品销售量将超过 2015 年的水平，营收增速约为 8%-12%。

图表 17: 2013-2016 年降压 0 号销售量及增速



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

图表 18: 2010-2016 年降压 0 号销售额及增速



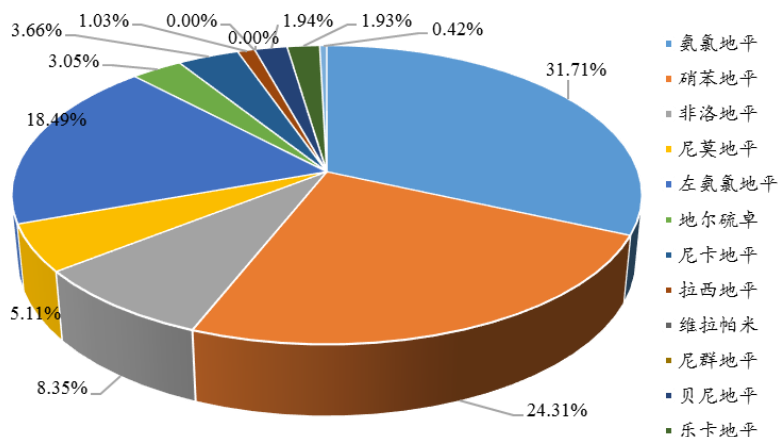
资料来源：公司公告、东吴证券研究所

2) 压氏达为降血压常用品种，未来有望实现进口替代

氨氯地平主要通过阻滞细胞外钙离子进入血管平滑肌细胞内，从而减弱兴奋收缩耦联，进一步减低阻力血管的收缩反应。苯磺酸氨氯地平作为其中一种，作用持续时间久，为长效降血压药物。由于该药品可有效控制血压，减少心、脑血管事件的发生，降低卒中，因此氨氯地平为治疗高血压的明星产品。

氨氯地平在国内和国际市场均为降压药种销售最多的产品。其为钙拮抗剂 CCB，在所有同类产品种，其市场占比高达 31.71%。

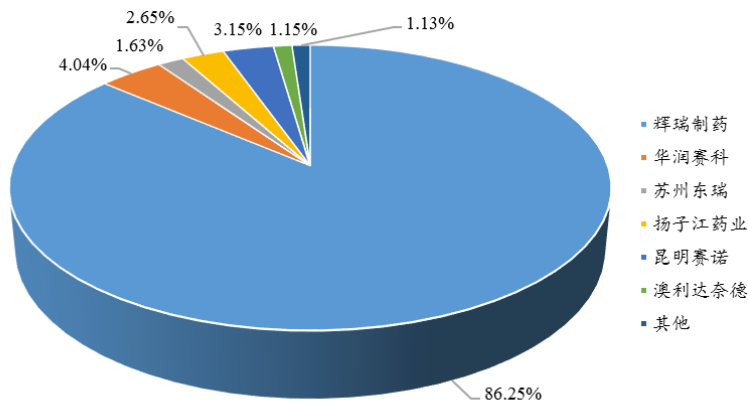
图表 19: 2016 年我国钙拮抗剂市场占比



资料来源: PDB、东吴证券研究所

2016 年, 公司压氏达销售量达 4.14 亿片, 总营收约为 4.5 亿元, 为公司的明星产品之一。压氏达为苯磺酸氨氯地平的首仿品种, 2016 年同类产品中国内市场占比为 4.04%, 排名第二。该产品的国内市场销量第一的为辉瑞制药, 市场占比高达 86%。

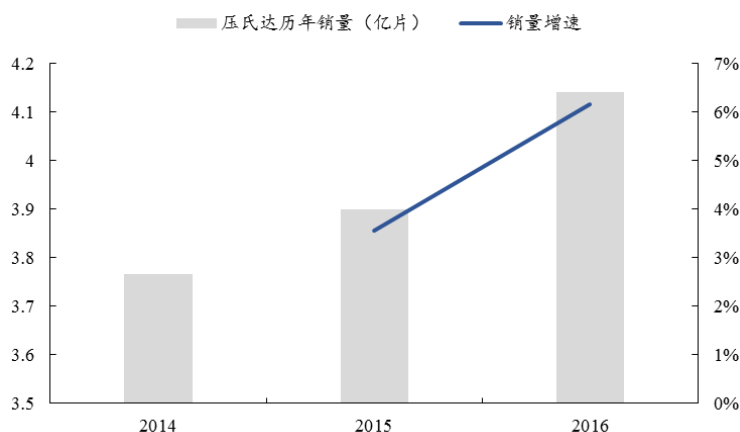
图表 20: 2016 年不同企业氨氯地平市场占比情况



资料来源: PDB、东吴证券研究所

2014 年至 2016 年, 压氏达的销量成逐年增长的趋势。压氏达为华润赛科的重磅产品, 随着 2016 年华润赛科整合到双鹤旗下, 压氏达亦成为公司的主要产品之一。通过收购, 双鹤可进一步进行渠道整合, 将降压产品线进行统一整合管理。压氏达通过优异的产品与双鹤多年来积累的降压产品销售渠道, 未来销量将加速增长。

图表 21: 2014-2016 年压氏达销量与增速



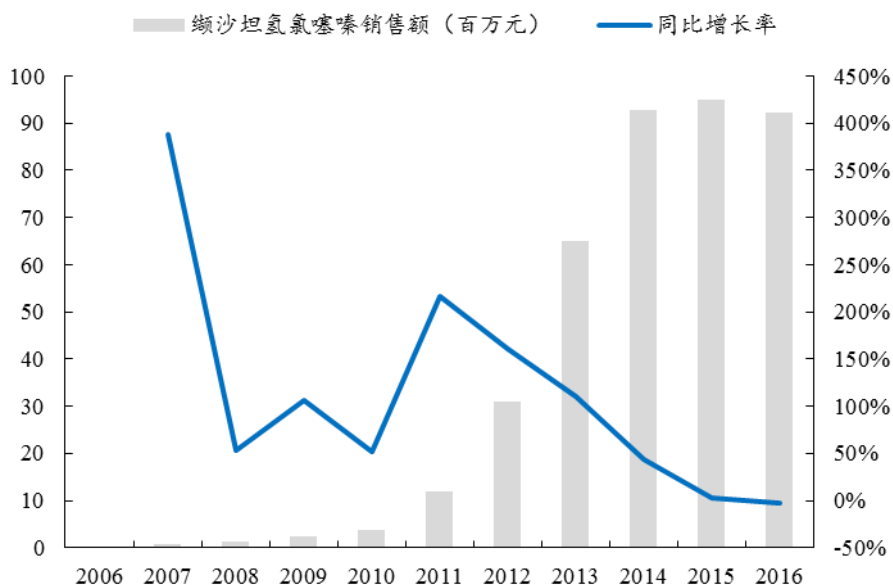
资料来源: 公司公告、东吴证券研究所

根据氨氯地平的中标数据可以看出,络活喜中标省份达 20 个,而压氏达只有 14 个。我们认为,通过对产品在不同省份的推广,凭借公司的低价优势和在降压产品线积累的渠道优势,2017 年压氏达销量可能会有小幅度增长。

3) 赛科二线降压产品复穗悦、穗悦质量优异,利用渠道发力,未来增长值得期待
a. 复穗悦进入国家医保目录,未来增长确定

复穗悦的药品通用名为缬沙坦氢氯噻嗪,该产品为选择性血管紧张素-II受体(AT1亚型)拮抗剂,是由缬沙坦和氢氯噻嗪所组成的复方药。缬沙坦和氢氯噻嗪具有协同降压的作用,临床效果均优于任意单一成分的降压效果。从重点城市医院的销售情况来看,2006 年产品销售额仅为 16 万,2016 年销售额达 9235 万元,复合增长率达 89%。由于产品疗效优异,销售逐年递增。目前该产品已进入 2017 年医保目录。优异的产品结合调整进入医保目录,其市场将继续维持高速增长,我们预计 2017 年市场增速将超过 20%,公司的复穗悦必将从中获益。

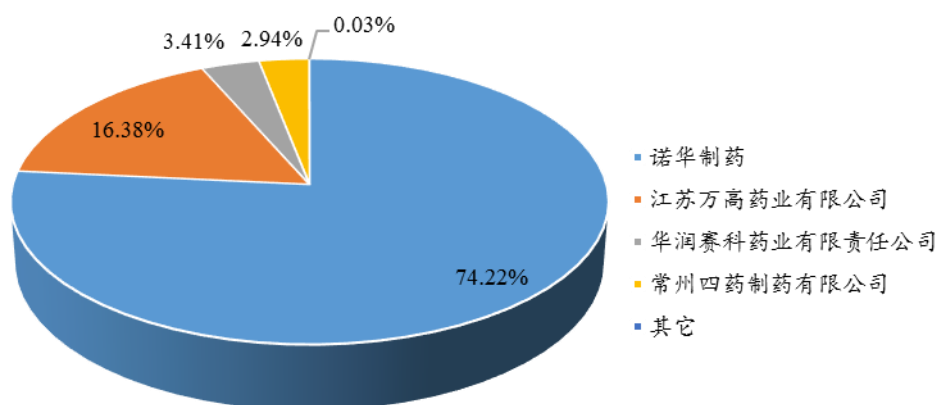
图表 22: 2006-2016 年重点城市医院缬沙坦氢氯噻嗪销售情况



资料来源: PDB、东吴证券研究所

缬沙坦氢氯噻嗪在我国市场占比最大的厂家是诺华制药，达 74.22%；其次为江西万高，为 16.38%；华润赛科排名第三，占比为 3.41%。华润赛科的市场份额相对较低，未来增长空间仍然较大。诺华的产品为原研品种，因此国内的中标价较高。而复穗悦由于并非国内首仿，也尚未进行一致性评价，中标价远低于诺华。公司目前已将其列入一致性评价品种进行审评。

图表 23: 2016 年重点城市缬沙坦氢氯噻嗪市场情况



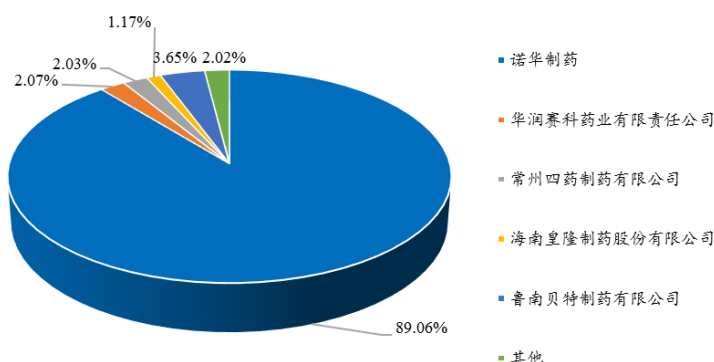
资料来源: PDB、东吴证券研究所

复穗悦中标省份共有 21 个，其中有 2 个为 2017 年新中标省份。诺华和江苏万高的中标省份则分别有 22 个与 21 个。2017 年以前，缬沙坦氢氯噻嗪共进入四个地区的地方医保目录。2017 年随着该产品进入国家医保目录，可在 21 个地区通过医保付费进行销售，该产品将进一步放量。我们认为该产品市场空间仍然较大，虽然在公司产品中体量较小，但 2017 年增速有望超过 50%。

b. 穗悦为我国常用降压药品种，未来进口替代空间大

穗悦的通用名为缬沙坦，是一款血管紧张素 II 受体拮抗剂抗高血压类药物，是我国销量排名第三的降压药产品。缬沙坦的人体生物利用率约为 25%，半衰期为 6±1 小时，其不仅可以治疗高血压，还可以与不同的药物联合用药治疗心力衰竭和逆转左心室肥厚，同时可以保护肾脏和心血管，是一款受欢迎的降血压药物。

图表 24：2016 年重点城市缬沙坦市场情况



资料来源：PDB、东吴证券研究所

赛科的穗悦在我国缬沙坦的市场占比仅为 2.07%，位于诺华制药和鲁南贝特之后。国内市场的龙头企业诺华制药市场占比高达 89.06%，基本处于垄断地位。诺华的代文为原研品种，在全球销售约 15 年。复穗悦相较于诺华的原研产品中标价较低，公司目前已将其列入一致性评价品种进行审评。

缬沙坦在 2017 年医保目录调整中取消了“限对血管紧张素转换酶抑制剂治疗不能耐受的患者”的限制，市场将进一步扩大。目前穗悦中标省份共有 21 个，其中有 2 个是 2017 年新中标省份。而诺华与鲁南贝特的产品的中标省份则分别为 26 与 22 个。随着产品通过一致性评价，产品在市场中的竞争力提高，市场份额有望进一步扩大，销量将会随之上涨。

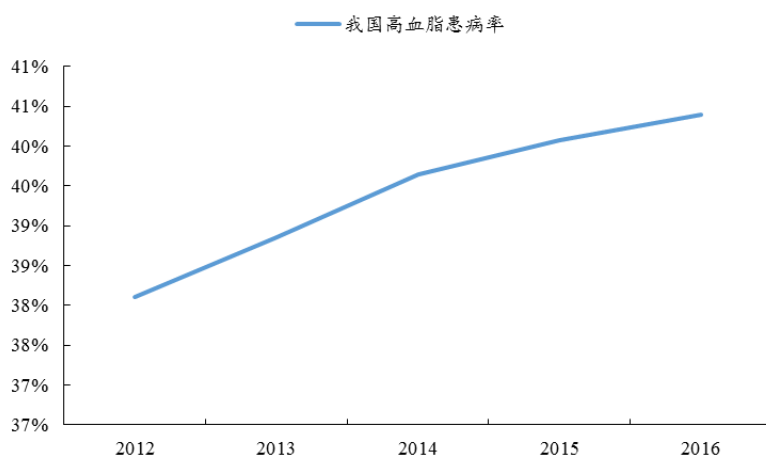
公司上述两个产品均为收购华润赛科所得。我们认为两个药品虽然质量优异，但由于渠道原因，销量和市场占比不够理想。通过华润双鹤对公司降压产品线进行整合，利用压氏达和降压 0 号的渠道优势对上述产品进行销售，加上两个产品在一致性评价方面的积极推进，未来产品增长性较大。

2.2. 匹伐他汀—市场增长迅速，新进医保驱动进一步增长

2.2.1. 我国是高血脂患病大国，未来增长将加速

我国高血脂人群患病率呈逐年上升趋势：2012 年患病率为 38.1%，2016 年则高达 40.4%。随着未来我国人口老龄化趋势的逐渐加剧，人们生活节奏的加快和饮食的不健康趋势加剧，我们认为患病率会进一步增加。

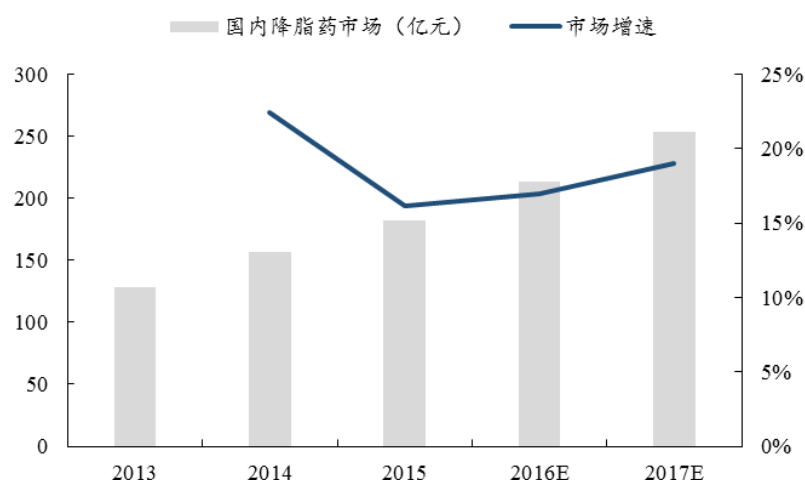
图表 25: 我国高血脂的患病率逐年递增



资料来源: 美国心脏协会、东吴证券研究所

我国高血脂市场大,降血脂用药企业为该市场的直接受益者。根据米内网数据,2013年至2015年间,我国公立医疗机构降脂药市场销售额从**128.15亿元**增长到**182.23亿元**,复合增长率高达19%。随着我国人民健康意识的加强,调节血脂的认识进一步提升,在我国高血脂人群庞大的基础上,该市场将进一步扩大。我们预计未来该市场增速将维持在其复合增长率的水平:我们预测**2017年**仅公立医疗机构的市场就将超过**250亿元**。

图表 26: 2013-2017E 年公立医疗机构降血脂药品销售额



资料来源: 米内网、东吴证券研究所

2.2.2. 他汀类药物为高血脂药物治疗中最常用的品种,上市以来匹伐他汀复合增速超过100%

目前我国降血脂的主要治疗药物有他汀类药物、依折麦布、普罗布考、胆酸螯合剂、贝特类、烟酸类和高纯度鱼油制剂。他汀类药物是一类具有萜酯环骨架结构的3-羟基-3-甲基戊二酰辅酶A(HMG-CoA)还原酶抑制剂,是目前唯一能降低心脑血管疾病死亡率的调脂药。他汀类药物由于适应症广、副作用小、每天只需服用1次、疗效显著且可以与不同药物进行联合治疗等优点在降脂类药物中较为突出。

图表 27: 常用降血脂药物特点

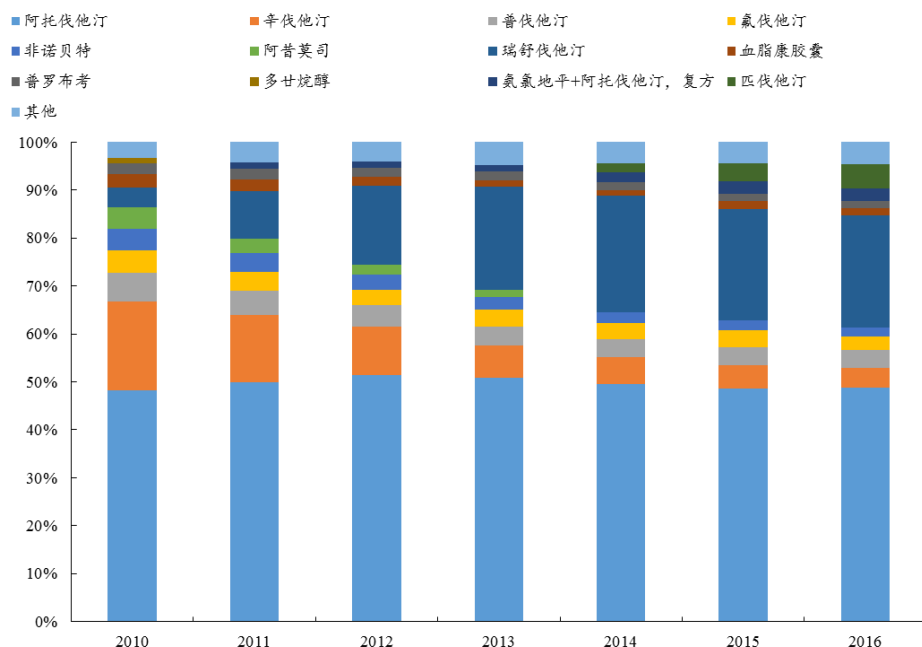
药物	主要治疗领域	作用原理	优势	副作用
他汀类	降低血清 TC 和 LDL-C 水平, 也能降低血清 TG 水平和轻度升高 HDL-C 水平	抑制胆固醇合成限速酶 HMG-CoA 还原酶, 减少胆固醇合成, 继而上调细胞表面 LDL 受体, 加速血清 LDL 分解代谢。此外, 还可抑制 VLDL 合成。	他汀类药物可在全天的任何时段服用 1 次。他汀类药物可降低冠心病死亡率、冠心病患者强化他汀治疗可降低心血管事件、可逆转冠状动脉粥样硬化斑块	长期服用他汀类药物有增加新发糖尿病的危险, 发生率约 10%~12%; 他汀治疗可引起认知功能异常, 但多为一过性, 发生概率不高。
依折麦布	主要适用于高胆固醇血症	抑制肠道内胆固醇的吸收	ACS 患者在辛伐他汀基础上加用依折麦布能够进一步降低心血管事件; 和辛伐他汀联合治疗对改善慢性肾脏疾病患者的心血管疾病预后具有良好作用。	一过性头疼和消化道症状。
普罗布考	主要适用于高胆固醇血症	普罗布考通过掺入 LDL 颗粒核心中, 影响脂蛋白代谢, 使 LDL 易通过非受体途径被清除。	有减轻皮肤黄色瘤的作用	胃肠道反应、头晕、头痛、失眠、皮疹等, 血钾过低者禁用。
胆酸螯合剂	主要适用于高胆固醇血症	阻断肠道内胆汁酸中胆固醇的重吸收	与他汀类联用, 可明显提高调脂疗效	胃肠道不适、便秘、影响某些药物的吸收。绝对禁忌证为异常 β 脂蛋白血症和血清 TG > 4.5mmol/L。
贝特类	主要用于降低 TG	通过激活过氧化物酶体增殖物激活受体 α 和激活脂蛋白脂酶而降低血清 TG 水平和升高 HDL-C 水平	贝特类药物能使高 TG 伴低 HDL-C 人群心血管事件危险降低 10% 左右	常见不良反应与他汀类药物类似, 对 LDL-C 疗效差
烟酸类	主要用于降低 TG	抑制脂肪组织中激素敏感脂酶活性、减少游离脂肪酸进入肝脏和降低 VLDL 分泌。	改善心血管预后, 心血管事件减少 34%, 冠状动脉事件减少 25%。	颜面潮红, 其他有肝脏损害、高尿酸血症、高血糖、棘皮症和消化道不适等, 慢性活动性肝病、活动性消化性溃疡和严重痛风者禁用。在他汀基础上联合烟酸的临床研究提示与单用他汀相比无心血管保护作用, 欧美多国已将烟酸类药物淡出调脂药物市场。
高纯度鱼油制剂	主要用于降低 TG		不良反应少见, 发生率约 2% ~3%	消化道症状、少数病例出现转氨酶或肌酸激酶轻度升高、偶见出血倾向

资料来源: 中国成人血脂异常防治指南 (2016 年版)、东吴证券研究所

在治疗高血脂的药物中市场应用较广泛的 12 种药品中, 有 7 种为他汀类药物。他汀类药物市场占比约为 90%, 是治疗高血脂的药品中使用最广泛的药品。通过对样本医

院的分析我们可以看出，目前市占率最高的品种为阿托伐他汀，占比达到 48.88%。2014 年至 2016 年，阿托伐他汀市占率出现小幅度下滑。匹伐他汀作为市占率较小的品种，市场占比增长速度却是最快的。匹伐他汀这三年市场占比分别为 1.88%、3.68%和 5.07%，处于快速增长阶段。

图表 28: 2010-2016 年样本医院历年降至药品销售情况



资料来源: PDB、东吴证券研究所

我们认为，匹伐他汀的快速增长主要来源于产品优异的疗效：**匹伐他汀是目前唯一未见增加新发糖尿病的他汀类药物**，主要原因为匹伐他汀是小剂量他汀药物 1mg、2mg、4mg 剂量降胆固醇效果相当于其他他汀类药物的 10mg、20mg、40mg 甚至 80mg 的剂量。

图表 29: 不同他汀类药物降血脂效果与计量

中等强度（每日剂量可降低 LDL-C 25%-50%） **高强度（每日剂量可降低 LDL-C ≥50%）**

- | | |
|---------------|---------------|
| 阿托伐他汀 10-20mg | 阿托伐他汀 40-80mg |
| 瑞舒伐他汀 5-10mg | 瑞舒伐他汀 20mg |
| 氟伐他汀 80mg | |
| 洛伐他汀 40mg | |
| 匹伐他汀 2-4mg | |
| 普伐他汀 40mg | |
| 辛伐他汀 20-40mg | |
| 血脂康 1.2g | |

资料来源: 中国成人血脂异常防治指南 (2016 年版), 东吴证券研究所

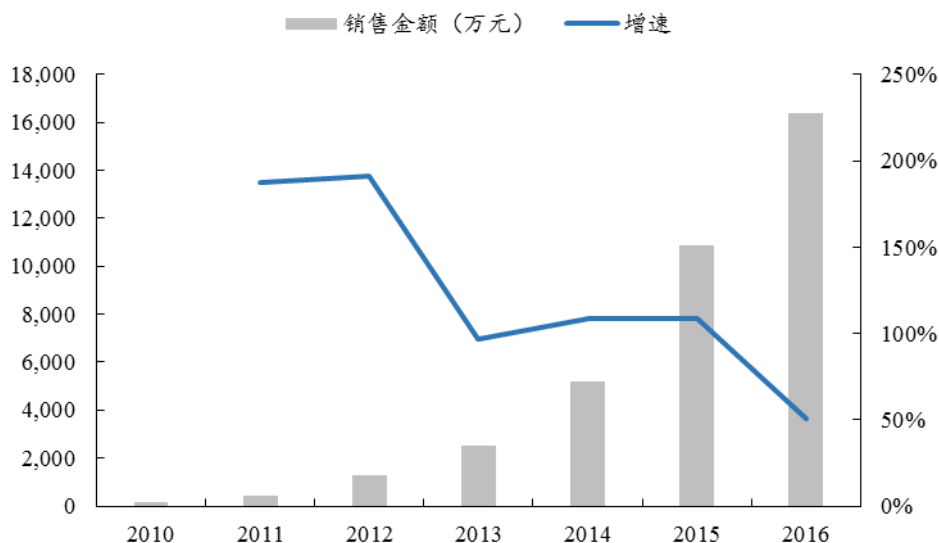
匹伐他汀于 2008 年在我国上市，虽然其药效明显，但由于其价格较高且未进入 2009 年的国家医保目录，其市场规模仍然较小。2017 年匹伐他汀进入国家医保目录，我们认为未来其市场增速将大幅度提高，市场占有率将加速扩大。

2.2.3. 匹伐他汀市场竞争格局好，华润双鹤为该产品的龙头企业

匹伐他汀自上市以来一直维持较高的增速。根据 PDB 数据，2010 年重点城市匹伐

他汀在医院端的销售额仅为 151 万元，2016 年则上升到了 1.6 亿元，复合增长率高达 118%。

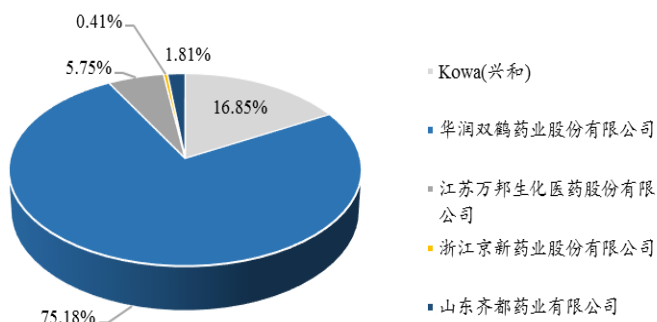
图表 30: 2010-2016 年重点城市医院端匹伐他汀销售情况



资料来源: PDB、东吴证券研究所

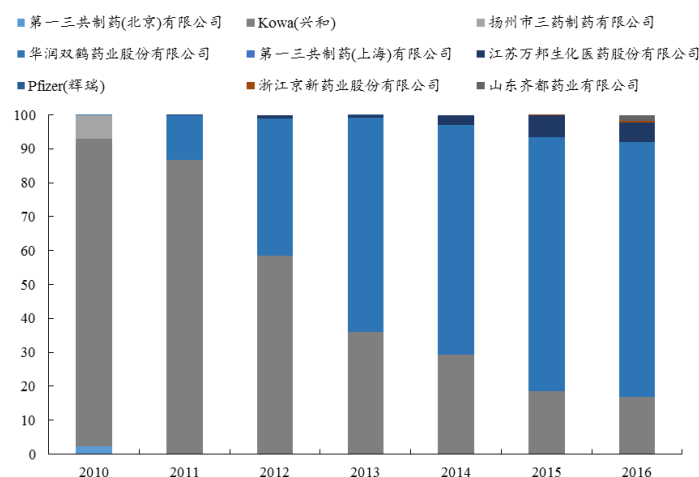
重点城市医院的匹伐他汀市场中，华润双鹤生产的“冠爽”市占率最高。近年来其市占率不断提高，从 2011 年的 13.11% 逐步递增至 2016 年的 75%，成为市场龙头。我们认为“冠爽”增速快的主要原因为双鹤在慢病领域长期的布局使得公司积累了优异的药品销售渠道，帮助公司快速打开了市场。

图表 31: 2016 年重点城市医院端匹伐他汀市场占比



资料来源: PDB、东吴证券研究所

图表 32: 2010-2016 年重点城市医院端匹伐他汀市场占比



资料来源: PDB、东吴证券研究所

从中标数据来看，“冠爽”的价格普遍低于“力清之”。公司有望通过自己的价格优势进入新市场，进一步扩大市场份额，巩固龙头的地位。我们认为，随着双鹤的“冠爽”向全国推广的进程加速，该产品销量增速将维持在 50% 以上。匹伐他汀未来有望成为双鹤的另一个销售额过 5 亿的产品。

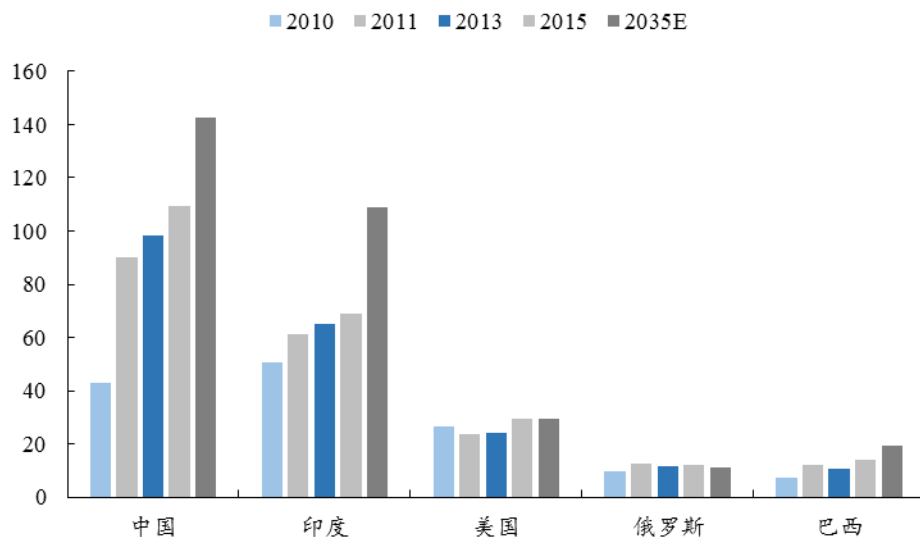
2017 年以前，“冠爽”的中标省份共有 16 个，其中 10 个进入了地区医保。2017 年“冠爽”中标省份新增辽宁，且进入国家医保。随着其进入国家医保，**可进行医保支付的省份从 10 个增加到 17 个，未来销量有望实现大幅度增长。**公司 2016 年共销售匹伐他汀 4225 万片，销售额估算应为 2.6 亿元，我们预计 2017 年其销售额有望增长 50%-70%。

2.3. 糖尿病患者多，市场大，传统产品糖适平市场稳定

2.3.1. 我国降糖药产品市场较大

我国是糖尿病患者大国。根据 IDF（国际糖尿病联盟）的数据来看，2015 年我国每百万人中糖尿病患者人数高达 1.1 亿人，居于全球第一。我国不仅糖尿病患者数量多，其增速同样惊人：2010 年我国糖尿病患者人数仅约 4320 万人，五年间复合增长率达 20%。以此推测，2017 年我国糖尿病患者人数约为 1.3 亿人。

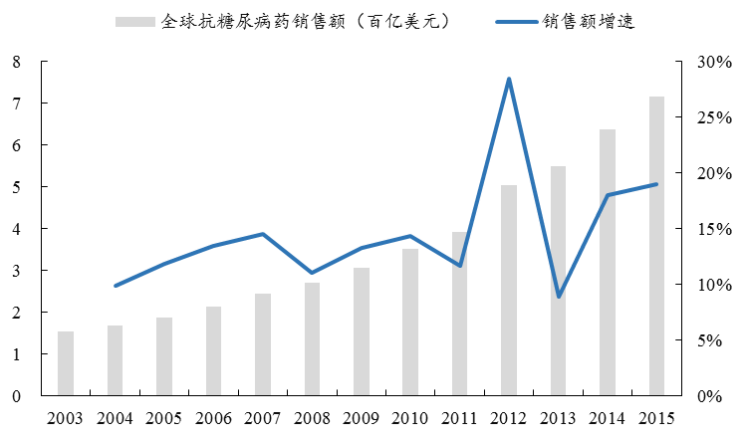
图表 33: 2010-2035E 年糖尿病患者数量情况



资料来源: IDF、东吴证券研究所

全球市场来看，糖尿病用药市场逐年增长，从 2010 年的 350 亿美元增长到 2015 年的 715 亿美元。近年来糖尿病用药市场增速仍在增加，未来市场将继续扩大。

图表 34: 2003-2015 年全球糖尿病市场情况



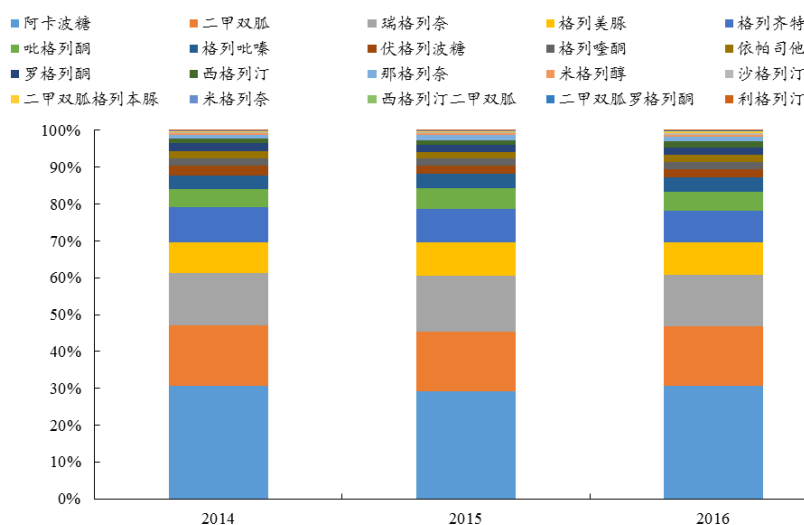
资料来源: Wind、东吴证券研究所

2.3.2. 糖适平近年来销量稳定，未来将继续保持

目前常用的口服降糖药主要包括五类：磺脲类、双胍类、 α -糖苷酶抑制剂、胰岛素增敏剂和胰岛素促泌剂。其中华润双鹤生产的糖适平，既格列喹酮，是磺脲类降糖药的代表品种之一。

从 PDB 的统计来看，我国重点城市医院中 2014 年-2016 年格列喹酮的销售占比维持在 2% 左右，市场占比稳定。2014-2016 年，其该产品在重点城市医院的销售额从 3.39 亿元增长到 4.12 亿元，实现小幅度增长。我们认为该产品 2017 年市场仍将出现小幅度增长，增幅将维持在 5% 左右。

图表 35: 2014-2016 我国重点城市亿元各口服降糖药市场占比

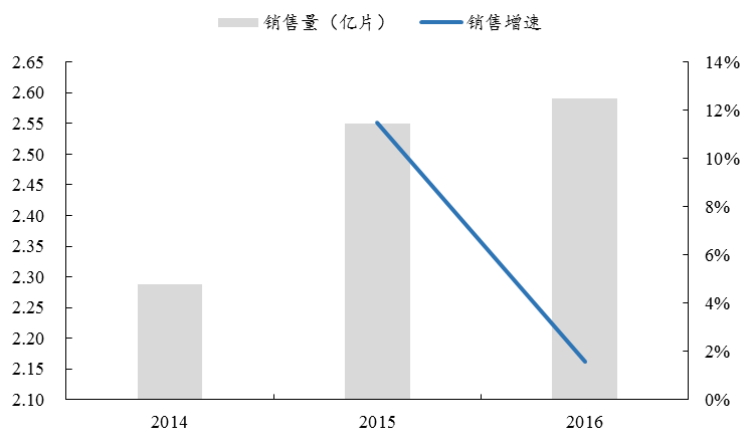


资料来源: PDB、东吴证券研究所

在格列喹酮市场相对稳定的情况下，双鹤生产的糖适平处于龙头地位。2016 年双鹤的格列喹酮销量占全市场的 96.8%。

糖适平从 2014 年来销量稳中有升。未来随着格列喹酮市场的缓慢增长，我们认为双鹤的糖适平将维持现在的销售水平。

图表 36: 2014-2016 年糖适平销量与增速



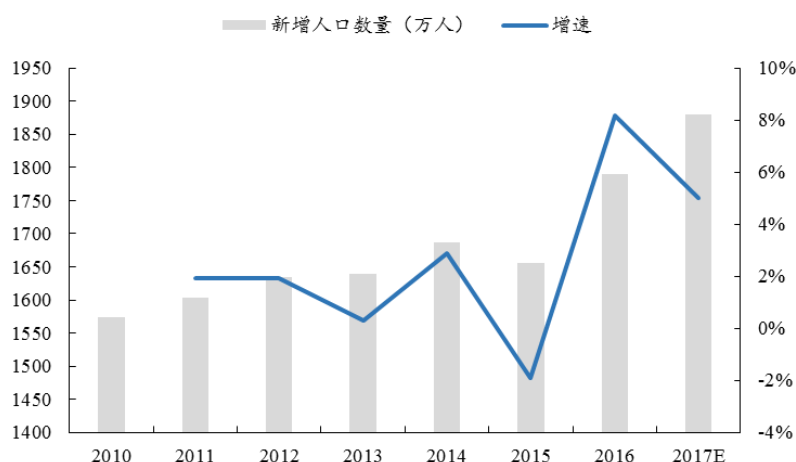
资料来源: 公司公告、东吴证券研究所

2.4. 二胎政策利好儿科市场，珂立苏销量稳步提高

2.4.1. 新增人口数量稳步提升，呼吸窘迫综合征患者数量增加

我国新增人口数量逐年稳步提升。2015 年开始，我国单独二胎政策开始实施，2016 年开放二胎政策在全国推行。我们认为，随着二胎政策的全面推广，未来新增人口数量的增速将提升。2016 年我国新增人口数量约为 1790 万人，2017 年将超过 1850 万人。

图表 37: 2010-2016 年我国新增人口数量情况



资料来源：数据来源：中国统计年鉴、东吴证券研究所

我国新生儿中，约有 7%-10% 为早产儿。早产儿患新生儿呼吸窘迫综合征的概率将大幅度提升，均值约为 20%-25%。以 2017 年 1850 万人的新增人口来看，其中将有约 25-46 万新生儿患有呼吸窘迫综合征。

2.4.2. 相似竞品数量少，华润双鹤市场空间大

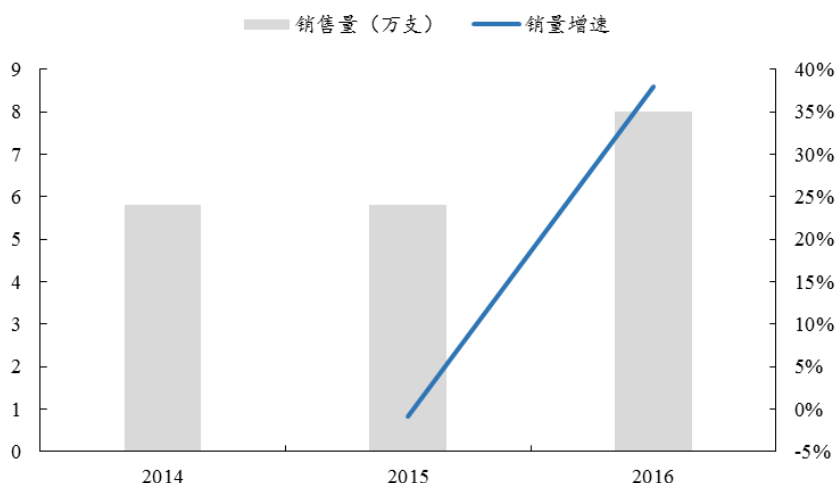
目前市场上治疗呼吸窘迫综合征的产品主要有两种：华润双鹤生产的珂立苏（牛肺表面活性剂）和意大利凯西制药公司生产的固尔苏（猪肺磷脂注射液）。两种产品疗效相似，但是珂立苏相较固尔苏性价比更高。

固尔苏推荐剂量为一次 100-200mg/kg 体重，每隔 12 小时再注射 100mg/kg，最大总剂量为 300-400mg/kg。我国新生婴儿体重约在 2.5-4kg 左右，早产儿体重较低，约在 2-2.5kg。若按照新生儿使用 300mg/kg 体重计算，则每个婴儿需要使用 1.5ml 的固尔苏 2.5 支。珂立苏的平均使用量约为 2 支，相比来看，固尔苏的治疗价格在 9000-9600 元，而珂立苏为 5700-6000 元。

珂立苏的原材料为牛肺，固尔苏则为猪肺。因此，珂立苏的受众人群中包括了固尔苏没有的穆斯林教徒，市场更大。随着公司产品在儿科领域的逐步拓展，2016 年珂立苏销量增长迅猛，年销售量达 8 万支，同比增长 28%，市场份额增长了 2 个 PC。

目前珂立苏与固尔苏产品市场占比基本可以实现平分秋色。珂立苏利用价格优势且更大的市场，随着渠道进一步铺开，未来有望实现进口替代，销量继续提升，2017 年销售额有望实现 27%-33%。

图表 38: 2014-2016 年珂立苏销售数量



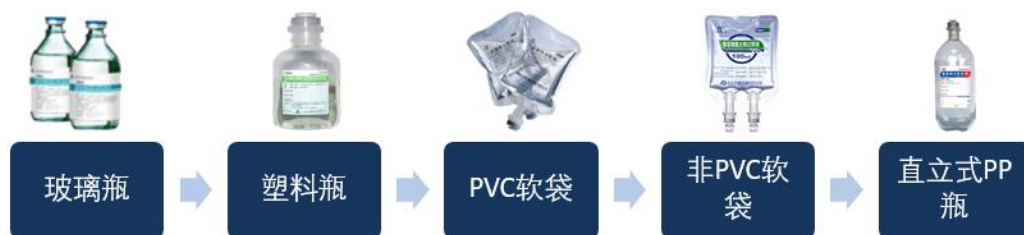
资料来源: 公司公告、东吴证券研究所

3. 大输液市场尚未见底，公司积极调整产品结构

3.1. 输液产品构成简介

在大输液行业发展的 170 多年的历史中，大输液包装经历几次包装技术的革新，从开放式到半开放式再到全封闭式。目前国内大输液行业包装形式主要为玻璃瓶包装、塑料瓶包装、PVC 软袋包装、非 PVC 软袋包装、直立式聚丙烯包装等形式。2000 年 9 月国际食品药品监督管理局停止了对 PVC 软袋包装输液生产线的审批，目前在输液市场上占比极少。

图表 39: 输液包装的发展历程



资料来源: 东吴证券研究所

1) 塑瓶类产品逐渐失去竞争优势

塑料瓶在其化学稳定性、阻隔性、密闭性以及与药物的相容性较好，有利于长期保存。但其半开放的输液方式使得微生物通过空气针进入药液，对人体造成伤害，且透明度不如玻璃瓶，不利于输液澄明度检查。塑瓶的热稳定性不如玻璃瓶：PP 材料不耐低温，PE 材料不耐高温。因此目前产品价格较低，毛利率下降，销量也出现下滑。

2) PVC 和非 PVC 软袋逐渐成为主流产品

近年来大输液企业的主业包材主要为 PVC 和非 PVC 软袋。

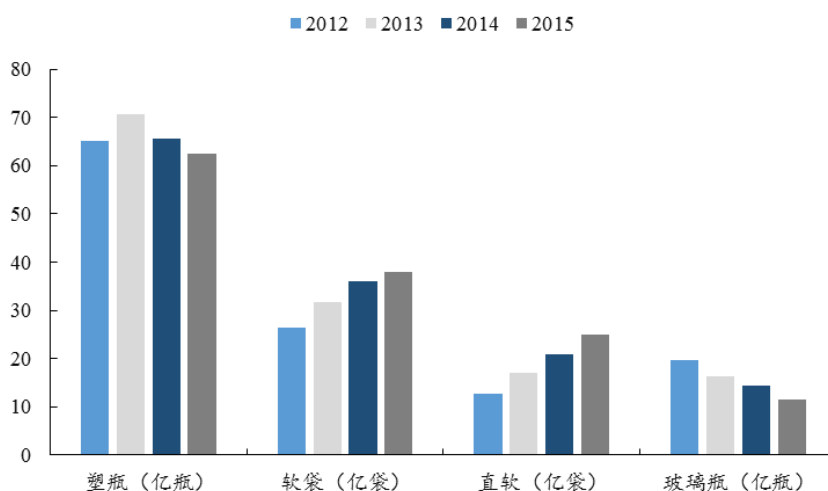
PVC 软袋在输液过程中避免了半开放式的输液模式，大大降低了二次污染和交叉感染的概率。但 PVC 软袋材料自身存在着聚氯乙烯单体会对人体健康造成损害；同时生产过程中加入的增塑剂（DEHP）在使用过程中有可能对人体健康造成危害；PVC 材质耐温性差、抗拉强度差等问题，使得市场本身受限。

非 PVC 软袋的发展分为两个阶段，第一阶段是以聚烯烃复合膜为主的早期产品，由于生产过程中使用粘合剂造成稳定性差，目前使用呈现减少趋势。第二阶段是最近四五年发展起来的聚烯烃多层共挤膜，以三层结构为主。生产过程中无须使用粘合剂，使得其更加安全稳定。其优势是生产工艺简单、自动化程度高；重量轻、不易破损，运输成本低；化学惰性、相容性好，膜生产工艺利用从内向外热合，密闭性好；透明度高，利于澄明度检测；膜材料耐热范围广；均采用密闭式输液，无需担心空气污染。但是也存在着膜材料价格高，用于制袋、灌封的设备昂贵，包装技术成本高等问题。

3) “一步法”BFS 包装产品技术领先，逐渐进入大众视野

BFS 技术为一种“一步法”无菌装灌技术，工艺过程中塑料粒子通过高温高压挤出过程达到无菌效果，其后过程均在机载风淋室保护下的无菌工位完成，具有可靠的无菌保障能力。在国外 BFS 吹灌封技术已经得到了广泛应用，我国自从上个世纪 80 年代引入受阻后，直至 2009 年由华润双鹤再次引入。

图表 40: 2012-2015 年不同包材输液产品销量情况



资料来源: IMS、南方所、东吴证券研究所

3.2. 国家对输液进行限制，市场增速放缓，未来发展受限

3.2.1. 我国人均输血量处于世界前列，近两年国家出台政策限制输液

我国 2015 年输液市场容量约 136 亿瓶/袋。我国人口为 13 亿，以此估算 2015 年人均年输血量约为 10 瓶，为名副其实的输液大国。不必要的输液提高了医疗费用，增加了国家医保的负担。

2014 年，我国展开全国抗生素药物临床应用专项整治活动。该活动首次提出（1）加大门诊、急诊抗菌药物静脉使用管理力度。要组织开展门诊、急诊抗菌药物静脉使用情况的监测（2）根据监测结果，采取针对性措施，降低门诊、急诊抗菌药物静脉使用

比例及用量；(3) 注重提高二级医院和基层医疗机构抗菌药物临床应用水平。

整治活动逐步展开，我国陆续有地方出台相应政策，对医院输液进行了限制。这些政策的出台将对未来输液市场的增速带来负面影响。随着政策的逐步推行，2015 年输液市场将受到冲击，整体市场增速将放缓，甚至出现负增长。

图表 41: 地方限制医院输液的相关政策

省份	发布时间	政策	内容
安徽	2014 年	《关于加强医疗机构静脉输液管理的通知》	降低门诊、急诊抗菌药物静脉使用比例及使用量并列出门急诊 53 种不需要输液疾病清单。
江苏	2015 年	《转发关于进一步加强抗菌药物临床应用管理工作通知的通知》	2016 年 7 月, 全省二级以上医院(除儿童医院)门诊全面禁止静脉输液。
浙江	2016 年	《浙江省卫生计生委办公室关于加强抗菌药物临床应用分级管理工作的通知》	三级医院(除儿科和儿童医院)取消抗菌药输液。
黑龙江	2016 年	《关于在全省三级医疗机构取消门诊静脉输液的通知》	自 2016 年 10 月 8 日起在全省三级医疗机构(除儿童医院和三级医院儿科外)全面停止门诊静脉输液。
北京	2017 年	《北京市医药分开综合改革实施方案》	输液手续费由 2 元/次上调到 7 元/次
广东	2017 年	《广东省“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	二级以上的公立医院将取消门诊输液

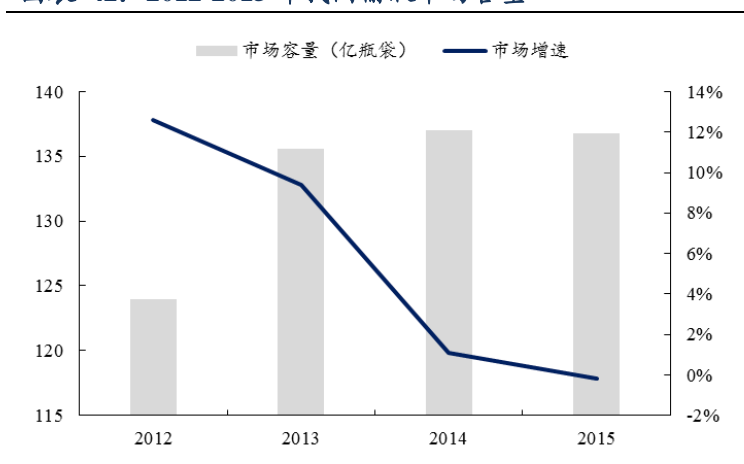
资料来源: 政府网站、东吴证券研究所

很多地方医院积极响应国家政策: 虽然当地政府并为出台限制输液的相关细则, 但很多医院自发取消了门诊的输液业务。未来二、三级医院取消输液门诊的趋势将进一步扩大, 输液市场将进一步“出清”, 市场尚未见底。

3.2.2. 输液市场增速逐年递减, 未来增速将继续放缓

我国输液市场自 2014 年以后增速出现大幅度下滑, 从 9.4% 下降到 1.1%。2015 年市场容量下降 0.2%, 出现负增长。我们认为, 输液市场增速放缓与国家政策的出台关系密切。随着政策的逐步推行, 我们认为 2017 年输液市场将继续出现负增长。

图表 42: 2012-2015 年我国输液市场容量



资料来源: IMS、东吴证券研究所

3.2.3. 积极调整策略, 双鹤以产品替代谋求利润增长

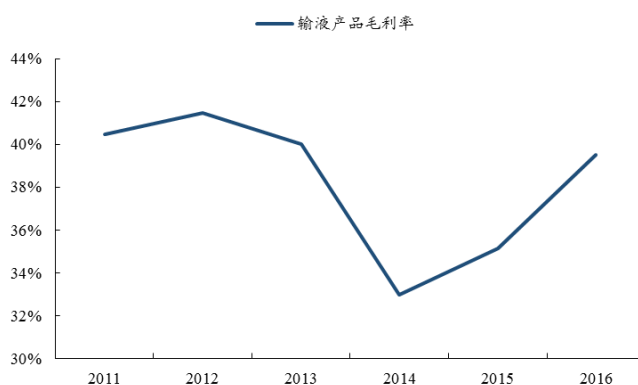
由于输液市场逐渐萎缩，适应新的市场环境，进行企业转型，同时提高输液产品毛利率与净利率的水平成为企业发展的方向。华润双鹤从 2014 年起逐步提高其化学制药产品占营收的比重，输液类产品则逐渐压缩。2014 年，公司输液类产品占营收比重为 59.8%，2017 年一季度则压缩到 36.8%。我们认为，公司未来将小幅度压缩输液类产品的占比，但营收将维持稳定，净利润将出现增长。

1) 公司积极调整产品结构提高输液业务的毛利率

在市场大环境不利的情况下，公司输液业务利润之所以可以实现增长主要原因是公司通过输液产品的结构升级调整提升毛利率与净利率的结果。

2014 年，由于公司塑瓶产品招标降价，输液领域整体毛利率下降明显，从 40% 降低至 32%。由于公司积极调整，2015 和 2016 年公司毛利率出现上升，2016 年公司输液类产品的毛利率提升到 39%，盈利能力得以改善。

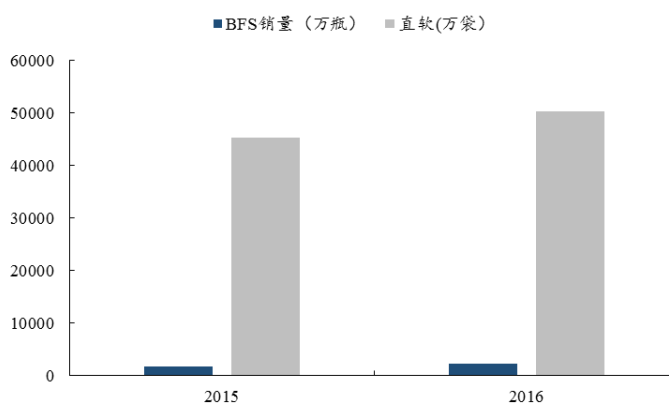
图表 43: 2011-2016 年公司输类产品毛利率变化



资料来源：公司年报、东吴证券研究所

2016 年，公司 BFS 和直软等高毛利的产品的销量出现明显增长，增速分别为 38% 和 11%。2017 年一季度，上述两个产品的销量增速分别达 57% 和 25%，增速较快。短期内压缩塑瓶输液销售，**提高高毛利的直软与软袋销售比重**：公司软袋类产品的销量占比从 2014 年的 38% 提升到 2016 年的近 50%，塑瓶销量则被压缩到约 50%。通过调整产品结构，公司输液领域的毛利率得以提高。

图表 44: 2015-2016 年公司 BFS 与直软销量情况

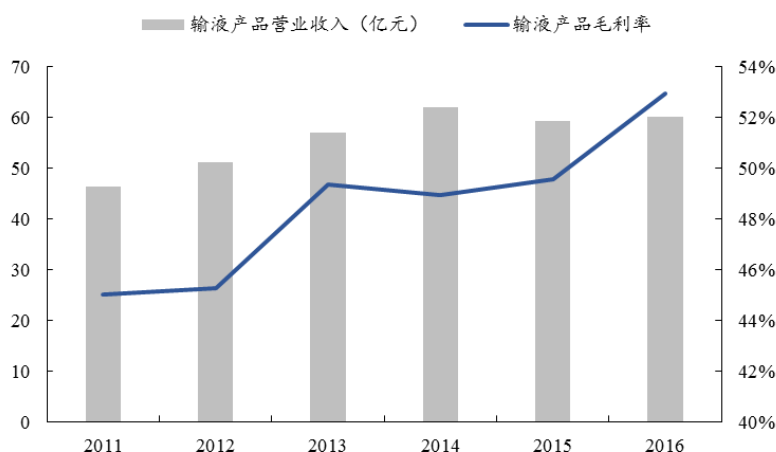


资料来源：公司年报、东吴证券研究所

2) 输液领域毛利率尚有提升空间

2016年，科伦药业塑瓶产品销量占比约为40%。由于塑瓶销量占比整体处于较低水平，公司整体的毛利率处于较高水平。公司2016年输液销售收入约为60亿元，毛利率高达52.95%。

图表 45: 2011-2016 科伦药业输液产品营收及毛利率



资料来源: 公司年报、东吴证券研究所

华润双鹤塑瓶销量占比约为50%，输液整体毛利率约为39.53%。通过压缩塑瓶产品的销量占比，公司的毛利率将进一步得以提升，利润将进一步释放。

输液领域华润双鹤的独家产品：BFS，由于产品优异、安全性更佳且没有竞品，且毛利率高于一般的直软和软袋。通过提升该部分产品的销量占比，我们认为双鹤输液领域的最终毛利率有望超过50%。

2) 积极提升生产效率，进一步提高公司毛利率

华润双鹤自2014年以来便积极调整公司的产品结构，对输液领域进行了压缩。由于公司压了缩塑瓶产品的产量，该产品线的工作人员富裕，公司对这部分员工进行裁员安置。2016年该业务板块离开公司的员工共计1500人，公司总共裁员共计2000人左右。公司计划2017年还会减员400-600人。2016年裁员的红利会在17年有所显现。随着人工成本的降低，公司未来毛利将进一步提高。

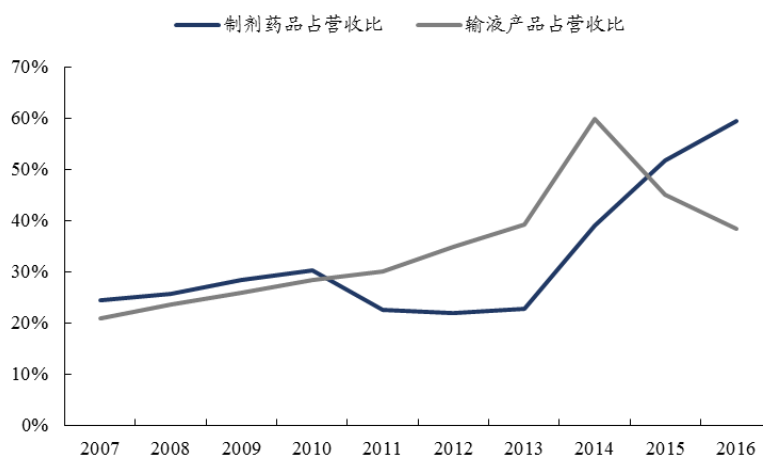
4. 调整产品结构、降低费用率，公司效率不断提升

4.1. 积极调整产品结构，输液类产品持续被压缩

2014年以来国家出台的一些列政策对输液进行了限制，逐渐遏制我国过渡输液的现象。输液类产品随即受到冲击，塑瓶类产品持续降价，公司输液类产品毛利率整体出现下滑。

公司积极调整，不断压缩输液产品的占比，积极推广化药板块的业务。2014年以后公司逐渐压缩输液板块业务的占比，2016年输液类产品占营收比仅为38.34%。公司通过压缩低毛利的输液产品板块提高整体毛利率，实现大输液企业向化药企业的过渡。

图表 46: 公司制剂和输液板块业务营收占比



资料来源: 公司公告、东吴证券研究所

4.2. 重点产品提价，增厚公司利润

1) “降压 0 号” 逐渐涨价

2016 年底，公司开始对产品降压 0 号和塑瓶类输液产品进行提价。去年年底出厂价提升至 10.8 元/10 片，今年的目标价格为 11 元/10 片。提价前，“0 号”的中标价格大约在 10 元/片。提价使产品价格上涨约为 1 元/10 片。

2016 年“0 号”销售了 9.14 亿片，若 2017 年销售数量与 2016 年持平，则涨价带来的利润释放可达 9140 万元。

2016 年“0 号”销量出现下滑，公司进行了渠道调整并加大了对其的推广力度，我们认为销售费用会有一定的提升，因此利润的释放的增量会有一定减少。

2) 塑瓶类输液产品价格出现小幅回暖

2016 年，公司塑瓶类产品的销售数量占比仍在 50% 左右。公司对该类产品进行压缩，我们预测 2015 年塑瓶类产品的占比将出现下降，约在 45%。2016 年塑瓶类产品销量在 5 亿瓶左右，2017 年预计在 4.5 亿瓶。

2016 年底公司开始对塑瓶类产品进行提价，截止目前，每瓶提价在 7 分到 1 角之间。则 4.5 亿瓶中通过提价带来的利润增量在 3000 万-4500 万元之间。

随着今年输液类产品的进一步压缩，我们认为该部分业绩下滑将会由提价带来的利润增量弥补。

4.3. 裁员提升毛利率与净利率，进一步增厚利润

2016 年公司进行了人员的裁剪，员工总数从 14,843 下降到了 12,876 人，共减少了约 2000 人左右。减员带来的利润提升将会在 2016 年体现。

根据我们对该地区人力成本的草根调研，我们估算这将会为公司节约成本约 7000 万元。节约的营业成本将会增厚公司的利润。

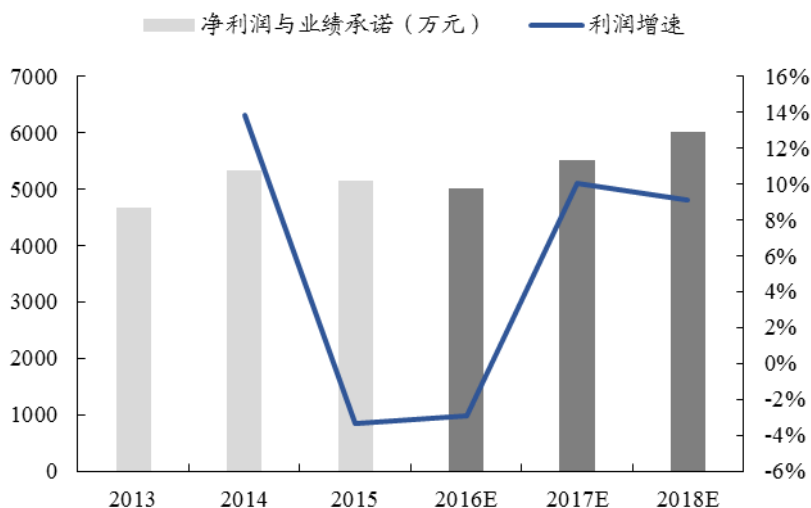
4.4. 公司外延并购活跃，达成业绩承诺增加公司利润

4.4.1. 海南中化联合实现并表，进一步提高公司业绩水平

2017 年华润双鹤通过赛科，以 8.5 亿元完成海南中化联合 100% 股权的收购，并于 4 月实现并表。

中化联合主要涉足消化、抗病毒和抗肿瘤等领域。通过并购该公司，华润双鹤的产品线进一步丰富，同时营销实力得以增加。海南中化做出业绩承诺，2017 年实现净利润 5500 万元。若按季度净利润均衡进行估算，则今年实现并表的利润达 4125 万元。

图表 47: 海南中化联合历史业绩与业绩承诺情况



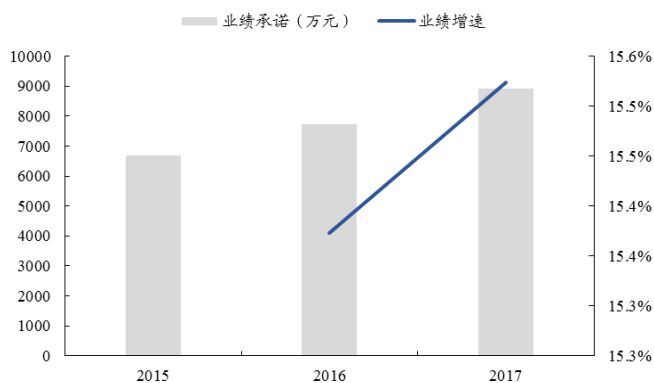
资料来源: 公司公告、东吴证券研究所

4.4.2. 利民与赛科实现业绩承诺，加速业绩增长

2015 年与 2016 年，公司分别收购华润利民与华润赛科。通过收购两家公司，公司产品线进一步丰富，业绩进一步增长。

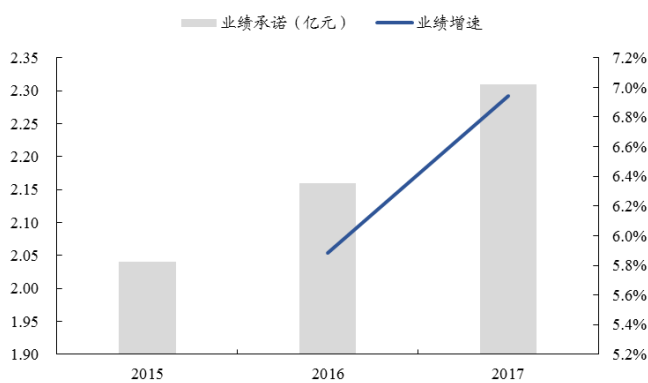
利民与赛科 2017 年业绩承诺分别为 8930 万元和 2.31 亿元。2016 年两家公司的利润分别为 7861 万元与 2.31 亿元。如果利民 2017 年完成业绩承诺，赛科维持 6% 的业绩增长，则两家公司 2017 年可贡献 2000 万-2500 万元的业绩增量。

图表 48: 华润利民业绩承诺情况



资料来源: 公司公告、东吴证券研究所

图表 49: 华润赛科业绩承诺情况



资料来源: 公司公告、东吴证券研究所

5. 盈利预测

公司匹伐他汀、复穗悦和珂立苏等小体量产品逐步放量，降压0号由于分级诊疗受益仍有增长。公司裁员带来效率提升增厚利润。我们预期2017-2019年，营业收入为59.18亿元、63.47亿元和68.94亿元，同比增长7.7%、7.3%和8.6%；归属母公司净利润为8.41亿元、9.42亿元和10.86亿元，同比增长17.8%、12.0%和15.3%。因此，维持对公司的“增持”评级。

图表 50: 公司销售收入预测

(亿元)	2016	2017E	2018E	2019E
产品销售收入	54.95	59.18	63.47	68.54
心脑血管	21.11	25.38	29.30	33.27
儿科用药	2.58	2.97	3.67	4.60
内分泌	2.54	2.67	2.54	2.41
其他主营业务	6.37	8.36	8.56	8.86
输液产品	21.07	19.81	19.41	19.41
毛利率(%)	53.11%	54.31%	54.37%	55.15%
心脑血管	74.61%	74.32%	72.21%	72.59%
儿科用药	73.82%	73.66%	71.83%	71.73%
内分泌	68.14%	65.28%	62.36%	60.56%
其他主营业务	14.03%	11.07%	11.02%	10.72%
输液产品	39.53%	42.53%	42.55%	40.02%

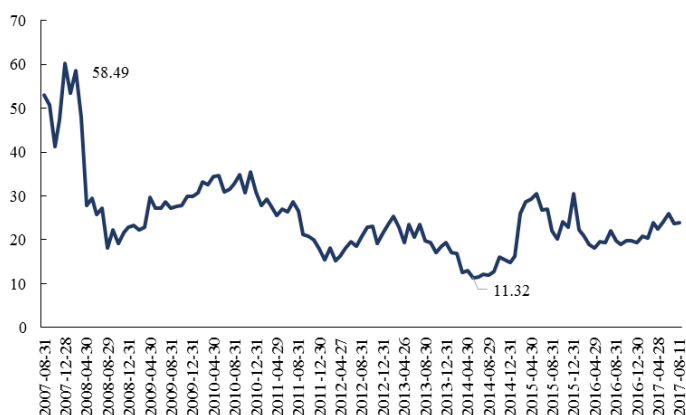
资料来源: Wind、东吴证券研究所

图表 51: 可比公司分析

可比公司	2016 年收入增速	2016 年净利润增速	2017 年预测净利润增速	PE(2016)	PE(TTM)	PE(2017E)
华润双鹤	6.60%	7.14%	17.75%	25.71	23.95	21.22
必康股份	83.94%	9.54%	13.03%	39.82	41.00	29.14
康弘药业	22.18%	4.97%	6.51%	69.93	63.58	53.34
信立泰	9.97%	13.96%	15.64%	24.32	24.00	21.72
济川药业	23.86%	9.34%	12.06%	31.17	27.07	24.15
丽珠集团	15.17%	7.84%	9.60%	34.06	32.22	27.84
科伦药业	9.88%	5.85%	7.12%	41.40	42.54	34.01

资料来源: Wind、东吴证券研究所

图表 52: 公司历史股估值 (TTM) 变化情况



资料来源: Wind、东吴证券研究所

6. 风险提示

1) 行业政策变化风险:

在各地招标进展不确定性, 导致新品种和老品种的区域扩张步伐放缓的风险, 招标方案 and 实际执行依然存在着很大的不确定性, 在各地财政紧张的情况下, 不排除再次出现最低价中标的现象。

2) 生产要素成本 (或价格) 上涨的风险:

原辅材料、人力资源、物流成本等生产要素成本的增长, 导致企业生产和运行成本存在上升的风险。

3) 产品价格风险:

国家进行了多次政策性下调药品价格, 药价呈下降态势。随着国家医疗改革的深入, 在医保控费的大背景下, 受宏观经济、医药环境、行业政策等多方面因素影响, 药品价格可能继续下调, 进而影响公司产品销售价格。

华润双鹤三大财务预测表

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3815	5299	6567	8260	营业收入	5495	5918	6347	6894
现金	1001	2274	3359	4766	营业成本	2576	2704	2896	3092
应收账款	1758	1831	2018	2163	营业税金及附加	93	100	108	117
其它应收款	21	36	25	41	营业费用	1318	1426	1530	1661
预付账款	82	151	99	167	管理费用	650	700	730	793
存货	763	816	875	930	财务费用	-7	-37	-63	-91
其他	191	191	191	191	营业利润	843	1024	1147	1322
非流动资产	3893	3319	2746	2178	营业外损益	64	0	0	0
固定资产	2269	1933	1505	1077	利润总额	907	1024	1147	1322
无形资产	779	897	762	627	所得税	168	154	172	198
其他	845	489	479	474	净利润	739	870	975	1124
资产总计	7708	8618	9313	10438	少数股东损益	25	29	33	38
流动负债	668	861	753	952	归属母公司净利润	714	841	942	1086
应付账款	396	567	464	637	EBITDA	1219	1561	1657	1799
其他	272	294	289	315	EPS (元)	0.82	0.97	1.08	1.25
非流动负债	2	2	2	2	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
其他	2	2	2	2	营业收入增速	6.9%	7.7%	7.3%	8.6%
负债合计	670	863	755	955	归属母公司净利润增速	8.0%	17.8%	12.0%	15.3%
少数股东权益	352	382	415	453	毛利率	53.1%	54.3%	54.4%	55.1%
归属母公司股东权益	6686	7373	8143	9030	净利率	13.5%	14.7%	15.4%	16.3%
负债和股东权益	7708	8618	9313	10438	ROE	10.7%	11.4%	11.6%	12.0%
现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E	ROIC	10.9%	13.8%	16.7%	19.9%
经营活动现金流	771	1390	1194	1514	资产负债率	8.7%	10.0%	8.1%	9.1%
净利润	739	870	975	1124	净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	320	573	573	568	流动比率	5.7	6.2	8.7	8.7
财务费用	-4	-37	-63	-91	速动比率	4.3	5.0	7.3	7.5
营运资金变动	894	1290	1376	1493	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
其它	-1178	-1307	-1667	-1579	应收帐款周转率	3.1	3.2	3.1	3.2
投资活动现金流	163	0	0	0	应付帐款周转率	6.5	5.6	5.6	5.6
其他	163	0	0	0	每股经营现金	1.1	1.9	1.6	2.1
筹资活动现金流	-225	-117	-109	-107	每股净资产	9.7	10.7	11.8	13.1
长期借款	0	-117	-109	-107	P/E	25.90	21.89	19.67	16.99
其他	-225	0	0	0	P/B	2.19	1.99	1.80	1.62
现金净增加额	710	1273	1085	1407	EV/EBITDA	12.02	8.60	7.46	6.12

数据来源: Wind、东吴证券研究所

7. 附录：华润双鹤部分产品中标情况

图表 53：复方利血平氨苯蝶啶片历年中标情况

省份	年份	中标价
辽宁	2017	1.3
上海	2017	1.3
北京	2016	1.15
海南	2016	1.23
陕西	2016	0.81
云南	2016	1.3
福建	2015	1.18
甘肃	2015	1.15
江西	2015	1.2
浙江	2015	0.82
山西	2015	1.19
海南	2014	0.82
吉林	2014	0.83
江西	2014	1.23
内蒙古	2014	1.3
山东	2014	0.83
北京	2013	0.83
贵州	2013	0.84
青海	2013	0.82
陕西	2012	0.84
河北	2011	0.8
四川	2011	0.8
河北	2010	0.86
上海	2010	0.81
重庆	2010	0.85
山东	2009	0.83
天津	2008	0.83

资料来源：药智网、中标网、东吴证券研究所

图表 54：氨氯地平历年中标情况

氨氯地平			公司中标价	
省份	年份	规格	华润赛科	辉瑞制药
黑龙江	2017	5mg	拟中标	拟中标
湖北	2017	5mg	1.24	4.27
四川	2017	5mg	1.24	4.27
浙江	2017	5mg	1.24	4.27
广西	2016	5mg	1.39	4.56
海南	2016	5mg		4.72
内蒙古	2016	5mg	1.32	4.57

山东	2016	5mg	1.29	4.27
陕西	2016	5mg		4.71
上海	2016	5mg		4.45
天津	2016	5mg	1.25	4.27
西藏	2016	5mg	1.80	4.80
安徽	2015	5mg	1.29	
福建	2015	5mg		4.27
甘肃	2015	5mg		4.71
海南	2014	2.55mg		4.73
吉林	2014	5mg		4.70
安徽	2013	5mg	1.75	
河北	2013	5mg	1.83	
湖北	2013	5mg	1.55	4.73
江苏	2013	5mg	1.53	
江西	2013	5mg	1.28	
青海	2013	5mg		4.73
安徽	2012	5mg		4.73
陕西	2012	2.5mg	1.54	4.71
安徽	2011	5mg		4.73
贵州	2011	5mg		4.73
江苏	2011	10mg		4.69
山东	2011	5mg	1.80	4.73
上海	2011	5mg		4.69
云南	2011	5mg		4.73
江西	2010	5mg		4.73
上海	2009	5mg	2.39	

资料来源：药智网、中标网、东吴证券研究所

图表 55: 缬沙坦历年中标情况

缬沙坦			公司中标价		
省份	年份	规格	华润赛科	诺华制药	鲁南贝特
广东	2017	40m			1.73
黑龙江	2017	40m			拟中标
		80m	拟中标	拟中标	拟中标
湖北	2017	40m			1.75
		80m	0.94	5.30	
辽宁	2017	40m			1.70
		80m			2.68
内蒙古	2017	80m	1.25		
宁夏	2017	40m			拟中标
		80m		拟中标	
山东	2017	80m	0.80		

上海	2017	80m	1.94		
四川	2017	40m			1.71
		80m		4.9	
浙江	2017	40m			1.70
		80m	0.80	4.90	
北京	2016	80m	拟中标	拟中标	
广东	2016	40m			1.73
		80m		5.34	
		160m		9.08	
广西	2016	40m			1.74
		80m		5.69	
		160m		9.19	
海南	2016	80m		5.67	
湖北	2016	80m	0.94	5.30	1.75
江西	2016	40m			1.90
		80m		5.69	2.75
内蒙古	2016	80m	1.25	5.28	
宁夏	2016	40m			拟中标
山东	2016	40m			
		80m		4.9	2.68
陕西	2016	80m	1.57	5.56	
上海	2016	80m	2.00	5.33	
天津	2016	80m	拟中标	拟中标	
		160m		拟中标	
西藏	2016	80m	1.38	5.69	
安徽	2015	40m			1.78
		80m	0.98	5.36	
		160m		9.12	
福建	2015	80m		4.90	
甘肃	2015	80m		5.64	
广大	2015	40m			1.73
		80m		5.34	
		160m		9.08	
黑龙江	2015	40m			2.01
湖南	2015	40m			1.70
		80m	1.76	5.69	2.90
宁夏	2015	80m		5.28	
陕西	2015	160m		9.19	
北京	2014	80m	0.80		
广东	2014	40m			1.77
海南	2014	40m			1.96
		80m	1.30		
吉林	2014	40m			2.00

		80m		1.74	3.09
山东	2014	80m		0.80	
新疆	2014	40m			1.93
		80m	2.05	5.69	
安徽	2014	80m	2.70		
北京	2013	40m			2.01
		80m	2.70	5.42	
		160m		9.05	
河北	2013	80m	2.28		
河南	2013	80m	2.00		
湖北	2013	80m		5.63	
江苏	2013	80m	1.03		
江西	2013	80m	1.92		
青海	2013	80m	1.83	5.67	
陕西	2013	80m	1.92		
上海	2013	80m	2.25		
西藏	2013	80m		5.69	
安徽	2012	40m			1.97
		80m		5.68	
青海	2012	80m		5.69	
陕西	2012	80m	1.92	5.67	3.17
安徽	2011	40m			2.01
		80m		5.69	
贵州	2011	80m	1.95	5.69	
河北	2011	80m		5.69	
河南	2011	40m			1.78
江苏	2011	40m			1.78
		80m		5.69	
山东	2011	40m			1.95
		80m	2.17	5.69	
		160m		9.19	
云南	2011	40m			2.00
		80m	2.17	5.69	
甘肃	2010	40m			1.98
		80m	2.48		
河南	2010	40m			1.96
		80m		5.69	
黑龙江	2010	80m	拟中标	拟中标	拟中标
上海	2010	40m			1.87
		80m		5.61	
上海	2009	40m			2.24
		80m	3.00	6.11	
		160m		10.39	

天津	2007	40m			1.83
		80m	2.50	5.73	
		160m		9.19	

资料来源：药智网、中标网、东吴证券研究所

图表 56: 缬沙坦氢氯历年中标情况

缬沙坦氢氯		公司中标价		
省份	年份	华润赛科	诺华制药	江苏万高
广东	2017	2.29		3.15
河北	2017			4.59
湖北	2017	2.41	5.28	3.04
辽宁	2017	2.29	5.28	3.05
宁夏	2017	拟中标	拟中标	拟中标
四川	2017	2.479	5.583	
浙江	2017			3.081
北京	2016	拟中标	拟中标	拟中标
福建	2016			3.04
广东	2016		7.53	3.46
广西	2016	3.72	8.17	6.89
江西	2016			6.30
内蒙古	2016	2.85	7.57	3.80
青海	2016			4.71
山东	2016	2.53	5.28	3.23
上海	2016			3.75
西藏	2016		7.57	
浙江	2016		5.28	
福建	2015	2.29	5.28	
广东	2015			3.46
黑龙江	2015	3.18	6.74	5.39
湖南	2015	3.15	5.70	3.75
云南	2015		5.70	
海南	2014	3.14		6.69
河北	2014		5.89	
吉林	2014		5.7	3.08
江苏	2014		5.43	
新疆	2014		5.7	
安徽	2013	2.80		
北京	2013	2.79	5.70	5.96
河北	2013	3.42		
湖北	2013	2.95	5.70	4.96
江苏	2013	2.65		
江西	2013	4.45		

山东	2013		5.70	
安徽	2012		7.56	
青海	2012	3.4	5.86	
陕西	2012	2.67	5.71	
云南	2012		7.56	7.30
贵州	2011	3.00		6.21
山东	2011	3.57	5.70	
甘肃	2010	4.00	6.83	
河南	2010	5.86		3.60
黑龙江	2010	拟中标	拟中标	拟中标
江苏	2010		7.57	3.34

资料来源：药智网、中标网、东吴证券研究所

图表 57：匹伐他汀中标情况

匹伐他汀			公司中标价				
省份	年份	规格	华润双鹤	日本兴和	江苏万邦	浙江京新	山东齐都
广东	2017	1mg	4.17			5.48	
		2mg	7.09		7.20	9.31	
湖北	2017	1mg	4.45				5.72
		2mg	6.80	7.35			
		4mg		13.82			
江苏	2017	1mg	4.17				
		2mg	6.77	7.35			
辽宁	2017	1mg	4.37		3.68	5.93	6.41
		2mg	6.77	7.46	6.28	9.57	
宁夏	2017	1mg	拟中标		拟中标	拟中标	拟中标
		2mg	拟中标	拟中标	拟中标	拟中标	
		4mg		拟中标			
北京	2016	1mg	拟中标		拟中标	拟中标	拟中标
		2mg	拟中标	拟中标	拟中标	拟中标	
广东	2016	1mg	4.17		3.83		4.54
		2mg	7.09	7.45	6.34		
广西	2016	1mg	6.94		4.43	6.96	6.14
		2mg	10.86	7.83	7.16	11.83	
		4mg		13.82			
内蒙古	2016	1mg	5.20		5.06	6.00	6.17
		2mg	8.81		8.44	10.20	
上海	2016	1mg			5.70		7.26
		2mg			9.69		
		4mg		15.90			
黑龙江	2015	2mg		7.50			
湖南	2015	1mg	4.50				

		2mg	6.80			9.83	
上海	2015	1mg	6.94			8.59	
		2mg	9.80			14.63	
云南	2015	1mg				5.48	
		2mg				9.31	
海南	2014	1mg	5.60		4.96		
		2mg	8.78	7.55	8.20		
湖北	2014	1mg	5.20				
		2mg	8.74				
吉林	2014	1mg			3.93		
		2mg		7.52	6.68		
山东	2014	1mg			3.83	5.48	5.57
		2mg			6.68		
新疆	2014	2mg	7.6	7.68	7.6		
北京	2013	1mg	6.77				
		2mg	7.58	7.35			
河南	2013	1mg			4.45		
		2mg			7.50		
湖北	2013	2mg		7.58			
山西	2013	1mg	5.04				
		2mg	8.57				
青海	2012	2mg		7.69			
云南	2012	1mg	拟中标				
		2mg		拟中标			
贵州	2011	2mg	9.94				
河北	2011	1mg	5.22				
		2mg	8.40				
山东	2011	1mg	5.57				
		2mg	9.88				
山西	2011	2mg		7.57			
河南	2010	1mg	5.65				
		2mg	9.70	7.70			
黑龙江	2010	2mg		拟中标			
江苏	2010	1mg	5.71				
		2mg	9.86				
江西	2010	2mg	7.83				

资料来源：中标网、药智网、东吴证券研究所

图表 58: 格列硅酮中标情况

格列硅酮		公司中标价	
省份	年份	万辉双鹤	江苏万高
江苏	2017		0.82
辽宁	2017	1.08	0.87

宁夏	2017	拟中标	拟中标
安徽	2016		1.01
北京	2016	拟中标	
福建	2016		0.92
广东	2016	1.08	
海南	2016	1.33	
江西	2016		1.05
内蒙古	2016		0.92
上海	2016	1.15	0.83
西藏	2016	0.95	
甘肃	2015	1.11	
广东	2015	1.08	0.86
黑龙江	2015	1.17	1.01
江西	2015	1.11	拟中标
山西	2015	拟中标	拟中标
云南	2015	1.16	0.92
浙江	2015	1.05	
广东	2014		0.86
海南	2014	1.08	1.04
吉林	2014	1.08	0.93
江西	2014	1.08	
内蒙古	2014	1.15	
新疆	2014	1.11	0.95
北京	2013		1.08
湖北	2013	1.11	1.03
青海	2013	1.11	
山东	2013	1.08	
西藏	2013	1.11	
安徽	2012	1.11	
安徽	2011	1.11	
贵州	2011	1.08	1.04
河北	2011	1.12	
江苏	2011	1.12	
山东	2011	1.11	1.04
陕西	2011	1.17	
上海	2011	1.16	
云南	2011		1.11
甘肃	2010		1.04
河南	2010	1.08	1.22
黑龙江	2010	拟中标	拟中标
江苏	2010	1.17	
江西	2010	1.11	
天津	2010	1.14	0.94

上海	2008	1.23	
----	------	------	--

资料来源：中标网、药智网、东吴证券研究所

图表 59: 珂立苏中标情况

省份	年份	中标价
黑龙江	2017	拟中标
湖北	2017	2774
辽宁	2017	2735
四川	2017	2867
北京	2016	拟中标
广西	2016	2934
内蒙古	2016	2931
山东	2016	2865
西藏	2016	2931
福建	2015	2774
甘肃	2015	2934
陕西	2015	2934
上海	2015	2934
浙江	2015	2787
安徽	2014	3092
贵州	2014	2934
海南	2014	2934
河北	2014	2934
湖北	2014	2920
吉林	2014	2933
山东	2014	2934
北京	2013	2934
江西	2013	2934
青海	2012	2934
云南	2011	3200

资料来源：中标网、药智网、东吴证券研究所

图表 60: 固尔苏中标情况

省份	年份	规格	中标价
湖北	2017	3ml	5623
辽宁	2017	1.5ml	3387
		3ml	5653
山西	2017	1.5ml	拟中标
		3ml	拟中标
四川	2017	1.5ml	3441
		3ml	5833

北京	2016	1.5ml	拟中标
		3ml	拟中标
广西	2016	1.5ml	3451
		3ml	5919
内蒙古	2016	1.5ml	3450
		3ml	5875
西藏	2016	3ml	6100
福建	2015	1.5ml	3391
		3ml	5623
浙江	2015	3ml	5623
海南	2014	1.5ml	3451
		3ml	5919
吉林	2014	1.5ml	3450
		3ml	5918
安徽	2013	1.5ml	3751
		3ml	6376
北京	2013	1.5ml	3451
		3ml	5919
甘肃	2013	3ml	5919
贵州	2013	3ml	5919
湖北	2013	1.5ml	3679
		3ml	6390
青海	2012	1.5ml	3451
陕西	2012	1.5ml	3451
		3ml	5919
贵州	2011	1.5ml	3451
山东	2011	1.5ml	3451
		3ml	5919
山西	2011	1.5ml	3451
		3ml	5919
云南	2011	1.5ml	3831
		3ml	6700
甘肃	2010	1.5ml	3451
河北	2010	1.5ml	3451
		3ml	5919

资料来源：中标网、药智网、东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

