

# 双鹤药业 (600062.SH) 化学制药行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)61038219  
lijingl@gjzq.com.cn

燕智

联系人  
(8621)60870946  
yanz@gjzq.com.cn

黄挺

分析师 SAC 执业编号: S1130511030028  
(8621)61038218  
huangting@gjzq.com.cn

## 国际合作超声造影剂，经营拐点需等待；

### 事件

双鹤药业 2 月 21 日公告，拟与美国兰索斯医学成像公司就 DEFINITY 混悬型注射剂(全氟丙烷脂质微球混悬型注射剂)签署合作协议；公司同时公告会计估计变更，提高应收账款的坏账计提比例。

### 评论

**通过国际合作丰富产品线。**兰索斯医学成像是具有 55 年历史的医学成像科技公司，公司原隶属于 BMS，后于 2008 年分拆独立。B 超造影剂 DEFINITY 是兰索斯公司研发的主力品种，可用于冠心病的疾病早期预防及诊断。2011 年 DEFINITY 销售收入有望达到 7 千万美元，增长 17%。

**心脏造影剂市场潜力巨大。**冠心病是常见病，临床主要表现为心绞痛、心肌梗塞等，不及时治疗就会危及生命。我国约有 1900 万例的冠心病患者，患病人数随着老龄人口的增加正在不断攀升。其中约有 300 万患者需要进行手术治疗，按照每个手术患者做 4 次心脏造影，非手术患者做 1 次造影计算，心脏造影剂市场的需求将达到 2800 万支，按照每支造影剂 1000 元计算，潜在市场规模将达到 280 亿元。

**与国内竞品相比优势明显。**目前，我国于 2008 年自行研制的第二代经静脉左心声学造影剂全氟丙烷人血白蛋白微球注射液，该产品目前由湖南景达制药独家生产。DEFINITY 与竞品相比，安全性方面更高，图像清晰度更好，是全球主流的心脏造影剂。此外，由瑞士博莱科进口的六氟化硫微泡（声诺维）也是超声造影剂的主导品种，但该产品目前主要用于肝脏造影。

**短期不影响业绩，有助于长期发展。**双鹤此次与兰索斯合作计划，将负责 DEFINITY 在国内的临床推广和销售，预计产品注册审批仍然需要一段时间，短期不会对业绩产生显著影响。但此次合作为公司产品储备添加了潜力品种，有助于公司长期的发展。

**公告会计估计变更，预计减少 2012 年净利润 2791 万元。**其中固定资产折旧方式变更，预计将减少公司净利润 499.69 万元；应收账款坏账计提比例变更预计将减少净利润 2040.38 万元；其他应收款坏账计提比例变更预计将减少净利润 251.35 万元。三项合计预计将减少公司 2012 年净利润 2791.42 万元。公司此次会计估计变更，旨在一次性解决历史遗留问题，在 2013 年以华润双鹤的全新姿态踏上新的发展轨道。

### 盈利预测

我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别 0.89 元、0.98 元和 1.18 元，同比增长-2%，10%，20%。

### 投资建议

双鹤药业自去年以来受到大输液塑瓶中标价下跌和营销改革的影响，业绩增长出现低谷。未来随着新包材输液和治疗性输液放量，以及营销体系改革的完成，经营情况有望逐步向好。短期来看，政策的不确定性依然是影响公司投资的重要因素，公司目前股价对应的 12PE 为 15 倍，也反映了这方面的预期。我们从华润的战略支持角度考虑，公司的资产价值长期看仍是有投资价值。

## DEFINITY 超声造影剂简介

DEFINITY 与 2001 年上市销售，美国专利将于 2016 年到期，多数国家的专利到期日为 2019 年。DEFINITY 上市以后收入实现快速增长，2007 年 DEFINITY 的年化销售收入达到 6.65 千万美元，

然而由于不良反应报告的出现，FDA 于 2007 年 10 月要求心脏造影剂必须标注产品不适用于有不稳定型心绞痛，不稳定的心肺疾病或急性心脏病发作历史的患者，并建议所有患者使用的 DEFINITY 和类似代理应使用 30 分钟后监测，导致当年销售收入大跌 80%。

此后在 161 名心脑血管专家的联名上书下，FDA 于 2008 年 5 月将警告改为高危人群在使用后需要观察 30 分钟。美国心脏病学院研究表明使用心脏造影将使得无法解释的心脏病病理从 12%减少至 0.5%；技术性疑难病例从 87%下降至 10%。

2011 年 10 月，FDA 再次放松 DEFINITY 的风险提示，剔除了“药理学压力试验并未建立”的提示。我们预测 2011 年 DEFINITY 的销售收入有望超过 7 千万美元，同比增长 17%，销售量将达到 65 万支。

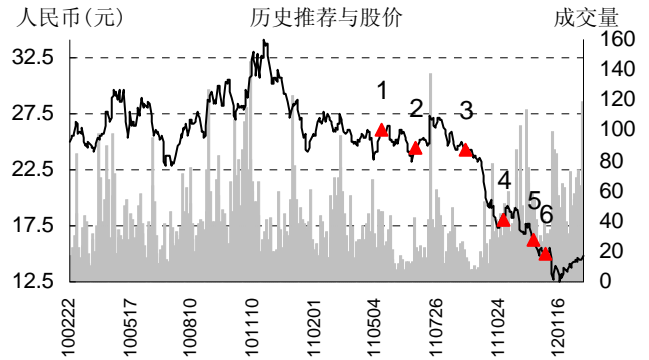
DEFINITY 在美国的主要竞品为 GE 旗下的 OPTISON，在国内的竞品主要为声诺维和全氟丙烷人血白蛋白微球注射剂。

2010 年，公司 DEFINITY 实现销售收入 6 千万美元，从 2001 年开始全球累计已有 300 万患者使用了 DEFINITY。

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-05-11	买入	25.98	35.00 ~ 38.00
2	2011-06-28	买入	24.34	N/A
3	2011-09-01	买入	24.27	N/A
4	2011-10-31	买入	18.05	N/A
5	2011-12-09	买入	16.15	N/A
6	2011-12-23	买入	15.02	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
- 买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
- 持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
- 减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
- 卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B