

## 华润双鹤（600062）：一年后的变化

分析师：刘苗

执业证书编号：S0300512080001

Email: liumiao@lxzq.com.cn

日期：2013年04月03日

[www.lxzq.com.cn](http://www.lxzq.com.cn)

2012年3月22日，我们发布了《双鹤药业（600062）：实质整合启动 百亿目标确定》研究报告，并首次给予公司“增持”评级，当时我们观点主要有两个方面：一是基本面向好——大输液包材升级和产品升级推动下的业绩增长；二是华润入主后的资产整合预期。

一年后的今天，公司股价大幅上涨了50%，一年之中，公司的经营情况如何？是否与我们预期的一致？以及未来投资价值如何？2013年4月1日，我们再次参加了公司2012年业绩说明会，并就公司12年经营情况与公司高管们进行了深入的交流，我们认为公司未来的投资要点主要把握三个方面：

**1、大输液稳健增长。**新版GMP门槛大幅提高，大量的中小型输液企业不得不退出，行业供大于求的形势得到一定的缓解。2012年，公司新建5条生产线，新增输液产能1.65亿瓶袋，目前817软袋现有产能约1.5亿袋，三合一塑瓶产能约1亿瓶，产能均如期达到。2012年，大输液实现收入约24亿元，同比增长27%，与我们预期的30%的增速基本相符。我们认为，未来公司大输液业务的增长点仍然在于三点：

1) 以817软袋为代表的软袋产品的增长，去年销量同比增长约40%，目前销售地区有湖北、安徽、浙江、江苏，现有产能约1600万袋/月，未来随着中标省份的增加，817软袋的产能将面临压力。

2) 治疗性输液的持续高增长。去年收入达4.7亿元、同比增长超过30%，今年一季度同比增长也达30%。主要产品盈源收入过亿，果糖、转化糖以及肾科产品均保持了较快的增速。果糖、转化糖未来两年收入可能过亿，肾科产品收入3400多万，实现翻倍增长，未来增长前景巨大。

3) 三合一塑瓶正处于导入期，现有产能约1亿瓶袋，目前基本确定能够进入湖北省的增补目录，三合一塑瓶的增长也是公司输液业务的一大看点。



联讯证券

**2、其它产品。**内分泌增长 21%，心脑血管增长 3.5%。具体产品，儿科类增长 91%，扶立苏翻倍，小儿氨基酸增长 64%，替米沙坦量增 53%，匹伐他汀量增 620%，糖适平量增 16%，卜可量增 17%，一君增长超过 60%，伯司庄增长 300%。从产品生命周期分析：0 号、糖适平、基础输液属成熟产品，未来成长放慢；817 软袋、一君、盈源、小儿氨基酸、扶立苏等属成长期产品，未来增速将保持 40%以上；匹伐他汀、伯司庄等培育期产品，以及三合一塑瓶、复方降糖等导入期产品的增长都是潜力品种。

**3、资产整合。**华润的整体战略下，商业资产即将转让，预计 4 月份将发公告。长沙双鹤近两年净利润分别为 5256 万、4654 万，如果按照 15 倍 PE 估价的话，出售长沙双鹤 66%的股权将为公司带来约 4 亿元的投资收益，增厚 EPS 0.7 元。

“100 亿工业收入”的目标没有变化，在 2012 年 40 亿工业收入的基础上，距离目标仍然较大差距，公司通过外部并购实现这个目标将是大概率事件。按照我们之前的预期——双鹤药业作为化学药平台，将整合赛科药业与紫竹药业。目前来看，紫竹药业的股权关系已经厘清，双鹤在将北医股份、长沙双鹤、山西双鹤等多个优质资产出让后，华润医药也应当补偿性的注入双鹤部分优质化药资产，因此我们仍然看好双鹤的资产注入预期。

#### 4、投资建议

作为大输液龙头企业，在“GMP 标准升级 + 输液包材及产品升级”双重机遇下，公司大输液业务有望保持 20%以上的增速；在不考虑投资收益前提下，我们预计公司 2013/2014 年 EPS 分别为 1.21/1.37 元，目前股价对应 11/12/13 年 PE 为 16/14/12，鉴于公司未来确定的增长和强烈的整合预期，我们维持对公司“增持”评级。

#### 5、风险提示

- 1) 大输液降价与资产整合进度较慢
- 2) 系统性风险

**图表1 公司盈利预测表**

	2010年	2011年	2012年	2013E	2014E
营业收入	5366.8	6383.4	6989.3	5444.1	5511.3
<i>同比增速 %</i>	6.53%	18.94%	9.49%	-22.11%	1.23%
营业成本	3424.9	4321.5	4661.5	2955.0	2644.7
<i>毛利率 %</i>	36.18%	32.30%	33.31%	45.72%	52.01%
销售费用	974.0	1004.5	1122.4	979.9	1047.1
管理费用	321.9	364.7	437.9	517.2	578.7
财务费用	-2.0	1.6	2.0	1.6	1.7
营业利润	592.7	655.2	731.3	914.7	1151.1
利润总额	616.9	703.0	762.8	950.4	1187.4
归属母公司所有者的净利润	520.1	529.0	614.4	757.4	944.5
<i>同比增速 %</i>	15.20%	1.71%	16.15%	23.27%	24.71%
基本每股收益（元）	0.91	0.93	1.07	1.32	1.65

数据来源：联讯证券投研整理

### 公司简介

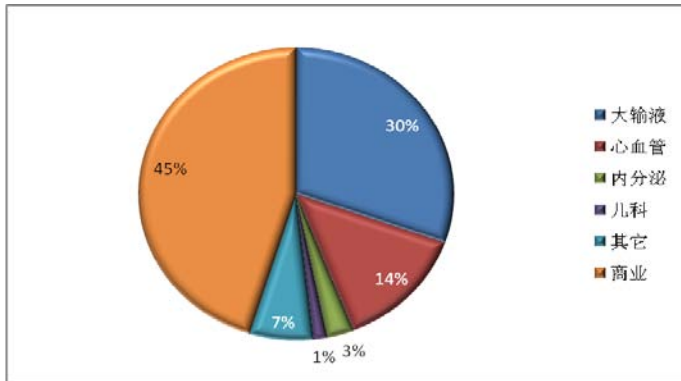
双鹤药业公司主要业务为大输液、心脑血管及内分泌三大类，公司名牌产品包括降压0号、利复星、糖适平、儿泻康等。2012年公司实现主营业务收入69亿元，同比增长9.67%，其中工业收入40.4亿元，商业收入28.7亿元。

图表2 公司股权结构



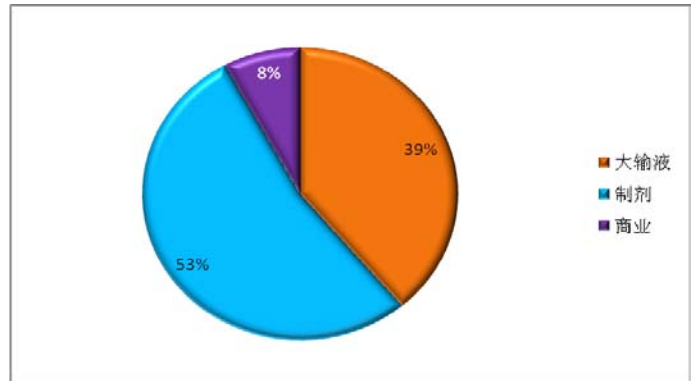
数据来源：联讯证券投研整理

图表3 2011年公司各项业务收入占比



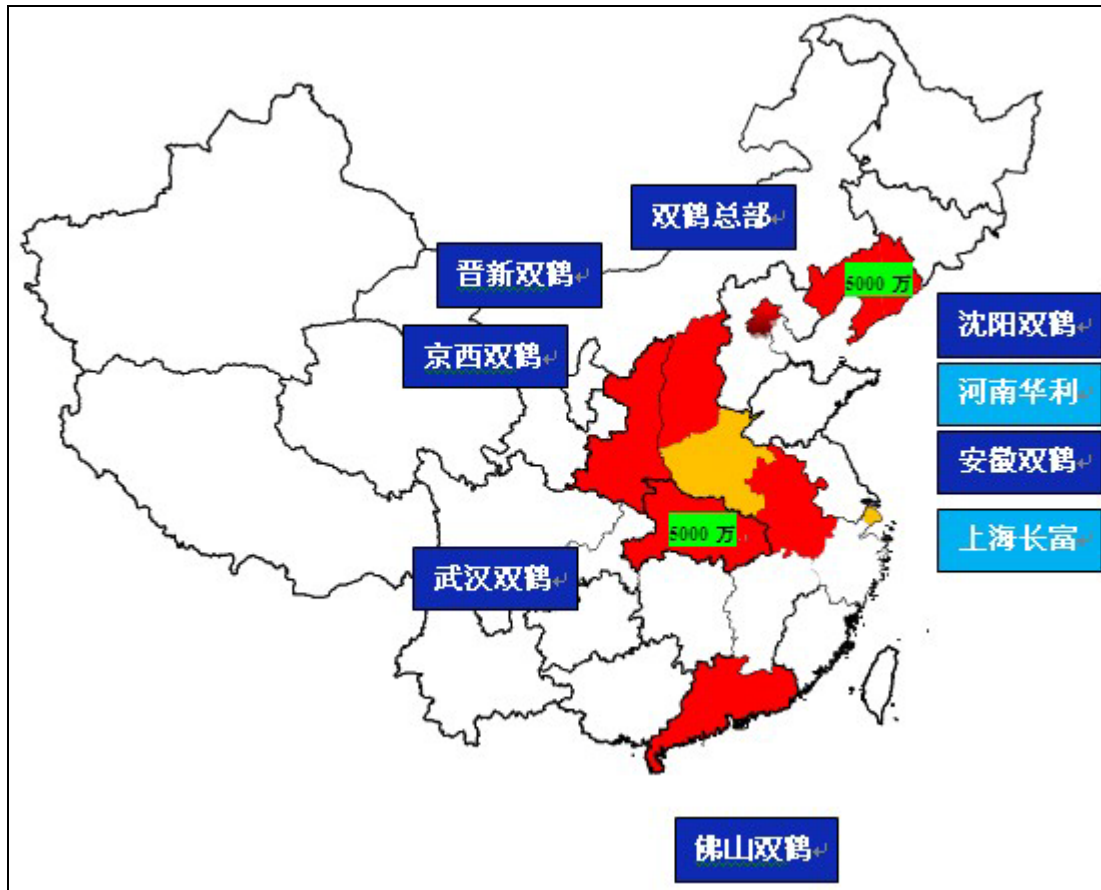
数据来源：公司公告、联讯证券投研整理

图表4 2011年各项业务毛利占比



数据来源：公司公告、联讯证券投研整理

图表5 公司生产基地分布图



数据来源：公司公告、联讯证券投研整理

## 信息披露

本报告清晰准确地反映了编撰者的研究观点。编撰者本人不曾因，不因，也将不会因本资料中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

### 投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

#### 股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

#### 行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇资料，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本资料的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的资料均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改资料中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求资料内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和编撰者无关。在本公司及编撰者所知情的范围内，本机构、编撰者本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。