

2012年8月26日

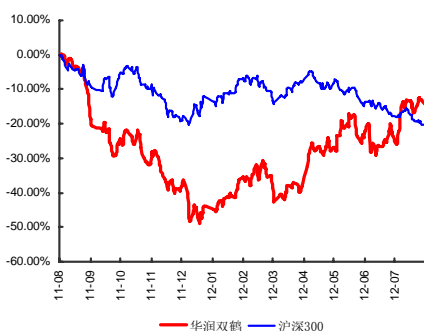
研究员：何筱微  
 执业证书编号：S0910510120001  
 电话：021-62448067  
 Email: hexiaowei@casstock.com

研究支持：吴琳  
 电话：021-62442039  
 Email: wulin@casstock.com

当前价格：20.89  
 目标价格：25.2元  
 目标期限：6个月

总股本：57169.59万  
 总市值：117.43亿  
 流通比例：100%

华润双鹤（600062）股价表现



## 华润双鹤（600062）：短期看大输液 新品及扩产，长期看并购整合

评级：买入

### 主要观点：

- ◆ **大输液短期看新品及扩产，长期看并购整合。**今年817的产能将从3000万提高到7000万。由于817产品成本相对较低，且受市场欢迎，公司将部分塑瓶生产线改造成817，从长期看来，公司有计划将塑瓶基本改造为817。现在817的低成本特性受产能限制优势不明显，一旦未来817达到大规模生产，届时不仅是销量，毛利率也将有提升的可能。公司另一新产品三合一今年上市后将助推业绩。该产品受降价影响较小，目前湖北2条生产线5000万的生产能力已具备，下半年有望上市。明年东北基地5000万的产能也计划投产。我们看好817及三合一的发展前景，我们更看重公司未来在大输液及心脑血管等领域的并购整合，只有通过并购整合，公司的市场占有率才能不断提升，行业地位更加稳固，也才能更有利的保证公司工业方面的发展目标的实现。
- ◆ **产品梯队完善，传统业务恢复稳定中，新业务快速发展。**心脑血管类和内分泌类是除大输液以外的另两大传统领域。心脑血管类主导产品降压0号销售重心下沉到基层医疗机构，带来了新的市场增长空间，预计今年增速将达到15-20%。内分泌类主导产品糖适平营销调整后，医院覆盖率有了较大提升。上半年销量完成1.1亿片，同比上升30%，恢复至历史水平。按照此增速，预计全年销售收入可达2亿。除了三大传统领域的成熟期产品以外，处于成长期的正快速发展中，新业务儿科领域上半年收入同比增长101%。后续还有多个培育期产品有待发展。
- ◆ **估值安全，维持买入评级。**我们认为公司2012年全年收入20%以上的增幅基本可以确定。不考虑商业剥离，我们预测公司在2012-2014年EPS分别为1.05元、1.29元和1.44元，分别增长13%、23%和12%，对应预测PE分别为20、16和15倍。给予2012年24倍PE，目标价格为25.2元，维持买入评级。
- ◆ **风险提示：**小非解禁压力；大输液行业恢复不如预期，毛利率依然下滑；未来并购整合存在不确定性。

## 正文目录

一、	<b>基本面逐渐转好，2012 年上半年有所突破</b> .....	4
1、	2012 年上半年收入及净利润增速明显好于去年 .....	4
2、	成本、费用控制较好，净利润率基本保持在 9%左右 .....	4
3、	大输液类和心脑血管类产品是主要利润来源 .....	5
二、	<b>大输液短期看新品及扩产，长期看并购整合</b> .....	5
1、	大输液已至底部，正处于逐渐回升中 .....	5
2、	公司大输液产品结构好于主要竞争对手，毛利率正逐渐改善 .....	6
3、	817 与三合一将助力业绩增长 .....	7
4、	今年看新品、产能，未来看行业、整合 .....	8
三、	<b>心脑血管类产品毛利高，收入增速基本平稳</b> .....	8
四、	<b>内分泌类产品销售正逐渐恢复中</b> .....	9
五、	<b>产品梯队完善，新产品高速增长</b> .....	9
六、	<b>2012 年业绩增长确定，背靠华润并购整合实力强</b> .....	10
七、	<b>风险提示</b> .....	10

## 图表目录

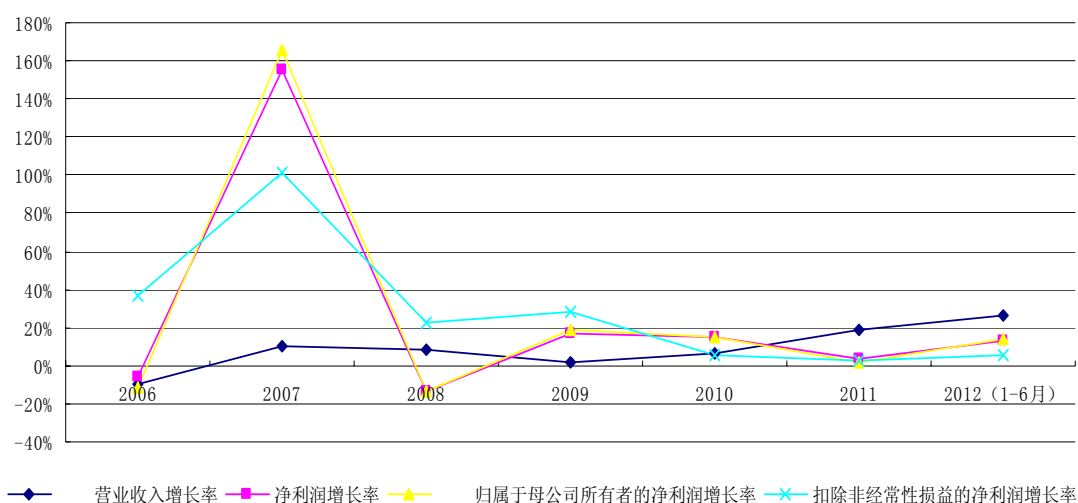
图表 1: 公司近年来营业收入及净利润增长情况.....	4
图表 2: 公司近年来净利润增长情况 .....	5
图表 3: 公司近年来费用情况 .....	5
图表 4: 2011 年收入构成 .....	5
图表 5: 2011 年利润构成 .....	5
图表 6: 大输液近年销量情况 .....	6
图表 7: 大输液近年收入情况 .....	6
图表 8: 与科伦药业产品结构对比 .....	7
图表 9: 与科伦药业毛利率对比 .....	7
图表 10: 降压 0 号是心脑血管类主导产品 .....	9
图表 11: 降压 0 号近年销量情况 .....	9
图表 12: PE-bands .....	11
图表 13: PB-bands .....	11

## 一、基本面逐渐转好，2012 年上半年有所突破

### 1、2012 年上半年收入及净利润增速明显好于去年

公司在 2006 年-2011 年营业收入复合增长率为 9%；净利润复合增长率为 25%。2007 年净利润增幅较大的主要原因是由于搬迁补偿收益及大输液创历史最好水平。若仅从 2009 年-2011 年来看，公司在近三年的营业收入复合增长率为 12.6%，净利润复合增长率为 9%。2011 年净利润增速下滑明显，主要原因是药品招标降价所致。2012 年 1-6 月份营业收入增长率为 26%，是近年来最高幅度；净利润增长率为 13%，同去年数据相比已有较大突破。

图表 1： 公司近年来营业收入及净利润增长情况

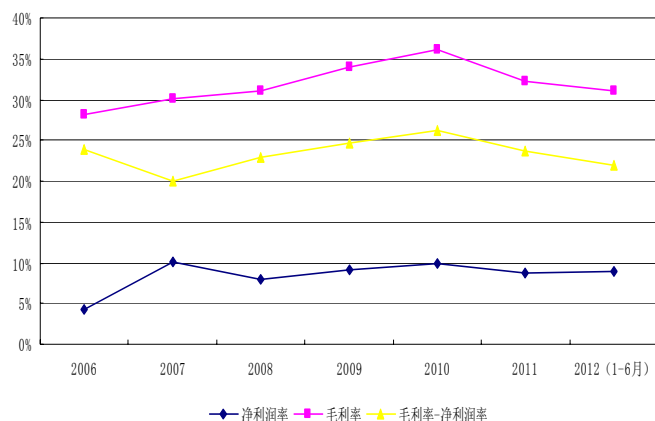


资料来源：公司年报，航天证券研发部

### 2、成本、费用控制较好，净利润率基本保持在 9%左右

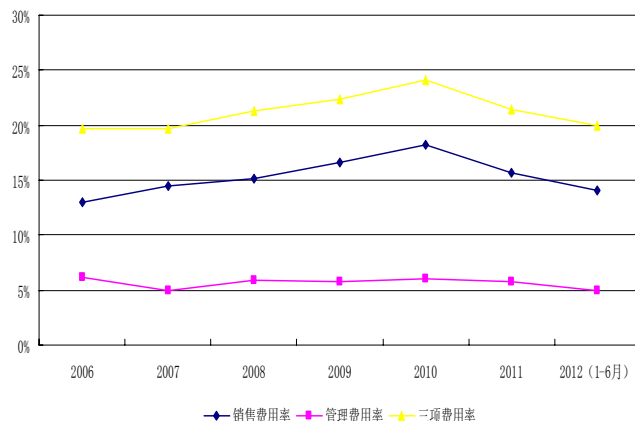
虽然受行业政策影响，公司毛利率呈下降态势，但基本在 30%以上。今年上半年的净利润率为 9%，2011 年为 8.66%。公司三项费用率基本在 20%上下波动，今年上半年三项费用率为 20%，2011 年为 21.47%。整体数据显示，公司在成本、费用方面控制得较好。

图表 2: 公司近年来净利润增长情况



资料来源: 公司年报, 航天证券研发部

图表 3: 公司近年来费用情况

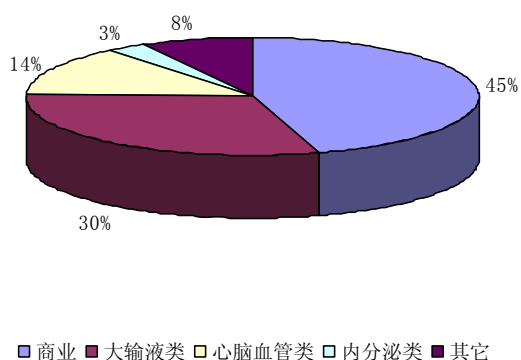


资料来源: 公司年报, 航天证券研发部

### 3、大输液类和心脑血管类产品是主要利润来源

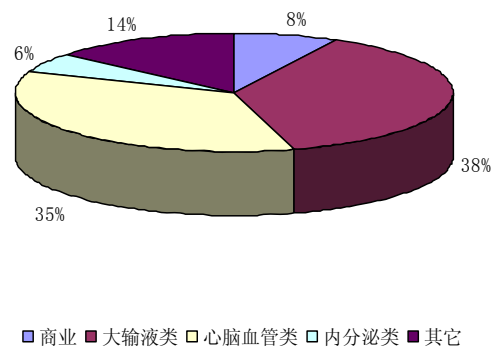
虽然商业在公司收入中占比最大, 但计划年底剥离, 而就对公司的利润贡献程度而言, 大输液类和心脑血管类产品才是最主要的利润来源, 而心脑血管类主导产品降压 0 号是成熟产品, 增长基本稳定, 因此, 我们认为公司业绩增长看点在大输液, 当然, 我们也会关注心脑血管领域、内分泌领域及新型业务的未来发展。

图表 4: 2011 年收入构成



资料来源: 公司年报, 航天证券研发部

图表 5: 2011 年利润构成



资料来源: 公司年报, 航天证券研发部

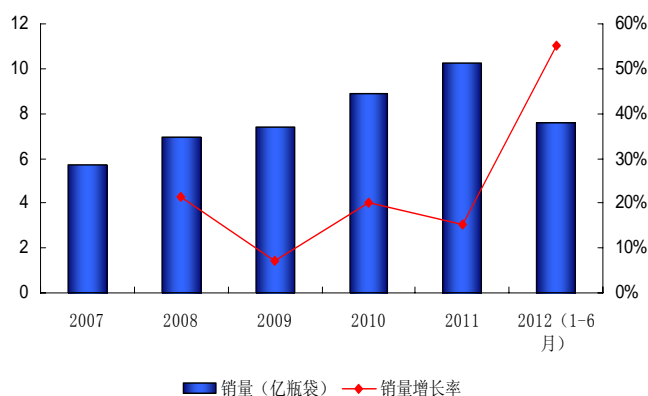
## 二、大输液短期看新品及扩产, 长期看并购整合

### 1、大输液已至底部, 正处于逐渐回升中

受招标降价影响, 大输液行业去年整体萎靡不振, 毛利率下滑, 部分中小型

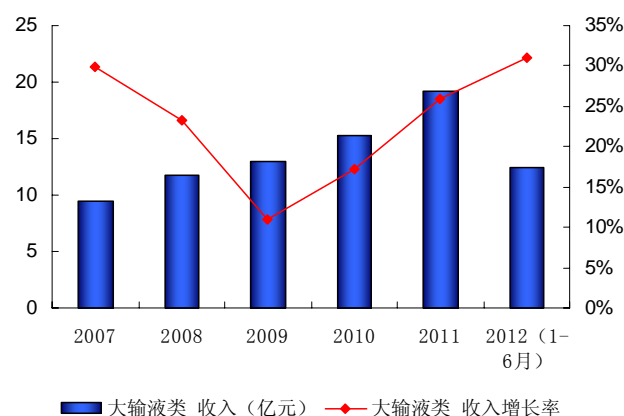
企业处于亏损状态，大企业加紧版图扩张，收购动作频繁，行业洗牌加剧。可以说 2011 年是整个行业最艰难时期。公司在 2011 年同样受招标影响，软塑销售价格大幅下降，销量增长率为 15.2%，较 2010 年增幅下降 5 个百分点。2012 年上半年公司销量为 7.6 亿瓶袋，同比增长 55%，同时，虽然价格依然处于底部，但部分省份招标价格已小幅提升，虽然提升后的价格与降价前仍有较大差距，但我们可以预见，大输液行业正逐步从低谷走出。

图表 6：大输液近年销量情况



资料来源：公司年报，航天证券研发部

图表 7：大输液近年收入情况



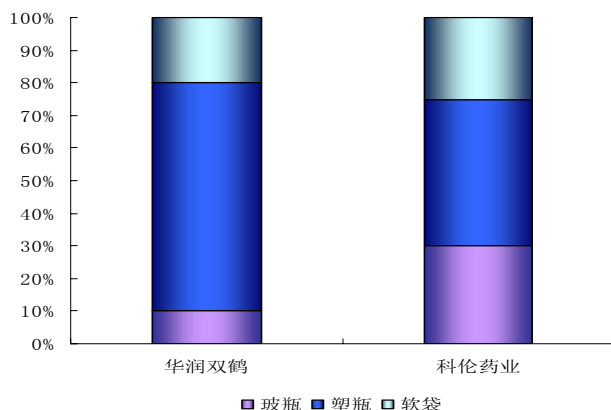
资料来源：公司年报，航天证券研发部

## 2、公司大输液产品结构好于主要竞争对手，毛利率正逐渐改善

由于大输液药品在使用上没有本质区别，因此除了在药品质量方面，国内生产企业的竞争主要体现在包装形式上。目前国内大输液包装形式分为玻璃瓶、塑瓶、软袋和直立式软袋四类。从欧美发展来看，大输液未来将逐渐淘汰玻瓶。目前美国使用软袋和塑瓶的比率达到 90%，欧洲达到 70%，印度也达到 50% 以上，而我国近年来软塑比重虽然逐渐提升，但离欧美国家还有较大差距。目前，我国玻瓶、塑瓶、软袋产品结构正朝向“4-4-2”格局发展。

公司的主要竞争对手是市场占有率在 30% 左右的行业龙头科伦药业。科伦药业大输液规模约是公司的三倍左右，目前科伦的玻瓶、塑瓶、软袋格局趋向于“3-4-3”，而公司的三者结构约为“1-7-2”。塑瓶作为替代玻瓶的过渡期产品，市场份额有很大的提升空间，需求量也将增加。同时，公司的软袋为非 PVC 软袋，是未来软袋的发展趋势。对比两家公司的产品结构可以看到，双鹤的产品结构已经走在了行业产品格局发展前列，优于龙头企业科伦。

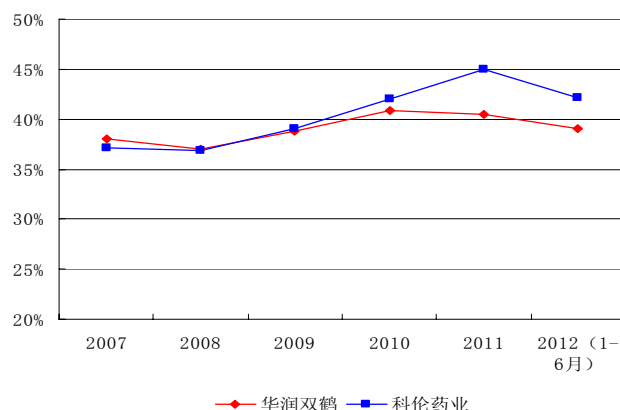
图表 8: 与科伦药业产品结构对比



资料来源: 公司年报, 航天证券研发部

备注: 科伦药业的软袋包含直立式软袋

图表 9: 与科伦药业毛利率对比



资料来源: 公司年报, 航天证券研发部

在毛利率方面, 数据显示, 公司从 2009 年以来, 毛利率就开始低于科伦药业, 2011 年差距拉大。我们认为主要原因是毛利率在 55% 以上的直立式软袋近年来处于高速增长态势, 其占总收入比重逐渐增加。另外, 科伦药业通过并购上游君健塑胶, 能够在包材成本方面形成优势。但今年上半年, 在大输液行业毛利率仍处下降的趋势下, 公司毛利率下降幅度小于科伦, 科伦大输液毛利率同比下降 4.29%, 双鹤同比下降 3.75%。这主要是由于公司塑瓶上半年出厂价略有上调, 同时, 通过生产销售方面的整合, 成本大幅下降。粗略估计, 两项相加后塑瓶每瓶提了 1 毛左右。我们认为, 塑瓶是公司大输液收入占比最大的产品, 塑瓶毛利率提高, 将弥补部分因其他产品下降而产生的损失。

公司的玻璃瓶现在基本做附加值相对较高的治疗性输液, 而营养性输液近年来发展较快, 去年收购长征富民后, 更是提高了营养性输液占比近 10 个点。而成本较低的 817 及价格相对较高的三合一未来有望放量, 将使公司大输液毛利率有所改善。

### 3、817 与三合一将助力业绩增长

目前公司拥有 8 个输液基地, 约有 40 条生产线。2011 年销量 10.25 亿瓶袋, 同比增长 15.2%, 2011 年 817 虽然销售情况较好, 但由于是四季度上市的新品, 加上产能较小, 我们认为其对 2011 年全年业绩贡献有限。今年 3 条塑瓶生产线扩建, 扩建后 817 的产能将从 3000 万提高到 7000 万。由于 817 产品成本相对较低, 且受市场欢迎, 公司将部分塑瓶生产线改造成 817, 从长期看来, 公司有计划将塑瓶基本改造为 817, 现在 817 的低成本特性受产能限制优势不明显, 一旦

未来 817 达到大规模生产，届时不仅是销量，毛利率也将有提升的可能。

除 817 以外，公司另一大输液重量级新品三合一（吹灌封三合一）今年将贡献业绩。该产品是从德国引进的高端产品，使用无菌包装技术，机器在无菌状态下完成对塑料容器的吹塑、灌封和封口过程，从而实现了生产过程的完全无菌化。该产品受降价影响会相对较小，价格及毛利率会高出其他产品。公司现在在湖北有 2 条生产线，沈阳 2 条生产线，共 4 条三合一生产线，每条生产线产能是 2500 万瓶，即三合一产能将达 1 亿瓶。公司计划先从湖北做起，目前湖北 2 条生产线 5000 万的生产能力已具备，GMP 已通过，价格获批即可上市销售。沈阳的 2 条生产线在做 GMP 认证等上市前的准备工作，预计今年年底或明年上半年可完成。公司计划在东北基地再上 1 条三合一，由于该生产线只是在沈阳原有的 2 条线上的增加，其投产期限将缩短为 1-2 年。也就是在目前的计划内，公司在 2013-2014 年三合一的产能可能会达 1.25 亿瓶。

817 和三合一由于产品本身优质，使得成本、价格及市场空间都提高了公司在行业中的竞争力度。

#### 4、今年看新品、产能，未来看行业、整合

除了上述的 817 及三合一扩产和上市以外，公司今年还有其他塑瓶、软袋的扩建扩产项目。目前生产线已提速，原来 1 条生产线产能在 2500 万-3000 万，扩产后 2 条生产线产能可达 7500 万，公司共约 40 条生产线，加起来短期内产能可达 15 亿瓶袋。

大输液新产品及生产线扩产是我们对公司今年业绩看好的信心来源。而目前大输液行业正经历着行业整合，公司目前市场占有率约在 10% 左右，而十二五期间计划做到 20% 的市场占有率。市场份额要翻倍，最有效的途径就是通过并购整合途径。公司背靠华润，并购整合能力强，我们认为，未来公司在做大输液的并购整合是重要看点。

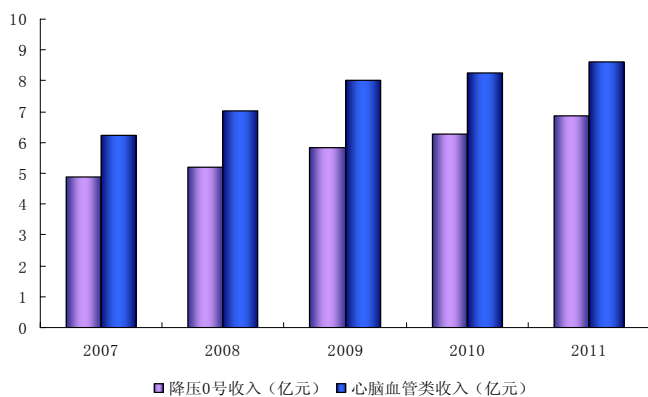
### 三、心脑血管类产品毛利高，收入增速基本平稳

公司的心脑血管领域收入基本稳定，其中降压 0 号是利润贡献主要产品，舒血宁目前只做北京地区的代理。

降压 0 号是公司的成熟产品，毛利率在 85% 以上。2011 年销量达到 10.4 亿片，同比增长 10.1%。公司近年来销售重心下沉，逐渐覆盖社区医院、乡镇医疗卫生所等，因此，降压 0 号还有一定的市场增长空间。公司今年目标是 12.5 亿片，较

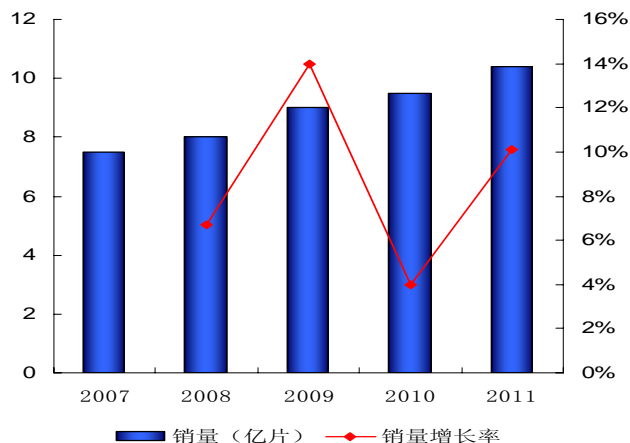
去年将有15-20%的增长，该增速是近年来最高水平。若按公司目标，今年降压0号收入将达8亿元左右。

图表 10：降压 0 号是心脑血管类主导产品



资料来源：公司年报，航天证券研发部

图表 11：降压 0 号近年销量情况



资料来源：公司年报，航天证券研发部

公司在心脑血管领域的产品较少，新产品替米沙坦和匹伐他汀钙还没有形成规模，对业绩影响作用不大。降压 0 号由于市场基本成熟，高速增长的可能性不大。公司往后将专注发展医药工业，计划 6 年后达到百亿规模。公司在 2011 年工业收入近 35 亿元，而公司工业最大规模的除了大输液就是心脑血管类，作为传统的三大领域之一，公司必定会大力发展该类产品。因此，未来该领域通过并购获得新品的可能性是存在的。

#### 四、内分泌类产品销售正逐渐恢复中

内分泌领域是公司的传统三大领域之一，但收入及利润占比均较低。该领域的主导产品是糖适平，一君和卜可尚未达规模，对业绩影响不大。

2011 年受营销调整的影响，糖适平销量为 1.7 亿片，同比下降 18.8%。营销调整后，糖适平由北京双鹤药业经营公司进行销售，该公司是经营集团内产品的专业商业公司，销售能力强，糖适平医院覆盖率有了较大提升。今年一季度起销售已经有了较大改善，上半年销量完成 1.1 亿片，同比上升 30%，恢复至历史水平。按照此增速，预计全年销售收入可达 2 亿。

#### 五、产品梯队完善，新产品高速增长

公司目前已形成了比较完善的产品梯队，包括基础性输液、利复星、降压 0 号和糖适平等成熟期产品；果糖、一君、珂立苏等 10 个增速相对较快的成长期产品；包括三合一在内的 3 个市场导入期产品；以及匹伐他汀等处于培育期的产

品。现在公司业绩增长还是在于几个成熟产品，但成长期产品增长迅猛，发展空间较大。

新业务儿科领域发展情况较好。今年上半年收入完成8275万元，同比增长101%。其中珂立苏收入完成超4000万元，增长110%，今年有望成为亿元级产品。小儿氨基酸收入完成超3000万元，增长103%，今年有望成为5000万级产品。

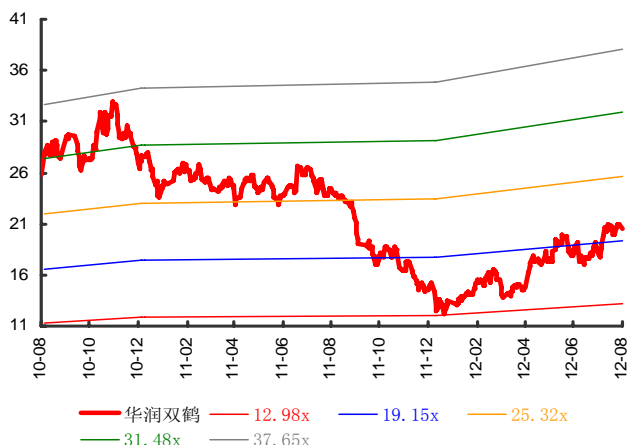
## 六、2012年业绩增长确定，背靠华润并购整合实力强

通过上述分析，我们认为公司2012年全年收入20%以上的增幅基本可以确定。未来在自身发展的基础上，我们更看重的是公司的并购整合。作为华润系中化学制剂上市平台，我们相信公司在这方面的实力。不考虑商业剥离，我们预测公司在2012-2014年EPS分别为1.05元、1.29元和1.44元，分别增长13%、23%和12%，对应预测PE分别为20、16和15倍，目前估值安全。我们给予2012年24倍PE，目标价格为25.2元，维持买入评级。

## 七、风险提示

小非解禁压力；大输液行业恢复不如预期，毛利率依然下滑；新产品销售低于预期；未来并购整合存在不确定性。

图表 12: PE-bands



图表 13: PB-bands



资料来源: Wind, 航天证券研发部

资料来源: Wind, 航天证券研发部

利润表 (百万元)

	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	6383	7856	9338	10986
营业成本	4321	5484	6539	7745
毛利	2062	2372	2798	3241
% 营业收入	32.3%	30.2%	30.0%	29.5%
营业税金及附加	46	57	67	79
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	1005	1139	1307	1538
% 营业收入	15.7%	14.5%	14.0%	14.0%
管理费用	365	432	514	604
% 营业收入	5.7%	5.5%	5.5%	5.5%
财务费用	2	20	2	2
% 营业收入	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%
资产减值损失	2	42	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	13	50	20	20
营业利润	655	732	923	1031
% 营业收入	10.3%	9.3%	9.9%	9.4%
营业外收支	48	20	0	0
利润总额	703	752	923	1031
% 营业收入	11.0%	9.6%	9.9%	9.4%
所得税费用	150	128	157	175
净利润	553	624	766	856
归属于母公司所有者的净利润	529.0	599.6	735.4	821.8
少数股东损益	24	25	30	34

资产负债表 (百万元)

	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	1105	786	934	1099
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1105	1378	1687	2032
存货	701	892	1064	1260
预付账款	216	277	330	391
其他流动资产	42	49	56	66
流动资产合计	3697	4030	4842	5754
可供出售金融资产	65	65	65	65
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	152	202	222	242
投资性房地产	86	86	86	86
固定资产合计	1522	1612	1640	1655
无形资产	223	195	171	149
商誉	67	67	67	67
递延所得税资产	24	7	1	1
其他非流动资产	241	241	241	241
资产总计	6077	6505	7335	8260
短期贷款	401	114	104	94
应付款项	718	909	1084	1284
预收账款	58	71	84	99
应付职工薪酬	44	54	65	77
应交税费	151	142	172	195
其他流动负债	280	350	415	490
流动负债合计	1652	1640	1924	2240
长期借款	0	0	0	0

EPS (元/股)	0.93	1.05	1.29	1.44					
<b>现金流量表 (百万元)</b>									
	2011	2012E	2013E	2014E					
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>512</b>	<b>417</b>	<b>581</b>	<b>623</b>	应付债券	0	0	0	0
取得投资收益收回现金	10	0	0	0	递延所得税负债	4	0	0	0
长期股权投资	-50	0	0	0	其他非流动负债	78	78	78	78
无形资产投资	0	0	0	0	<b>负债合计</b>	<b>1734</b>	<b>1718</b>	<b>2001</b>	<b>2318</b>
固定资产投资	-333	-250	-200	-200	归属于母公司所有者权	4258	4677	5192	5767
其他	-21	0	0	0	益				
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-404</b>	<b>-250</b>	<b>-200</b>	<b>-200</b>	少数股东权益	86	110	141	175
债券融资	0	0	0	0	<b>股东权益</b>	<b>4343</b>	<b>4788</b>	<b>5333</b>	<b>5942</b>
股权融资	0	0	0	0	<b>负债及股东权益</b>	<b>6077</b>	<b>6505</b>	<b>7335</b>	<b>8260</b>
银行贷款增加(减少)	108	-287	-10	-10	<b>基本指标</b>				
筹资成本	160	-200	-222	-249	EPS	0.925	1.049	1.286	1.437
其他	-323	0	0	0	BVPS	7.45	8.18	9.08	10.09
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-56</b>	<b>-486</b>	<b>-233</b>	<b>-259</b>	PE	21.82	19.25	15.69	14.05
<b>现金净流量</b>	<b>52</b>	<b>-319</b>	<b>148</b>	<b>165</b>	PEG	1.38	1.22	0.99	0.89
					PB	2.71	2.47	2.22	2.00
					EV/EBITDA	13.01	11.56	9.55	8.50
					ROE	12.4%	12.8%	14.2%	14.2%

### 具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

### 投资评级说明:

—报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

—股票投资评级标准:

买入: 相对强于基准表现 20%以上

增持: 相对强于基准表现 10~20%

中性: 相对基准表现在-10%~+10%之间波动

减持: 相对弱于基准表现 10%以下

—行业投资评级标准:

看好: 行业超越基准整体表现

中性: 行业与基准整体表现持平

看淡: 行业弱于基准整体表现

### 免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“航天证券”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 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, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

### 风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任, 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。

航天证券有限责任公司

地址: 上海市曹杨路 430 号

电话: 021-62446688

网址: [www.casstock.com](http://www.casstock.com)