

双管齐下业绩持续提升，鹤发童颜低估优质标的

——华润双鹤（600062）深度报告

2016年10月24日

强烈推荐/首次

华润双鹤

深度报告

报告摘要：

公司目前已基本完成从输液龙头到化药平台的华丽转型，未来将重点发展制剂板块。在不考虑任何外延式发展的前提下（已写入经营计划），公司2017年PE为19倍，若按照经营计划，在外延式上实现有效突破，对应2017年PE将更低，公司业绩和估值在存量和弹性上皆具看点，我们认为公司近两年有望实现双击，强烈推荐！

- ◆ **业绩存量：**我们预计公司收入端将保持 **10-15%稳健增长**，其中制剂板块增速超过20%（大品种降压0号低价药政策红利保持10%增速，匹伐他汀培育期50%增速，儿童药政策倾向珂立苏15%增速，赛科优质品种穗悦30%增速，压氏达10%增速），输液板块有所好转，增速5%左右（结构调整、BFS放量）。
- ◆ **业绩弹性：**若公司匹伐他汀（11省增补）和珂立苏（儿童药）进入**医保目录**，则两个品种都有望实现收入翻倍增长，迅速成为4-5亿级别品种，带来巨大弹性。**外延并购**是公司未来另一大看点（已写入经营计划），外延并购将为公司业绩带来新的盈利点，对业绩增厚影响较大。0号持续提价仍有较大空间，有望提供业绩弹性。
- ◆ **估值存量：**公司业务结构改善，公司非输液产品收入、毛利占比均显著提升。而在输液业务中，毛利率较高的治疗、营养输液占比明显提升，而在基础输液中直软、817、BFS等软包产品占比又得到提升，**应为公司存量业务带来估值上的提升。**
- ◆ **估值弹性：**华润医药整体上市在即，经营层面有望持续改善，公司是**儿童药、制剂出口两大主题相关标的**，应享受更高估值。

公司盈利预测及投资评级：预计公司2016-18年营收分别为58.33、65.43和74.11亿元，归属于上市公司股东净利润分别为7.35、8.95和10.29亿元，增速分别为11.13%、21.80%、15.02%，EPS分别为1.01元、1.24元和1.42元，对应PE分别为23X、19X和16X。不考虑外延，根据分部估值法，输液部分（预计1.8亿左右利润）给予15-20倍估值，制剂部分（预计7.2亿左右利润）给予25-30倍，合理市值在207-252亿之间，按中性估计，给予公司6个月目标价31.8元，首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4,280.96	5,138.40	5,832.59	6,543.00	7,410.60
增长率(%)	-37.36%	20.03%	13.51%	12.18%	13.26%
归母净利润(百万元)	541.91	661.06	734.62	894.76	1029.14
增长率(%)	-37.76%	22.29%	10.77%	21.81%	15.04%
净资产收益率(%)	9.54%	10.83%	10.75%	11.58%	11.76%
每股收益(元)	0.95	0.91	1.01	1.24	1.42
PE	24.22	25.16	22.64	18.59	16.16
PB	2.31	2.72	2.43	2.15	1.90

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

胡偲碧

010-66554044

hurb@dxzq.net.cn

缪牧一

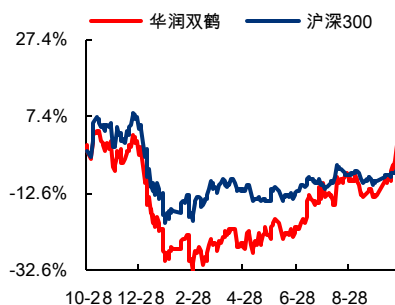
010-66554035

miaomy@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	15.36-24.61
总市值(亿元)	166.34
流通市值(亿元)	131.26
总股本/流通A股(万股)	72447/57170
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.03

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《东兴证券—华润双鹤（600062）深度报告：非输液产品放量，大输液产品步入新的景气周期—20131025》2013-11-05

目录

1. 业绩论述：存量优质品种稳健增长，医保目录与外延并购带来巨大弹性	4
1.1 业绩存量拆分：三大平台多个优质品种，未来看点颇多	4
1.1.1 核心品种降压 0 号受益于低价药政策红利保持 10%左右增速.....	6
1.1.2 匹伐他汀正值培育期，销售收入有望保持 50%以上.....	8
1.1.3 儿童药行业利好多，珂立苏有望迎来发展“第二春”，增速重回 15%.....	9
1.1.4 内分泌降糖品种糖适平重拾双位数增长，终端发力值得期待.....	11
1.1.5 收购赛科和利民获得多个优质品种，为后续增长带来动力.....	12
1.1.6 BFS 放量带动输液业务平稳增长.....	13
1.2 业绩弹性来源：医保目录调整和外延并购如果落地将为双鹤带来巨大业绩弹性	14
1.2.1 匹伐他汀和珂立苏有进入国家医保目录的潜质.....	14
1.2.2 化药平台有望受益与并购整合带来的新盈利点.....	14
2. 估值论述：存量与弹性均发生剧烈变化的低估值标的	15
2.1 估值存量拆分：业务结构明显优化，存量估值应获提升	16
2.1.1 制剂业务占比显著提升，整体业务拐点向上.....	16
2.1.2 输液版块内部由低毛利向高毛利业务变化，基础输液、塑瓶比重显著下降.....	18
2.2 估值弹性来源：华润医药整体上市在即，二胎概念、制剂出口两大主题相关标的，估值弹性明显提升。	19
2.2.1 华润医药整体上市，带来内生外延积极影响.....	19
2.2.2 布局儿科用药领域，享受二胎新生儿增多及政策红利.....	20
2.2.3 国际化持续推进提升公司整体估值.....	22
3. 盈利预测及估值	23
4. 风险提示	23

表格目录

表 1:降压 0 号中标价格及提价幅度.....	7
表 2:双鹤匹伐他汀占北京地区心血管药物市场份额及排名	8
表 3:匹伐他汀中标价格对比.....	9
表 4:糖适平中标价格情况对比.....	12
表 5:赛科和利民优质品种概览.....	13
表 6:匹伐他汀进入地方医保情况.....	14
表 7:公司估值拆分.....	16
表 8:输液按用途分类.....	18
表 9:儿童药领域重点红利政策.....	22
表 10:儿童药相关标的及估值(Wind 一致预期).....	22
表 11:制剂出口相关标的及估值(wind 一致预期).....	23

插图目录

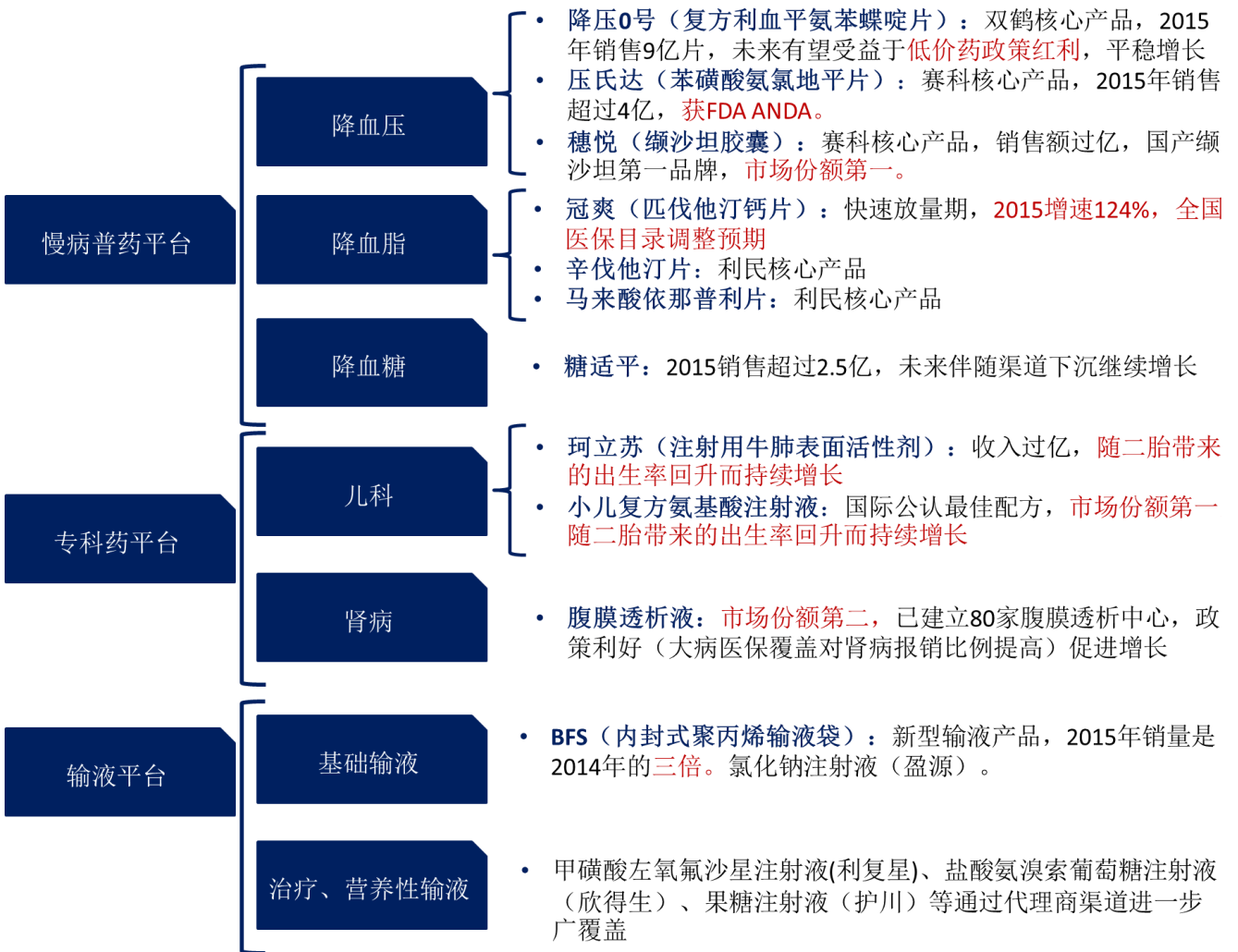
图 1:双鹤三大平台各产品线核心产品看点概览.....	4
图 2:华润双鹤收入结构变化.....	5
图 3:双鹤各产品线收入占比.....	5
图 4:双鹤各产品线毛利占比.....	5
图 5:降压 0 号销售收入及增速.....	6
图 6:降压 0 号平均用药金额仍有 2 倍以上提升空间.....	7
图 7:匹伐他汀销售收入及增速.....	8
图 8:公司儿科用药收入及增速.....	10
图 9:珂立苏销售收入及增速.....	11
图 10:糖适平销量及增速.....	12
图 11:公司输液板块收入增速及毛利率变化.....	13
图 12:华润双鹤 5 年 PE Band (TTM)	16
图 13:华润双鹤收入构成 (2011-2016H1)	17
图 14:华润双鹤毛利构成 (2011-2016H1)	18
图 15:华润医药上市主要时间节点.....	20
图 16:华润医药整体上市募集资金用途 (百万港元)	20
图 17:人口出生率变化情况 (1952-2015)	21

1. 业绩论述： 存量优质品种稳健增长，医保目录调整与外延并购带来巨大弹性

1.1 业绩存量拆分： 三大平台多个优质品种，未来看点颇多

华润双鹤是华润集团医药板块旗下的化学药+生物药平台。在 2015 年并购赛科药业和济南利民之后，形成了“1+1+6”的业务布局，即一个慢病业务平台，一个输液业务平台，心脑血管、儿科、肾科、精神/神经、麻醉镇痛、呼吸六个专科领域，拥有拥有降压 0 号、压氏达、穗悦、冠爽、糖适平、珂立苏、BFS 输液、利复星等销量过亿产品（图 1）。

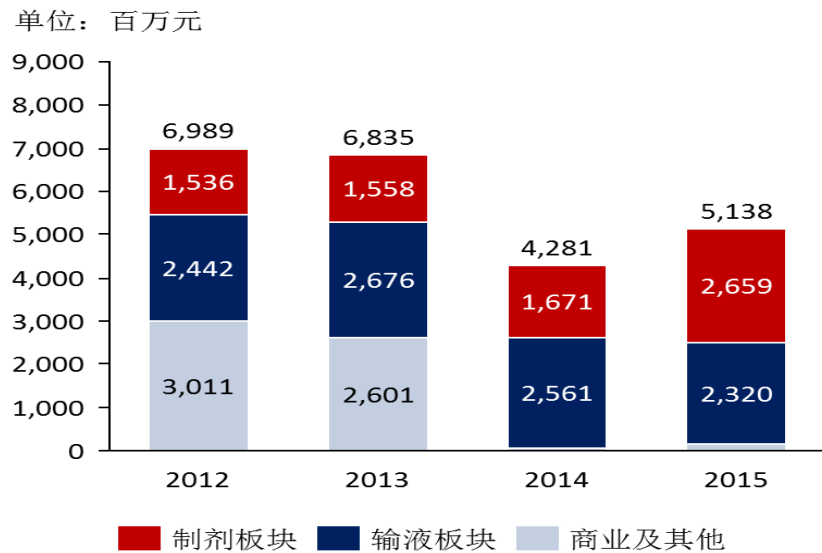
图 1:双鹤三大平台各产品线核心产品看点概览



资料来源：公司公告，公司年报，东兴证券研究所

从公司收入结构来看, 制剂板块收入占比在 2015 年已经超过 50% (图 2), 未来可能会持续增加。制剂板块收入有望维持 20% 以上增速, 输液板块增速 5-10%。

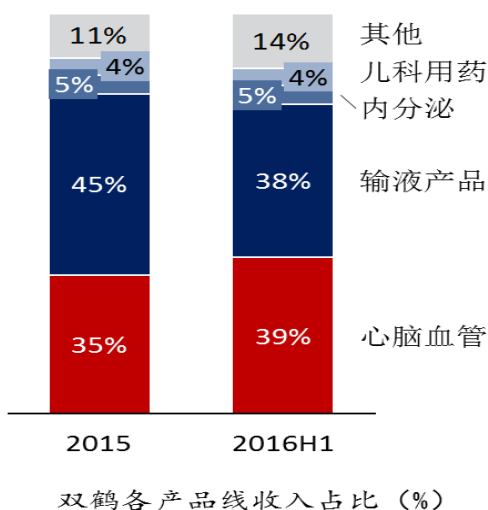
图 2: 华润双鹤收入结构变化



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

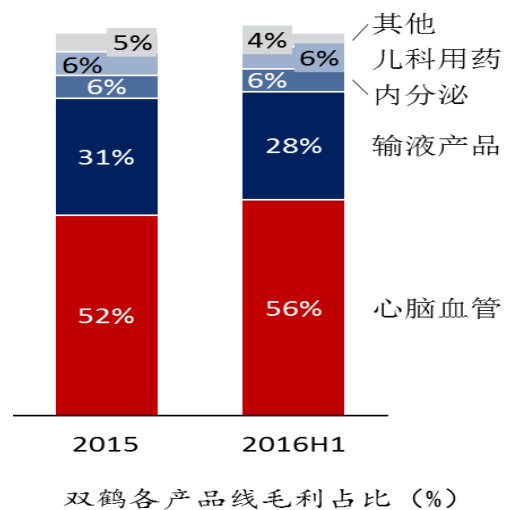
分板块来看收入和毛利占比趋势的变化, 从 2015 年到 2016 年上半年, 公司输液板块收入占比仍在下降, 2016 年上半年已经低于心脑血管板块, 心脑血管板块已成公司最主要毛利贡献来源。(图 3、图 4)

图 3: 双鹤各产品线收入占比



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 4: 双鹤各产品线毛利占比



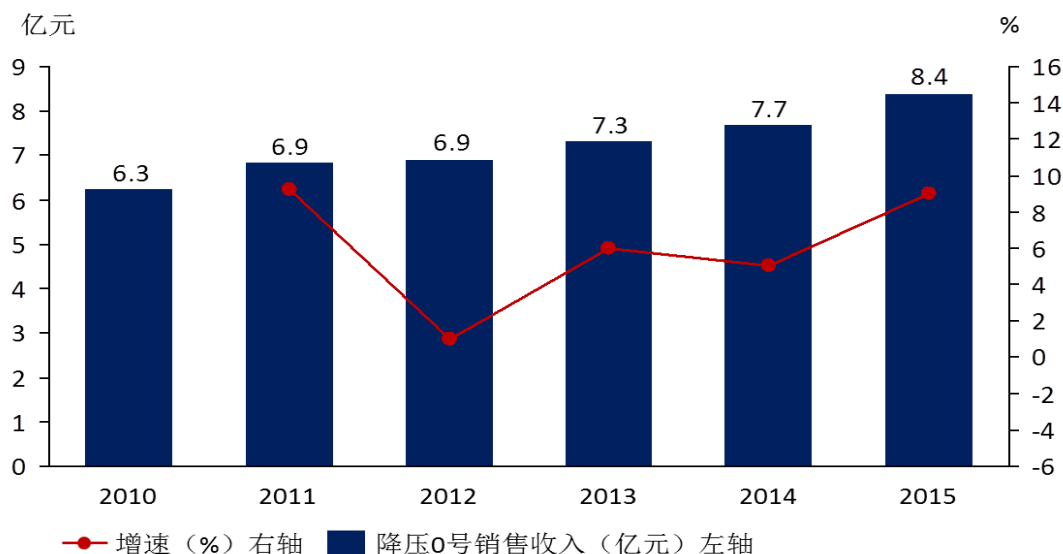
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

我们认为双鹤核心产品降压 0 号未来将受益于低价药政策红利而平稳增长，随着糖适平、冠爽、压氏达等产品的进一步放量，及二胎带来的出生率增长对公司儿童药板块的拉动，公司制剂业务有望保持 20% 增速，从而带动公司整体业绩增长。目前双鹤业绩呈现持续回暖向好的趋势，多个品种看点颇多。

1.1.1 核心品种降压 0 号受益于低价药政策红利保持 10% 左右增速

公司主要毛利贡献来自心脑血管药物，而心脑血管药物中最大的品种为降压 0 号（复方利血平氨苯蝶啶片），作为一种复方制剂，其组份为氢氯噻嗪、氨苯蝶啶、硫酸双肼屈嗪、利血平。其降压有效率高、避免低钾血症、利血平含量低适合患者长期服用、价格合理。入选国家基本药物目录以及《国家低价药目录》。公司降压 0 号是公司成熟期产品，近年来销售收入随着渠道下沉和终端的持续优化，仍然持续增长。2015 年销售收入 8.4 亿元，增速为 9%（图 5）。

图 5: 降压 0 号销售收入及增速



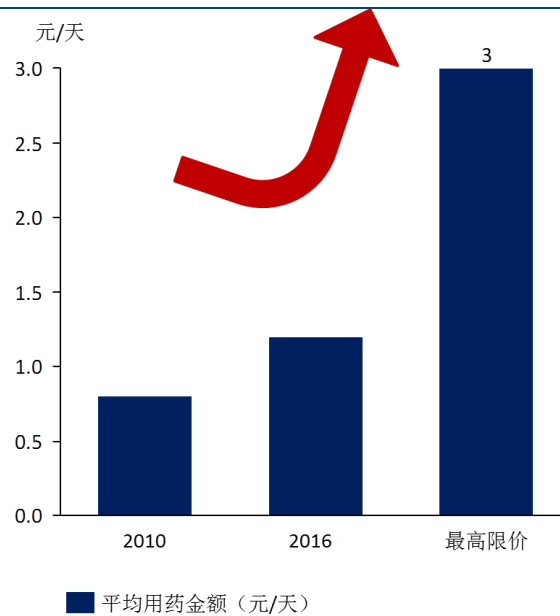
资料来源：公司年报、东兴证券研究所

降压 0 号属于低价药，2014 年八部门联合发布《关于做好常用低价药品供应保障工作的意见》，取消低价药最高限价以及将低价药使用情况纳入医院绩效考核，低价药迎来暖春，受益于国家低价药政策保护和红利，降压 0 号价格不但维稳，反而略有提升。2016 年相较于 2015 年，以江西为例，2015 年中标价格为 1.23 元/片，2016 年为 1.30 元/片，提价 6%。上海 2010 年到 2016 年中标价格从 0.81 元/片提升至 1.30 元/片，提价 60%（表 1）。若降压 0 号未来销量保持稳中有升，则销售收入增速有望重回双位数增长。国家低价化药最高限价为 3 元/天（图 6），未来受益政策红利，降压 0 号仍有增长空间。

表 1: 降压 0 号中标价格及提价幅度

省份	规格	时间	价格（元）	均价（元/片）	年均提价幅度
上海	30 片	2010 年	24.37	0.81	10.1%
		2016 年	39.12	1.30	
江西	10 片	2015 年	12.3	1.23	6.0%
		2016 年	13.04	1.30	
	30 片	2015 年	36.9	1.23	6.0%
		2016 年	39.12	1.30	
湖北	10 片	2010 年	8.69	0.87	8.3%
		2016 年	13.04	1.30	
	30 片	2010 年	25.04	0.83	6.7%
		2016 年	35.12	1.17	

资料来源：米内数据库，东兴证券研究所

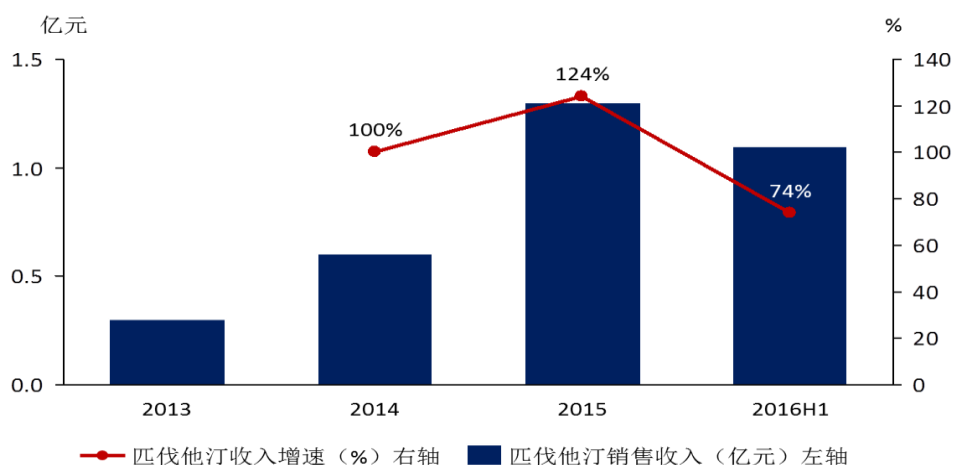
图 6: 降压 0 号平均用药金额仍有 2 倍以上提升空间


资料来源：东兴证券研究所

1.1.2 匹伐他汀正值培育期，销售收入有望保持 50%以上

匹伐他汀是一种“超级他汀”，具有大品种潜质。2003 年在日本开发上市，2008 年华润双鹤的首仿药“冠爽”在国内上市。匹伐他汀既能降低胆固醇，又能降低甘油三酯，其作用远强于辛伐他汀、普伐他汀、氟伐他汀和洛伐他汀等，具有典型的低剂量、高疗效和副作用小的特点。双鹤为国内首家生产商占尽市场先机，上市以来一直保持较高增速，2015 年销量 2656 万片，增速 124%，销售收入过亿，增长势头迅猛，2016 年上半年增速 74.1%（图 7）。未来 2-3 年有望持续随着市场入达到 5 亿收入规模，为公司收入和业绩做出突出贡献。

图 7:匹伐他汀销售收入及增速



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

以北京为例可以看出匹伐他汀的加速放量（表 2），2015 年 3 季度，匹伐他汀在北京地区所有心血管药物中占到 2.59% 市场份额，排名第十名，2016 年 Q1 市场份额迅速提升至 3.48%，排名第五，增速惊人。

表 2:双鹤匹伐他汀占北京地区心血管药物市场份额及排名

季度	匹伐他汀占有心血管系统药物市场份额	排名
2015Q3	2.59%	10
2015Q4	3.02%	8
2016Q1	3.48%	5

资料来源：米内数据库，东兴证券研究所

2016 年上半年，公司潜力产品匹伐他汀进入河北省新农合增补报销药物名录，标志着基层市场得到进一步开拓，匹伐他汀目前中标价格略有下降（表 3），未来随着广阔市场的进一步开发，有望继续维持 50% 以上高速增长。

表 3:匹伐他汀中标价格对比

省份	规格	时间	价格（元/片）	年均降价幅度
广东	2mg	2015 年	7.09	0%
		2016 年	7.09	
湖南	1mg	2010 年	5.16	6.4%
		2014 年	5.16	
	2016 年	4.5		
	2mg	2014 年	7.49	
江西	1mg	2010 年	5.59	2.2%
		2016 年	4.84	
	2mg	2010 年	9.94	3.55%
		2016 年	7.82	

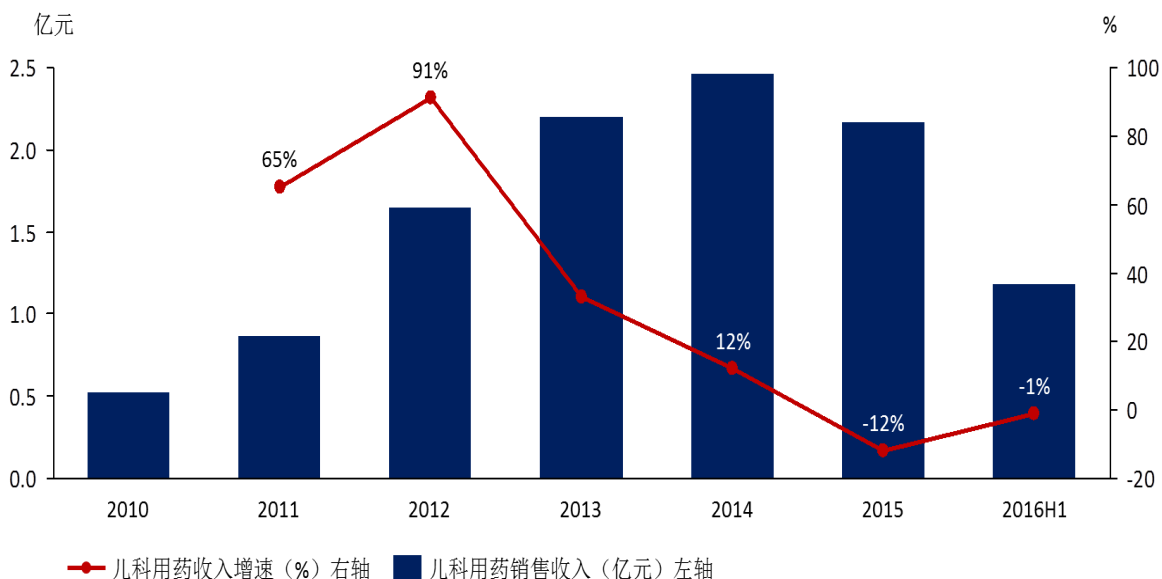
资料来源：东兴证券研究所

1.1.3 儿童药行业利好多，珂立苏有望迎来发展“第二春”，增速重回 15%

公司高度关注儿科用药领域，近年来收入占比逐渐增高，纵观公司近年来儿科用药收入及增速变化（图 8），可以看出 2010-2013 年，公司儿科用药实现快速发展和高速增长。2014-2015 年收入增速开始下滑，尤其是 2015 年因新生儿出生率下降（羊年生育低谷）、招标及二次议价等因素影响出现销量下滑，销售收入下降的情景，影响了公司的整体收入。但从 2016Q1 数据可以看出，公司儿科用药已呈现回暖好转趋势。儿童药板块主要包括珂立苏（新生儿窘迫领域市场份额第二）和小儿氨基酸注射液（儿童营养输液中市场份额第一），未来业绩增长点主要来自珂立苏。

珂立苏是由首都儿科研究所和华润双鹤药业共同研制开发的肺表面活性物质，用于治疗新生儿呼吸窘迫综合症（RDS，又称肺透明膜病），是中国唯一自主研发的外源性肺表面活性物质，2005 年上市后得到了广大新生儿专家、围产专家的支持和认可，打破了新生儿呼吸窘迫综合征治疗领域处于进口药品垄断的局面，大大降低了我国新生儿 RDS 的病死率。

图 8:公司儿科用药收入及增速



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

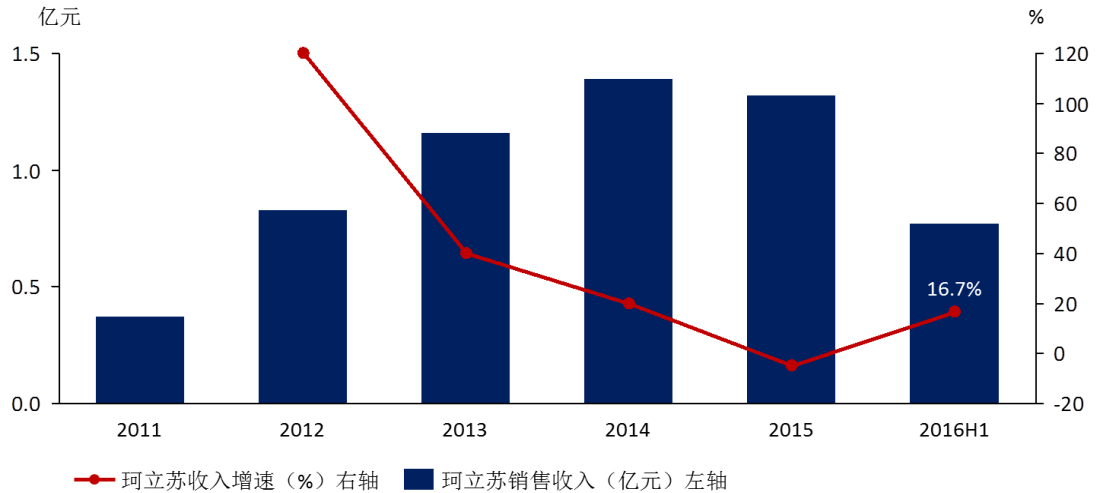
我们认为二胎带来的生育高峰+发病率增高+儿童药政策将促进珂立苏迎来第二春。增速有望重回 15%以上。

下一波婴儿潮即将到来：我国出生率对于政策的依赖性是很强的，1970 年随着计划生育政策的出台，出生率是陡然下降的，但是在 1982 年前后出台的照顾农村地区生二胎政策，让出生率又再次上升，并在 1986 年前后到达有一次高峰。随着政策的严厉，和执行政策的深入，我国的人口出生率又再一次进入了持续而又缓慢的下降趋势中。2002 年，“双独二胎”政策的施行，让人口出生率稳定在了 12%左右，遏制住了出生率下降的趋势。随着 2015 年底全面二胎政策的推行，出生率会相应提高。另外上一次婴儿潮 80 后一代也到了结婚生子的年纪，可以预见婴儿潮即将到来。

RDS 发病率增高：研究表明，早产儿 RDS 发生率及死亡率与足月儿相比差异显著；孕周越小，发病率及死亡率越高。随着现代都市生活节奏的加快、生活压力的加大以及大龄产妇的大量增加，我国早产儿占新生儿的比例不断提高，逐渐接近欧美等发达国家（美国 7.1% ~ 17.1%）。我国早产儿比率相比于 1988 年 5% 的水平已经上升了一倍，目前每十个婴儿就有一个是早产，而且出生时的胎龄也越来越小，出生体重越来越轻。预计未来 RDS 发病率较现在比还将有增加。

儿童药政策利好：目前我国儿童药品种类少，缺口大，国家对儿科领域的重视程度与日俱增，政策红利将逐步释放。

图 9:珂立苏销售收入及增速



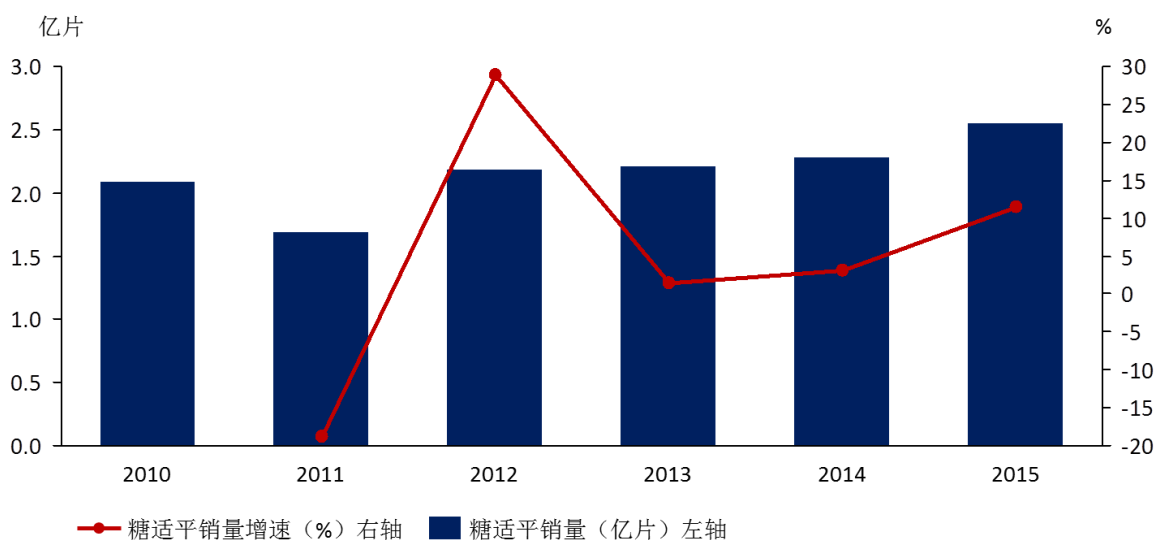
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

2016 年上半年，珂立苏用于新生儿，应该是直接受益于二胎婴儿数量增多，没有滞后效应，2016 年为全面二胎开放的第一年，公司珂立苏收入端已经呈现明显向好趋势，珂立苏目前已被纳入湖南和湖北两个省份的医保目录。2016 年有望实现 15%-20% 增速。

1.1.4 内分泌降糖品种糖适平重拾双位数增长，终端发力值得期待

糖适平是公司在内分泌领域的主打产品，1991 年通过国际合作，从德国勃林格-殷格翰公司引进的口服降糖药。糖适平以其疗效确切、效果显著，赢得患者良好口碑。糖适平的销量 2011 年有所下降，2012 年受益于公司营销资源整合，克服了销售价格降价 10% 带来的负面影响，实现了 16% 的收入增长，销量增长将近 30%（图 10）。2013-2014 年销量基本保持平稳，2015 年随终端下沉和发力重拾双位数增长。2016 上半年增速 4.2%。糖适平受销售影响较大，未来随着双鹤品种的增多，对渠道的控制能力将进一步增强。糖适平中标价格近年来维持稳定，略有提升（表 4），我们推断未来双鹤内分泌领域将继续收益与渠道下沉，保持 10%-15% 增速。

图 10:糖适平销量及增速



资料来源：东兴证券研究所

表 4:糖适平中标价格情况对比

省份	规格	时间	价格 (元)	年均涨价幅度
海南	30mg*60 片	2013 年	65.4	7%
		2016 年	79.9	
湖北	30mg*30 片	2010 年	33.21	0.65%
		2016 年	34.5	
江西	30mg*30 片	2010 年	36.07	-0.96%
		2016 年	34	
	30mg*60 片	2015 年	65.04	6.09%
		2016 年	69	

资料来源：东兴证券研究所

1.1.5 收购赛科和利民获得多个优质品种，为后续增长带来动力

2015 年，双鹤通过收购进一步获得了华润赛科和济南利民的优质慢病制剂产品。包括赛科的降血压药物压氏达（苯磺酸氨氯地平片）、穗悦（缬沙坦胶囊），利民的降血压药物厄贝沙坦分散片、神经系统药物胞磷胆碱钠片。（表 5）

其中降血压药物压氏达收入体量较大，维持 5-10% 增长。

穗悦收入过亿，增速快，2016H1 增速达 30%，拉动业绩增长。

厄贝沙坦和胞磷胆碱钠片虽然体量较小，但增速较快。可以和公司原有产品线形成协同作用，丰富慢病管理平台。

表 5:赛科和利民优质品种概览

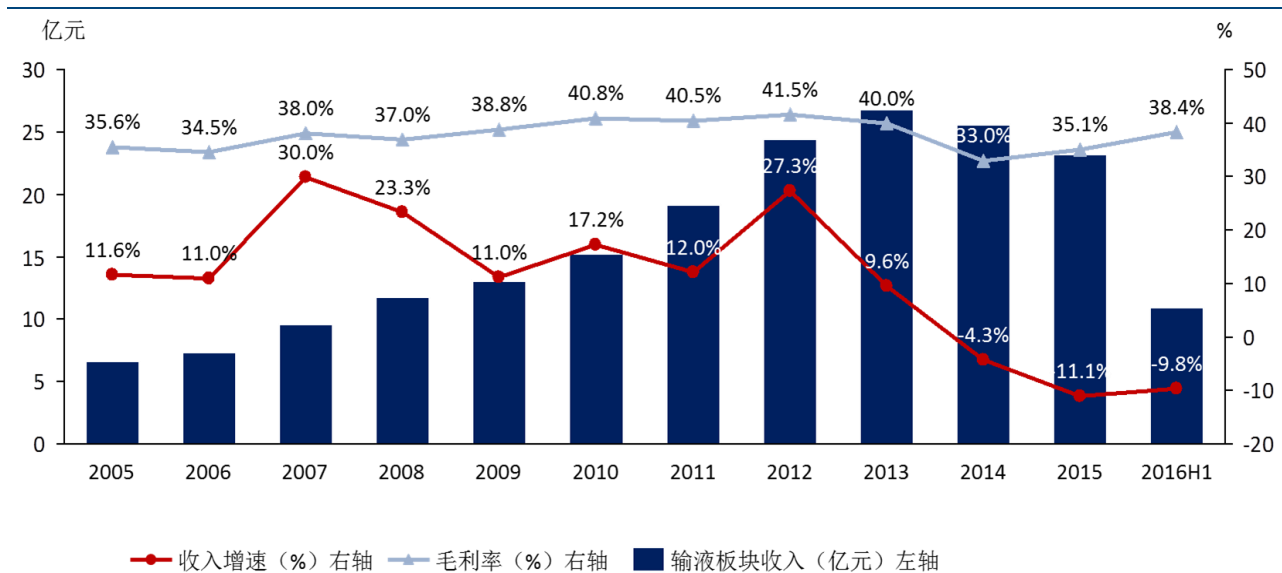
品种	2015 销量 (万片/万粒)	2015 销量增速	2015 销售体量 (亿)	2016H1 收入增速	收入趋势
压氏达	39,007	3.55%	4.29	9.7%	体量大，增速加快
穗悦	15,601	15.34%	1.4	30%+	体量大，增速加快
厄贝沙坦				30%+	快速增长
胞磷胆碱钠片				15%	快速增长

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

1.1.6 BFS 放量带动输液业务平稳增长

受限制输液、限抗等行业因素影响，公司输液板块从 2013 年起增速放缓，2014 年起收入持续下降（图 11）。

图 11:公司输液板块收入增速及毛利率变化



资料来源：东兴证券研究所

2015 年在输液限用和控费的影响下，基础输液价格持续下降，销售收入及毛利率较同期下降。2016 上半年公司输液板收入占比已经下降到 40% 以下，毛利占比下降到 30% 以下，对公司业绩的负面影响也在逐渐减小。2016 年上半年，公司输液板块毛利率有所提升，我们判断是由于产品结构的持续调整和优化。

公司是输液行业龙头，有较强区域竞争优势。公司新型包材 BFS 优势明显，2015 年销量是 2014 年的三倍。2016 年上半年 BFS 技术被写入中国首部《输液安全专家共识》，引领输液安全标准提升。2016 年上半年 BFS 销量也实现 41% 的高速增长。我

们认为公司输液板块不会再出现大幅度下滑，有望通过营养和治疗性输液占比提升以及 BFS 的推广而实现平稳增长。

1.2 业绩弹性来源：医保目录调整和外延并购如果落地将为双鹤带来巨大业绩弹性

1.2.1 匹伐他汀和珂立苏有进入国家医保目录的潜质

截止 2016 年 10 月，双鹤匹伐他汀已进入北京、甘肃、广东、河北、黑龙江、江西、辽宁、山西、天津、新疆、浙江 11 省医保增补目录，2016 年上半年增速 74.1%，有望进入国家目录。若今年年底进入国家医保目录，则明年有望继续维持翻倍增速，短期内销售规模即可达到 5 亿，为公司带来较大业绩弹性。

公司儿童药珂立苏受益于儿童医疗的政策，同样有调入国家医保目录的潜质，若进入医保目录，则增速有望超过 30%，也是 5 亿级潜力品种。

表 6:匹伐他汀进入地方医保情况

	区域	大类	甲乙分类	增补情况
1	北京	循环系统药物	乙	地方增补品种
2	甘肃	循环系统药物	乙	地方增补品种
3	广东	循环系统药物	乙	地方增补品种
4	河北	循环系统药物	乙	地方增补品种
5	黑龙江	循环系统药物	乙	地方增补品种
6	江西	循环系统药物	乙	地方增补品种
7	辽宁	循环系统药物	乙	地方增补品种
8	山西	循环系统药物	乙	地方增补品种
9	天津	循环系统药物	乙	地方增补品种
10	新疆	循环系统药物	乙	地方增补品种
11	浙江	循环系统药物	乙	地方增补品种

资料来源：米内数据库，东兴证券研究所

1.2.2 化药平台有望受益与并购整合带来的新盈利点

双鹤作为华润集团旗下唯一化药+生物药平台，外延并购是公司未来另一大看点，外延并购将为公司业绩带来新的盈利点，对业绩增厚影响较大。

华润赛科业绩承诺：2015 年、2016 年及 2017 年实现的归属于母公司的净利润（以经聘请的审计机构专项审计的合并报表中扣除非经常性损益后的净利润）分别不低于 20,376.65 万元、21,570.88 万元及 23,078.85 万元。2015 年，华润赛科达成业绩，实现的归属于母公司的净利润（以经聘请的审计机构专项审计的合并报表中扣除非经常性损益后的净利润）为 20,464.37 万元。

济南利民业绩承诺：2015年、2016年、2017年各年净利润扣除当年处置固定资产和无形资产的净收益后的金额（以受让方聘请具有证券从业资格的会计师事务所出具审计数据为准），分别不低于6700万元、7730万元、8930万元。

公司已将外延并购写入经营计划，2016年半年报：“公司围绕战略落地，积极开展外延扩张，与战略领域内多家并购对象进行了接触、谈判，力争完成年度并购计划。”，未来外延值得期待。

2. 估值论述：存量与弹性均发生剧烈变化的低估值标的

从历史估值（TTM）的角度来看，公司目前处于过去5年估值水平的中部，但是公司在业务结构（估值存量）以及未来的预期上（估值弹性）实际上都发生了剧烈的变化：

估值存量：业务结构明显优化，存量估值应获提升。

- ◆ 公司业务结构在收购了赛科、利民以后，公司非输液产品（慢病业务及专科业务）收入、毛利占比均显著提升，而慢病业务、专科业务景气度明显高于输液业务，应为公司带来估值上的提升；
- ◆ 而在输液业务中，毛利率较高的治疗、营养输液占比明显提升，而在基础输液中直软、817、BFS等软包产品占比又得到提升，毛利率最低的塑瓶基础输液占比明显下降。

估值弹性：华润医药整体上市在即，儿童药、制剂出口两大主题相关标的，公司应享受更高估值。

- ◆ 华润医药已在10月17日正式公布招股说明书，将于10月28日在港交所开始交易，而公司作为华润医药旗下的化药平台，集团上市后必然对子公司未来的经营情况与业绩有一定要求；另一方面华润医药上市后计划将33.54亿港元用于收购制剂企业，而公司目前帐上也现金十足，外延预期强烈。
- ◆ 公司布局儿童药专科领域，受益于二胎新生儿增多以及近期一系列利好儿童药领域的政策，珂立苏有望进入医保目录。
- ◆ 公司左乙拉西坦片的ANDA申请获得美国FDA批准，是继压士达之后的第二个打入美国市场的产品，为公司海外市场开拓带来积极影响，公司是制剂出口相关标的。

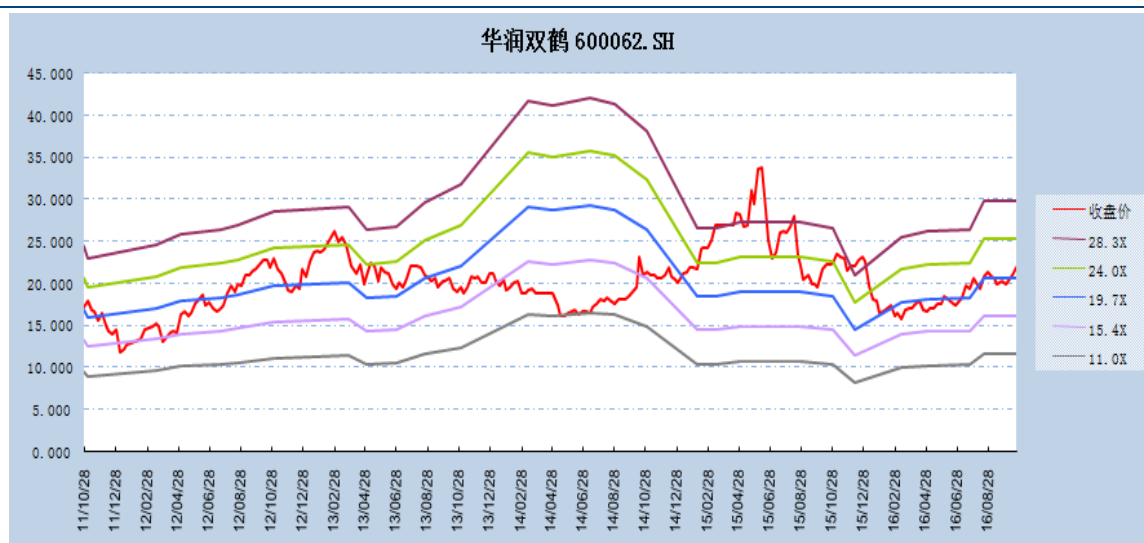
我们认为，在公司估值的存量以及弹性都发生了巨大变化趋势向上的同时，2016年PE仅为23倍左右，2017年估值更是仅为19倍左右，在此估值切换临近的时间节点，我们认为在不考虑公司外延的基础上，公司合理市值在207亿-252亿之间，最保守估计向上空间至少25%。若按照经营计划，外延有实质有效突破，公司业绩估值有望迎来双击，强烈推荐！

表 7:公司估值拆分

业务	预计 2017 年净利润（亿）	合理估值区间	保守估计（亿）	乐观估计（亿）
输液版块	1.8	15-20	27	36
制剂版块	7.2	25-30	180	216
合计	9	23-28	207	252

资料来源：东兴证券研究所

图 12:华润双鹤 5 年 PE Band（TTM）



资料来源：wind, 东兴证券研究所

2.1 估值存量拆分：业务结构明显优化，存量估值应获提升

2.1.1 制剂业务占比显著提升，整体业务拐点向上

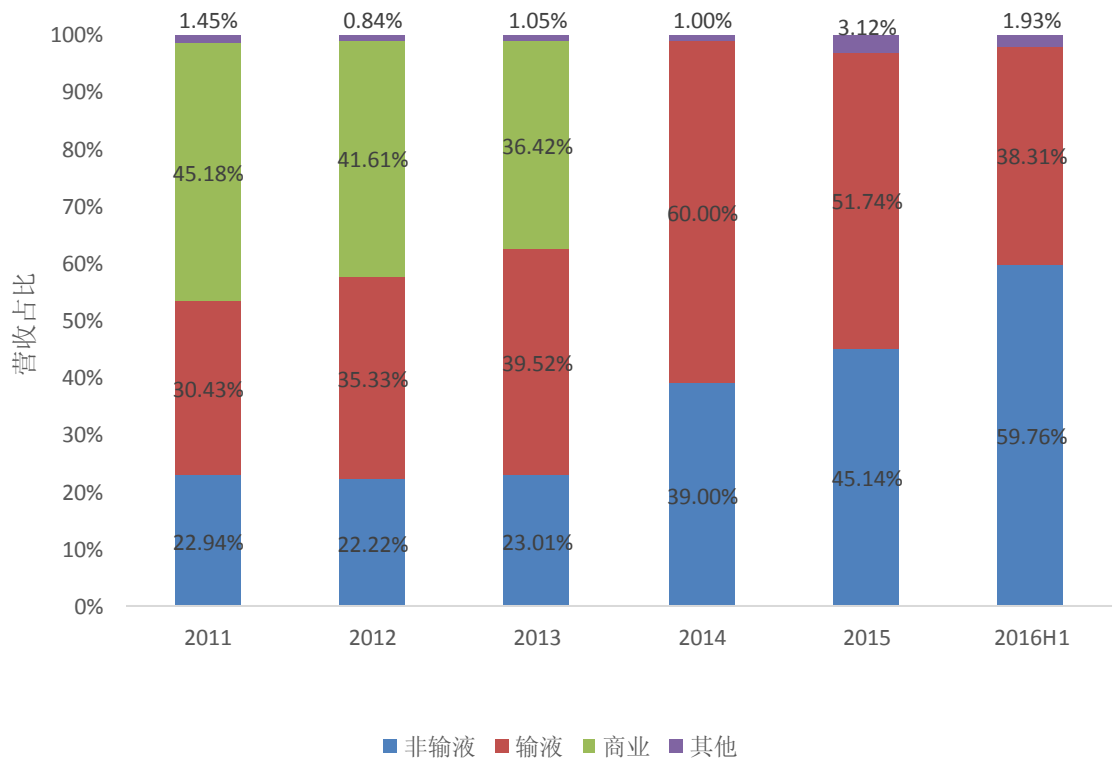
近年来，受到政策扰动的负面影响，从行业性的医保控费、招标降价到对输液行业直接影响的限抗、限输、限辅助用药，而公司作为输液行业龙头之一，关注度以及估值受到输液行业相对不景气的影响一直较低，但是近年来，公司业务结构发生了巨大的变化（尤其在 2015 年底收购赛科、济民之后）：

- ◆ **从收入端来看：**公司制剂业务收入占比逐年提高，在 2016 年中报时已占比 59.76%。
- ◆ **从毛利端来看：**公司制剂业务毛利占比逐年提高，在 2016 年中报时已占比 69.71%，并带动公司整体毛利率提升至 51.88%。

我们认为，公司在收入及毛利的结构上均发生了巨大的变化，制剂净利润占比预计已达80%左右，而公司制剂板块主要在心脑血管、内分泌（两大慢病领域）、儿科（受益二胎及儿童药政策利好）、肾科（腹透）等高景气度子领域，理应给予更高的估值。

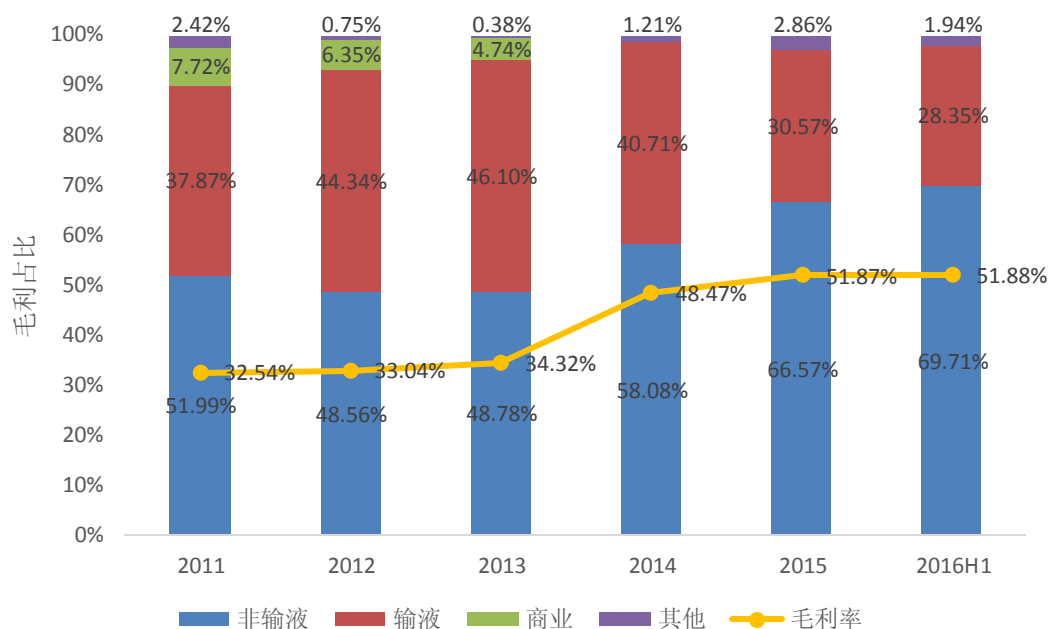
【注：因赛科为同一控制下企业，报表应向前追溯，但我们在考虑估值时应考虑当时的情况，同时也缺少相关数据，故我们在下图收入及毛利结构中未进行追溯】

图 13:华润双鹤收入构成（2011-2016H1）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所（注：未向前追溯并表赛科、利民的影响）

图 14: 华润双鹤毛利构成（2011-2016H1）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所（注：未向前追溯并表赛科、利民的影响）

2.1.2 输液版块内部由低毛利向高毛利业务变化，基础输液、塑瓶比重显著下降

公司不仅在整体业务上进行了结构调整，在输液版块内部同时也进行了结构调整，并进行降本增效，输液版块已经企稳向好。

公司输液业务可以按用途或者包材划分，从这两个角度出发，公司输液业务均在由低毛利向高毛利业务变化：

- ◆ **按用途划分：**按照输液的用途一般可以分为电解质输液（基础输液）、营养输液、治疗性输液、胶体输液等。因为基础输液毛利率较低，公司一般将输液业务分为基础输液以及非基础输液，目前公司营养、治疗性输液占输液整体比重由2011年的16.57%提升至目前的25%左右。

表 8: 输液按用途分类

类型	介绍	例子
电解质输液	用以补充体内水分、电解质，纠正体内酸碱平衡等。	氯化钠注射液、葡萄糖注射液、乳酸钠注射液等
营养输液	用于不能口服吸收营养的患者	氨基酸输液、脂肪乳输液等
治疗性输液	含有治疗药物的输液	替硝唑、苦参碱等输液
胶体输液	用于调节体内渗透压	右旋糖酐、淀粉衍生物等

资料来源：公开信息，东兴证券研究所

- ◆ **按包材划分：**按照输液的包材一般可以分为玻瓶、塑瓶、非 PVC 软袋、直立式软袋以及 BFS，其中玻瓶、塑瓶毛利较低。我们估算，公司过去业务中塑瓶占比高达接近 80%，而在降价之后塑瓶是难以为公司贡献利润的。从今年的情况来看，塑瓶占比已经下降到了仅有 40%左右，软袋上升到了占比约 20%，817、纸软的占比更是接近 30%，高毛利的品种占比明显提升。同时，公司是国内唯一拥有 BFS（吹塑-灌装-封口三位一体）生产工艺的企业，毛利水平大幅高于其他包材，目前暂时性受制于招标无法放量，随着各省招标推进，今、明两年有望逐步放量，参考欧洲输液 50%以上使用该包材，未来空间巨大。

尽管受到政策负面影响，公司输液业务在 2016 年中报收入端同比下降 9.80%，但是公司通过降本增效，成本端下降 14.25%，整体毛利率增加 3.19 个百分点，输液业务毛利较去年基本持平。公司今年上半年大输液版块减员 1400 多人，基础输液人均产值同比提高 13.3%。由于减员产生一定费用，人力成本的下降将在未来业绩上进一步体现。

综上，我们认为公司存量业务上发生了巨大的变化，相较于过去由相对的低景气度输液板块向制剂版块变化，同时输液版块通过调整业务结构、降本增效等方式趋势向好，存量估值应有所提升。

2.2 估值弹性来源：华润医药整体上市在即，二胎概念、制剂出口两大主题相关标的，估值弹性明显提升。

2.2.1 华润医药整体上市，带来内生外延积极影响

华润医药 10 月 17 日已发布招股说明书，10 月 28 将于港交所开始交易，时间上已经非常临近。我们认为，华润医药整体上市将为公司带来内生、外延两方面的积极影响，也将为公司带来估值弹性：

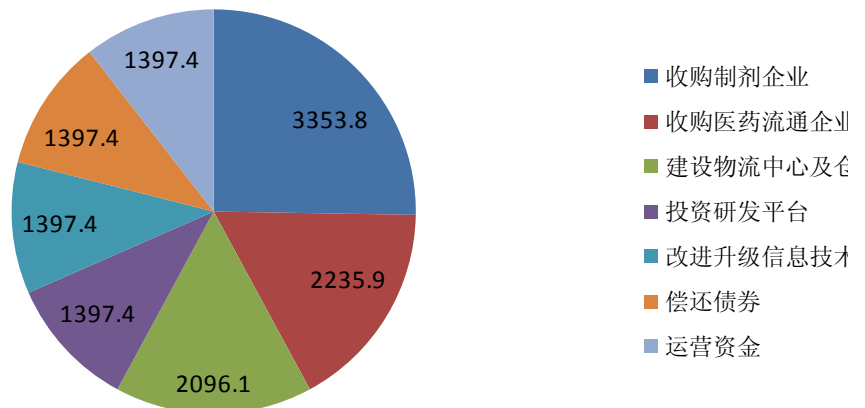
- ◆ **内生：**华润医药整体上市大概率将给公司定下经营效率及业绩方面的考核，国企改革预期强烈，而公司目前对输液版块的内部调整即能体现一部分国企改革将带来的积极影响，未来内生增长有望。
- ◆ **外延：**公司作为华润医药的化药平台，外延预期愈加强烈。华润医药上市后计划用港币 33.54 亿元用于收购中国生物药品、中药、营养保健品及化学药品的制造商及选择性地收购或投资专注心血管系统、中枢神经系统、肿瘤科及呼吸系统等领域的制造商。从招股说明书中可以看到，在寻求收购的时候，华润医药一般收购目标的交易规模不少于 5000 万元人民币，有望给公司带品种上的补充以及业绩上的支撑。

图 15:华润医药上市主要时间节点



资料来源：华润医药招股说明书、东兴证券研究所

图 16:华润医药整体上市募集资金用途（百万港元）



资料来源：华润医药招股说明书、东兴证券研究所

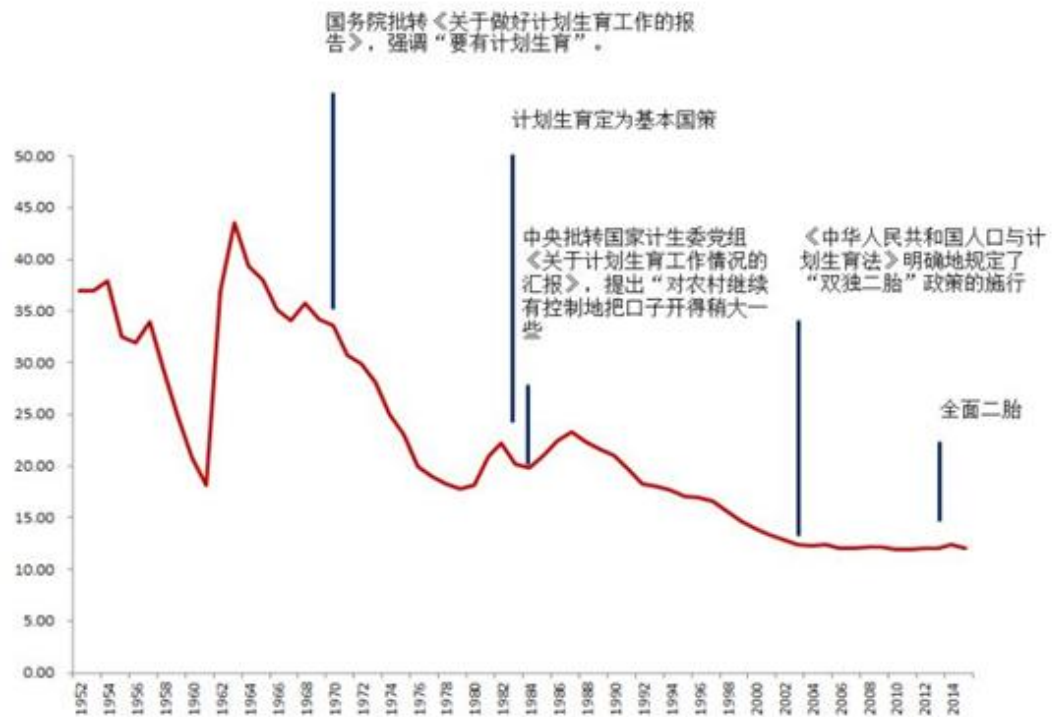
2.2.2 布局儿科用药领域，享受二胎新生儿增多及政策红利

公司布局儿科用药领域，目前重点品种拥有珂立苏（治疗新生儿呼吸窘迫）及小儿氨基酸（儿童）。近年来，儿童药领域受益于二胎新生儿增多预期及各种政策红利，行

业景气度较高，估值提升明显（儿童药领域公司 2016PE 普遍在 30 倍以上），公司儿科用药领域的布局理应匹配更高估值。

- ◆ **二胎新生儿增多：**从 1952 年至 2015 年中国人口出生率的变化情况来看，随着计划生育政策出台，人口出生率是陡然下降的，但是在 1982 年前后出台的照顾农村地区生二胎的政策，让人口出生率再次上升，并在 1986 年达到峰值。随着计划生育政策逐渐严厉，政策执行也逐渐深入，人口出生率进入了持续而缓慢的下降趋势中。到 2002 年，“双独二胎”的政策施行又使得人口出生率稳定在了 12% 左右。我们认为，人口出生率受到政策的强影响，因 2015 年是羊年影响，二胎放开后人口出生率在数据上的提升较不明显，在 2016 年有望开始有一定幅度的增长，直接利好儿童药领域。

图 17:人口出生率变化情况（1952-2015）



资料来源：政府部门、东兴证券研究所

- ◆ **政策红利叠加：**因为风险程度高、利润较少、临床试验成本高、受试人员难征集、GCP 要求更严格、临床试验机构少等原因，我国临床使用的儿童药较少，多用成人药替代。近年来，政府部门为改变儿童用药少的现状，出台了一系列利好儿童药的政策，包括优先审评、药价放开、医保目录等等，儿童药领域景气度明显提升。

表 9: 儿童药领域重点红利政策

类型	时间	政策	重点内容
综合	2014.05.30	《关于保障儿童用药的若干意见》	1、申报审评和研发创制：对于部分临床急需的儿童适宜品种、剂型、规格，建立申报审评专门通道，并逐步建立鼓励研发的儿童药品目录，引导和鼓励企业优先研发生产； 2、定价：国产儿童用药通过单列代表品、规定宽松的剂型比价系数等方式，在定价时给予政策扶持； 3、医保：及时将儿童适宜剂型、规格纳入基本医疗保险支付范围。对于本身就在医保范围内的药品，按照规定推出新的儿童适宜剂型、规格将自动纳入医保目录。
优先审评	2016.02.26	《总局关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》	将儿童药明确列入优先审评范围，对于临床需要并已在美国、欧盟及我国周边地区上市的进口儿童药品，其在境外完成的相关临床试验数据可用于在中国进行药品注册申请。
定价	NA	多省将儿童用药挂网采购	多省招标中将儿童药定价设为直接挂网采购，免于承受招标降价的压力，根据江苏、广东等地已公布的数据，儿童药中标价反而有所提高。
医保目录调整	2016.09.29	《2016 年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整工作方案（征求意见稿）》	明确提出调入药品重点考虑儿童用药

资料来源：WIND，东兴证券研究所

表 10: 儿童药相关标的及估值(Wind 一致预期)

代码	标的	市值	PE (2016E)	PE (2017E)
600976	健民集团	51.33	49.84	40.16
300086	康芝药业	52.29	NA	NA
300357	我武生物	60.62	39.87	31.19
600285	羚锐制药	70.78	38.19	29.29
600351	亚宝药业	78.07	34.62	25.66
000915	山大华特	84.90	38.77	29.65
002737	葵花药业	107.75	30.76	25.20
600566	济川药业	260.21	29.08	23.04

资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.2.3 国际化持续推进提升公司整体估值

华润双鹤公司的全资子公司华润赛科是中国医药国际化制剂认证第一批先导性企业，是第一批获得美国和欧盟双认证的药企之一，多次通过欧美 GMP 检查；2014 年 11

月,华润赛科向美国市场成功出口了 ANDA 产品压氏达,实现了制剂出口美国市场的新突破。2014 年 12 月,华润赛科生产的第二个 ANDA 产品左乙拉西坦片和苯磺酸氨氯地平片 2.5 毫克获得 FDA 现场检查批准函,标志着其国际化产品线进一步稳固丰富。赛科已经在美国设立公司,初步建立了美国营销网络。

2016 年上半年,华润赛科的核心产品压氏达 2.5mg 产品的 ANDA 补充申请获美国 FDA 批准,标志着华润赛科具备了在美国市场销售该产品全规格的资格,对公司拓展美国制剂市场带来积极的影响。

国际化意味着更大的市场空间、更高的企业定位。未来随着公司国际化战略的持续推进,市场对于公司将重新认识,估值水平有望进一步提升。

表 11:制剂出口相关标的及估值 (wind 一致预期)

代码	标的	市值	PE (2016E)	PE (2017E)
600276	恒瑞医药	1,094.06	39.95	32.49
600521	华海药业	276.93	48.13	37.13
600079	人福医药	268.78	29.19	22.64
300199	翰宇药业	194.14	45.25	33.99
300255	常山药业	80.03	42.50	33.61

资料来源:东兴证券研究所

综上,我们认为,华润医药整体上市将为公司带来内生加速以及外延并购的预期,公司布局儿童药领域以及制剂出口领域有望提升公司估值,公司应享有更高估值。

3. 盈利预测及估值

预计公司 2016-18 年营收分别为 58.33、65.43 和 74.11 亿元,归属于上市公司股东净利润分别为 7.35、8.95 和 10.29 亿元,增速分别为 11.13%、21.80%、15.02%,EPS 分别为 1.01 元、1.24 元和 1.42 元,对应 PE 分别为 23X、19X 和 16X。不考虑外延,根据分部估值法,输液部分(预计 1.8 亿左右利润)给予 15-20 倍估值,制剂部分(预计 7.2 亿左右利润)给予 25-30 倍,合理市值在 207-252 亿之间,按中性估计,给予公司 6 个月目标价 31.8 元,首次覆盖,给予公司“强烈推荐”评级。

4. 风险提示

输液板块持续向下,华润整体上市后外延不达预期

表 12:公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	3921	3759	4944	6166	7541	营业收入	4281	5138	5833	6543	7411
货币资金	1366	778	1693	2594	3581	营业成本	2206	2473	2807	3147	3548
应收账款	598	897	1018	1142	1293	营业税金及附加	50	72	81	91	103
其他应收款	27	32	36	41	46	营业费用	932	1226	1391	1498	1697
预付款项	108	95	80	64	45	管理费用	472	623	707	766	867
存货	654	809	918	1029	1160	财务费用	-18	-21	-10	-10	-20
其他流动资产	514	435	400	400	400	资产减值损失	5.29	25.34	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2698	4004	3561	3340	3117	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	4.86	23.72	0.00	0.00	0.00
固定资产	1852	2232	2091	1963	1853	营业利润	638	764	857	1052	1215
无形资产	234	776	698	621	543	营业外收入	37.06	55.63	52.00	52.00	52.00
其他非流动资产	69	96	96	96	96	营业外支出	17.08	13.20	15.00	15.00	15.00
资产总计	6619	7763	8505	9506	10658	利润总额	658	807	894	1089	1252
流动负债合计	826	1104	1200	1309	1434	所得税	115	142	157	191	220
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	544	665	736	897	1032
应付账款	488	397	445	499	562	少数股东损益	2	4	2	2	3
预收款项	78	120	169	223	284	归属母公司净利润	542	661	735	895	1029
一年内到期的非	0	30	30	30	30	EBITDA	1066	1765	1066	1262	1418
非流动负债合计	109	225	139	139	139	EPS (元)	0.95	0.91	1.01	1.24	1.42
长期借款	0	11	11	11	11	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	935	1329	1340	1448	1573	成长能力					
少数股东权益	5	327	329	331	334	营业收入增长	-37.36%	20.03%	13.51%	12.18%	13.26%
实收资本(或股	572	724	724	724	724	营业利润增长	-38.25%	19.73%	12.07%	22.76%	15.56%
资本公积	1159	660	660	660	660	归属于母公司净利润	11.13%	21.80%	11.13%	21.80%	15.02%
未分配利润	3643	4375	4721	5142	5627	获利能力					
归属母公司股东	5679	6107	6837	7727	8751	毛利率(%)	48.47%	51.87%	51.88%	51.91%	52.12%
负债和所有者权	6619	7763	8505	9506	10658	净利率(%)	12.70%	12.94%	12.63%	13.71%	13.93%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	8.19%	8.52%	8.64%	9.41%	9.66%	
经营活动现金流	718	701	683	896	972	偿债能力					
净利润	544	665	736	897	1032	资产负债率(%)	14%	17%	16%	15%	15%
折旧摊销	445	1021	0	221	223	流动比率	4.75	3.40	4.12	4.71	5.26
财务费用	-18	-21	-10	-10	-20	速动比率	3.95	2.67	3.35	3.93	4.45
应收账款减少	0	0	-121	-124	-151	营运能力					
预收帐款增加	0	0	48	54	61	总资产周转率	0.65	0.71	0.72	0.73	0.74
投资活动现金流	-352	-710	228	0	0	应收账款周转率	7	7	6	6	6
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.34	11.60	13.85	13.87	13.97
长期股权投资减	0	0	22	0	0	每股指标(元)					
投资收益	5	24	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.95	0.91	1.01	1.24	1.42
筹资活动现金流	-410	-584	4	5	15	每股净现金流(最新	-0.08	-0.82	1.26	1.24	1.36
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	9.93	8.43	9.44	10.67	12.08
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	153	0	0	0	P/E	24.22	25.16	22.64	18.59	16.16
资本公积增加	0	-499	0	0	0	P/B	2.31	2.72	2.43	2.15	1.90
现金净增加额	-44	-593	914	901	987	EV/EBITDA	11.04	9.01	14.06	11.16	9.23

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

胡偌碧

北京大学医学部分子药理学博士，和君商学院六届学子。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于化学药、创新产业链、精准医疗等投资机会

缪牧一

美国罗切斯特大学会计学理学硕士，美国注册会计师，2016年6月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于医药政策下的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。