

2013年7月22日

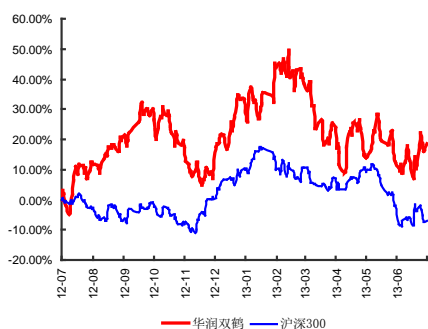
研究员：何筱微
 执业证书编号：S0910510120001
 电话：021-62448067
 Email: hexiaowei@casstock.com

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

当前价格：21.8
 目标价格：27.25元
 目标期限：6个月

总股本：57169.59万
 总市值：124.63亿
 流通比例：100%

华润双鹤（600062）股价表现



相关研究：

《华润双鹤（600062）：商业即将剥离，大输液并购整合仍是看点》2013/3/29

《华润双鹤（600062）：三合一即将上市销售，糖适平销量恢复性增长较好》2012/10/29

《华润双鹤（600062）：短期看大输液新品及扩产，长期看并购整合》2012/8/26

华润双鹤（600062）：内生与外延，两花并开

评级：买入

主要观点：

- **大输液内生性快速增长正处于起步阶段。**针对科伦的直立式软袋，公司在2011年四季度推出了817软袋，该品去年销售情况较好，今年将再增量1亿。三合一毛利率高于817，今年上半年已经上市销售，预计全年销量为3000万袋，是正处于导入期的明星产品。随着招标工作顺利开展，预计未来817和三合一将不断放量，有望复制科伦的直立式软袋，推动公司整体业绩增长。除此外，公司去年对生产线扩产，单线产能有较大幅度提升，去年塑瓶销量大增，今年有望延续。
- **大输液行业并购正当时。**大输液行业经历着限抗政策及GMP改造，行业集中度不断提升，特别是国内输液龙头科伦药业借助并购，市场份额提升幅度较大。离GMP改造截止日仅剩半年时间，市场集中度还有较大空间，公司借助华润强大的并购整合能力，可实现市场份额提升。
- **0号销售恢复，二线产品成长性好。**0号在去年几乎没有增长，今年一季度渠道改革，销量下滑，二季度销售已经恢复，全年11.5亿的销售目标有望实现。儿科用药继续维持快速增长，珂立苏今年有望过亿元，其他二线品种虽然规模不大，但增长快速，可贡献一定业绩。
- **估值优势显著，建议买入。**由于招标进展无法估计，我们暂不考虑明星产品效应，同时也暂不考虑剔除商业产生的投资收益，预计公司在2013年-2015年的收入分别为50.64亿元、62.79亿元和76.6亿元，EPS分别为1.24元、1.38元和1.62元，对应当前股价的PE分别为18倍、16倍和13倍，给予2013年22倍PE，目标价为27.25元，建议买入。
- **风险提示：**817与三合一招标低于预期；大输液降价；并购存在不确定性；0号恢复性增长不达预期。

正文目录

一、公司产品及业绩概况.....	4
1、聚焦四大领域，输液和心脑血管占主导.....	4
2、目前正处于公司产品及成长切换点.....	4
二、大输液内生性快速增长正处于起步阶段.....	5
1、国内输液第二，往年业绩增长一般.....	5
2、产品更新换代，明星产品 817 和三合一有望复制科伦直立式软袋的成功.....	6
3、治疗性输液及腹透产品不容忽视.....	8
4、未来产品结构进一步优化及销量提升，将刺激业绩增长.....	9
三、双鹤大输液并购正当时.....	10
1、大输液行业在经历了限抗政策及 GMP 改造后，市场正在发生变化.....	10
2、借助并购迅速提升市场占有率.....	11
四、0 号销售恢复，二线产品成长性好.....	14
1、0 号二季度销售恢复，全年 10% 增长目标有望实现.....	14
2、产品梯队丰富，二线品种逐渐上规模.....	15
五、投资建议：估值优势显著，建议买入.....	16
六、风险提示.....	16

图表目录

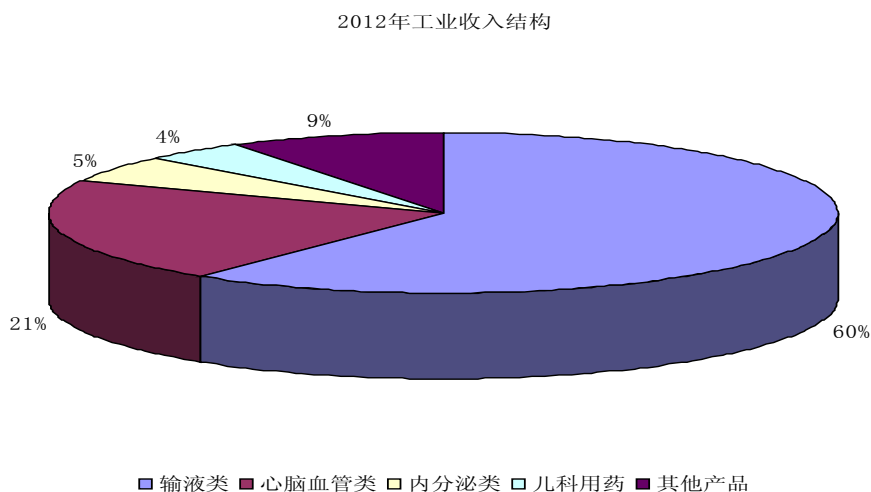
图表 1: 输液和心脑血管是收入主要构成.....	4
图表 2: 公司近年来收入增长情况.....	5
图表 3: 公司近年来净利润增长情况.....	5
图表 4: 双鹤输液业务收入增长情况.....	6
图表 5: 科伦输液业务收入增长情况.....	6
图表 6: 双鹤和科伦输液产品毛利率对比.....	6
图表 7: 国内部分上市公司输液产品毛利率对比.....	6
图表 8: 2012 年安徽省双鹤部分输液产品中标价格.....	7
图表 9: 2012 年三合一湖北省物价局最高零售限价.....	7
图表 10: 腹透市场容量敏感度分析.....	9
图表 11: 近年来双鹤大输液销量及 2013 年预计.....	10
图表 12: 大输液行业市场份额.....	11
图表 13: 科伦近年来并购事项.....	13
图表 14: 科伦近年来并购时间轴.....	13
图表 15: 双鹤近年来并购事项.....	13
图表 16: 双鹤近年来并购时间轴.....	13
图表 17: 双鹤收入按地区分.....	13
图表 18: 双鹤产品覆盖区域.....	13
图表 19: 0 号在心脑血管类收入占比较高.....	14
图表 20: 0 号近年来销量增长情况.....	14
图表 21: 心脑血管类收入增长今年将转好.....	14
图表 22: 珂立苏收入增速较高.....	15
图表 23: 儿科用药类产品收入增长情况.....	15
图表 24: 部分二线品种.....	15
图表 25: PE-bands.....	17
图表 26: PB-bands.....	17

一、公司产品及业绩概况

1、聚焦四大领域，输液和心脑血管占主导

今年剥离商业后，公司在医药领域主要涉及输液类、心脑血管类、内分泌类以及近年来处于快速增长期的儿科用药。目前公司拥有大输液、0号（复方利血平氨苯蝶啶片）、糖适平（格列喹酮片）、利复星（甲磺酸左氧氟沙星）、一君（注射用哌拉西林钠舒巴坦钠）、儿泻康贴膜、珂立苏（注射用牛肺表面活性剂）等多种产品。从2012年收入构成来看，医药工业中的输液类收入占比达60%，较2011年占比提升；其次为心脑血管类，收入占比为21%，2012年占比有所下降；内分泌类及儿科用药目前规模较小。

图表1： 输液和心脑血管是收入主要构成

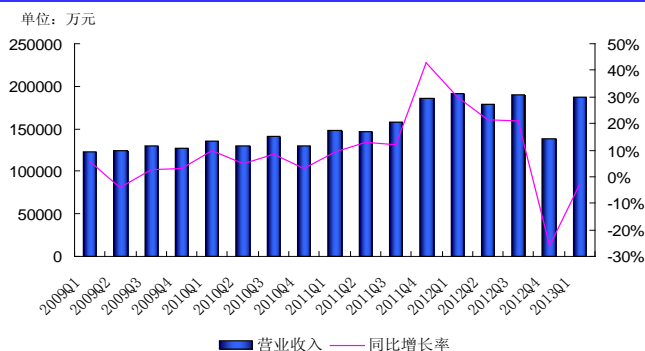


资料来源：公司年报，航天证券研发部

2、目前正处于公司产品及成长切换点

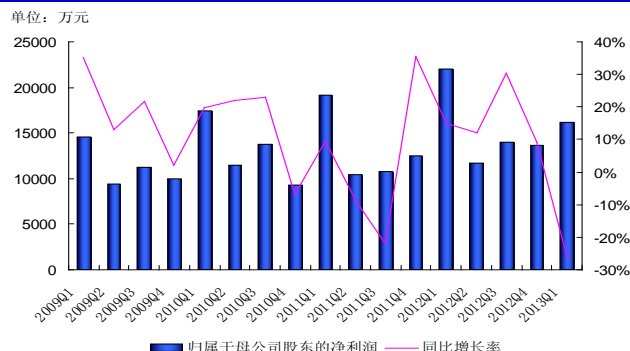
以往公司的商业业务收入40%以上为毛利率仅为5%-6%的商业，而工业收入占比60%的为产能过剩，行业增速缓慢的大输液产品，另一贡献业绩主要产品心脑血管类降压0号，处于成熟期，增速较缓，后续新产品虽增长态势较好，但起步阶段规模较小，因此，公司近年来的整体业绩增速不高。2009年-2012年期间的收入复合增长率为12%，净利润复合增长率为11%。

图表 2： 公司近年来收入增长情况



资料来源：wind，航天证券研发部

图表 3： 公司近年来净利润增长情况



资料来源：wind，航天证券研发部

目前上述导致业绩增长缓慢的因素正在发生着变化，我们认为目前公司正处于发展切换点，下面我们将从产品发展方面一一分析。

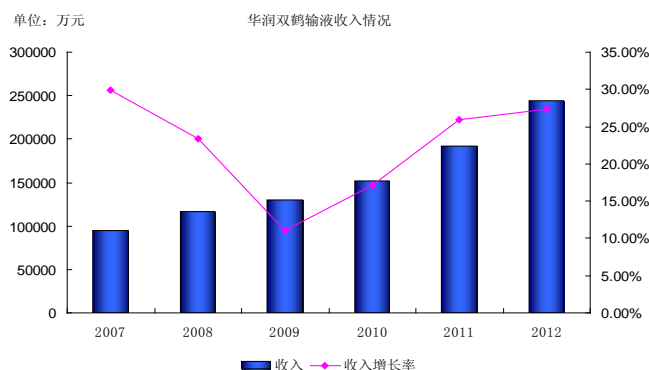
二、大输液内生性快速增长正处于起步阶段

1、国内输液第二，往年业绩增长一般

公司拥有双鹤（北京）工业园、安徽、滨湖、监利、京西、淮安、佛山、沈阳、华利、长富等十余个战略生产基地，目前公司输液产品在生产近 90 个品种，包括肠外营养液、电解质平衡液、血浆代用品、腹膜透析液以及其他类治疗型输液。

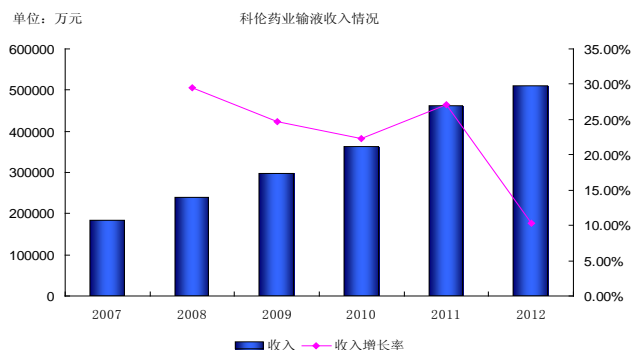
至 2012 年底，公司软袋输液、塑瓶输液、玻瓶输液合计年生产能力 20 亿瓶（袋），规模为国内第二，仅次于科伦药业。2008 年-2012 年公司的输液产品收入复合增长率为 20%，科伦为 21%，相差不足 1 个点。从上页图中可以看到，公司输液产品收入增速在 2009 年-2010 年远低于科伦，但 2011 年后增速加快，至 2012 年超过市场份额第一的科伦。

图表 4: 双鹤输液业务收入增长情况



资料来源: wind, 航天证券研发部

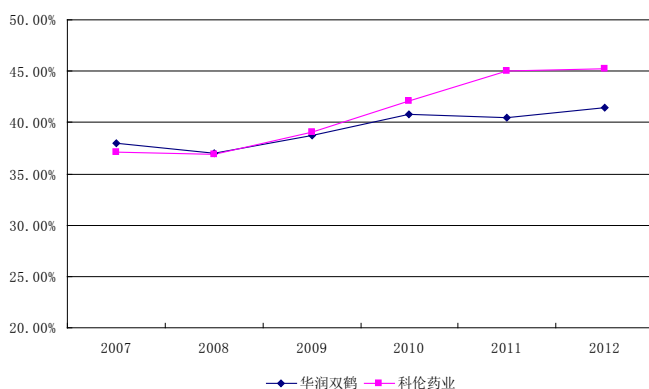
图表 5: 科伦输液业务收入增长情况



资料来源: wind, 航天证券研发部

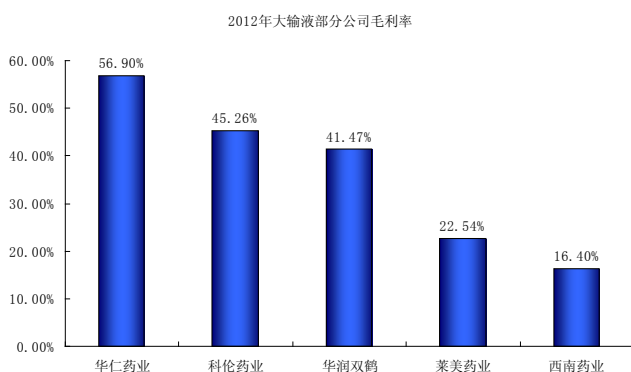
公司输液产品整体毛利率为 41%，2012 年毛利率较 2011 年提升了 1 个百分点，在同行业中，毛利率仅低于华仁和科伦。

图表 6: 双鹤和科伦输液产品毛利率对比



资料来源: wind, 公司年报, 航天证券研发部

图表 7: 国内部分上市公司输液产品毛利率对比



资料来源: wind, 公司年报, 航天证券研发部

2、产品更新换代，明星产品 817 和三合一有望复制科伦直立式软袋的成功

为什么双鹤输液收入增速在过去几年都低于科伦？为什么双鹤输液的毛利率要低于华仁和科伦？双鹤的输液产品未来有无发展空间？对公司的输液业务，我们难免会产生这样的问题，带着问题，我们对公司的输液产品进行了深入分析。

大输液药品在使用上没有本质区别，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，我国输液产

品正处于塑瓶替代玻瓶的时期，软塑需求及增速相对较高。

图表 8：2012 年安徽省双鹤部分输液产品中标价格

药品通用名	规格	单位	中标价格（元）
氯化钠注射液	500ml:4.5g(0.9%) 塑瓶	瓶	1.24
氯化钠注射液	500ml:4.5g(0.9%) 软袋	袋	2.16
氯化钠注射液	500ml:4.5g(0.9%) 软袋双阀	袋	3.87
氯化钠注射液	500ml:4.5g(0.9%) 直立式软袋	袋	4.32
葡萄糖氯化钠注射液	250ml:12.5g:2.25g 塑瓶	瓶	0.96
葡萄糖氯化钠注射液	250ml:12.5g:2.25g 软袋	袋	1.77

资料来源：安徽省医药集中采购平台，航天证券研发部

包装形式不同，产品的价格也相差较大，盈利上就会有差别。华仁药业输液产品的毛利率高出公司 10 几个点，最主要原因是华仁（除洁晶药业）产品全为非 PVC 软袋。科伦虽然玻瓶占比在三家中是最大，但 07 年投产的直立式软袋弥补了产品结构上的不足，同类产品，直立式较普通软袋价格可能会高出一倍。科伦直立式软袋的毛利率在 55%左右，2008 年至今的销量复合增速在 50%左右，总量占比从 2008 年 12%上升到 2012 年的 30%左右，这是近年来科伦输液业务增长高出双鹤的主因。

针对科伦的直立式软袋，公司在 2011 年四季度推出了 817 软袋，该品成本为塑瓶成本，但价格却达到了软袋的水平，毛利率相对较高。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。

除了 817 以外，公司在去年再推出又一明星产品，三合一（内封式聚丙烯输液袋）。该品虽然成本高于塑瓶，但终端价格 9 块多，其毛利率远远高出普通塑瓶甚至是 817。我们认为，双鹤的明星产品 817 及三合一在未来 2-3 年内将复制科伦直立式软袋的成功，进入快速增长期。

图表 9：2012 年三合一湖北省物价局最高零售价

药品名称	剂型	规格	零售单位	最高零售价
葡萄糖	注射剂	100ml: 5g, 内封式聚丙烯输液袋	袋	9.2
葡萄糖	注射剂	250ml: 12.5g, 内封式聚丙烯输液袋	袋	9.9
葡萄糖	注射剂	500ml: 25g, 内封式聚丙烯输液袋	袋	11.2
葡萄糖	注射剂	100ml: 10g, 内封式聚丙烯输液袋	袋	9.2
葡萄糖	注射剂	250ml: 25g, 内封式聚丙烯输液袋	袋	9.9

葡萄糖	注射剂	500ml: 50g, 内封式聚丙烯输液袋	袋	11.2
氯化钠	注射剂	100ml: 0.9g, 内封式聚丙烯输液袋	袋	8.8
氯化钠	注射剂	250ml: 2.25g, 内封式聚丙烯输液袋	袋	9.5
氯化钠	注射剂	500ml: 4.5g, 内封式聚丙烯输液袋	袋	10.8
葡萄糖氯化钠	注射剂	100ml: 葡萄糖 5g 与氯化钠 0.9g, 内封式聚丙烯输液袋	袋	9
葡萄糖氯化钠	注射剂	250ml: 葡萄糖 12.5g 与氯化钠 2.25g, 内封式聚丙烯输液袋	袋	9.7
葡萄糖氯化钠	注射剂	500ml: 葡萄糖 25g 与氯化钠 4.5g, 内封式聚丙烯输液袋	袋	11

资料来源：湖北省物价局，航天证券研发部

3、治疗性输液及腹透产品不容忽视

我们短期内对大输液的预期虽然更多的是放在 817 和三合一上，但同样毛利率相对普通输液较高的治疗性输液以及市场空间巨大的腹透产品也是看点。

数据显示，2010 年长富金山的治疗性输液毛利率为 41%，而基础性输液玻塑综合毛利率为 24%，两者相差较大。同行业的华仁及科伦，治疗性输液较普通输液分别高出 2%和 5.5%。近年来，公司不断加大治疗性输液占比，2012 年治疗性输液销售收入占输液整体销售收入的 19.36%，较 2011 年提升了 2.79 个点，今年早已超过 20%。市场需求及毛利率相对较高的治疗性输液的不断提量，有助于公司利润提升。

相对治疗性输液的快速增长，腹透产品更是以市场空间巨大而备受市场关注。相关研究报告指出，目前我国成年人慢性肾脏病的患病率为 10.8%，即每 10 人中可能就有 1 人患有慢性肾脏病，据此估计，我国 18 岁以上人群中 1.2 亿慢性肾脏病患者。我们对腹透产品的市场容量进行情景假设，以接受透析治疗比重及腹透比重为敏感度分析指标，假设接受治疗比重 30%，腹透比例 30% 为相对中性的考虑，则腹透市场容量约在 54 亿。目前百特腹透产品年销售收入约 10 亿元左右，其市场占有率约在 98% 左右。根据市场容量的假设测算，我们预计未来 5 年，行业复合增长率有望达到 35%-40% 左右，是真正的高增长行业。具体不再赘述，详情请见我们在 2012 年 11 月 21 日发布的《透析行业：患病人群基数大，政策支持是行业发展主要动力》。广阔的市场空间及政府的政策扶持，是我们看好透析行业的重要原因，华仁药业在去年至今年上半年不断创新高也验证了这一看法。公司在去年已有腹透中心 17 家，目前病人数过千人，按每个病人 1000 袋/年的需求量计

算，销量在去年就过百万袋，今年计划腹透中心加大到30家，腹透产品同比将翻倍。

图表10：腹透市场容量敏感度分析（单位：亿元；不考虑新进病人，以200万尿毒症病人为基数）

		透析治疗比重				
		10%	20%	30%	40%	50%
腹透治疗比例	10%	6	12	18	24	30
	20%	12	24	36	48	60
	30%	18	36	54	72	90
	40%	24	48	72	96	120
	50%	30	60	90	120	150

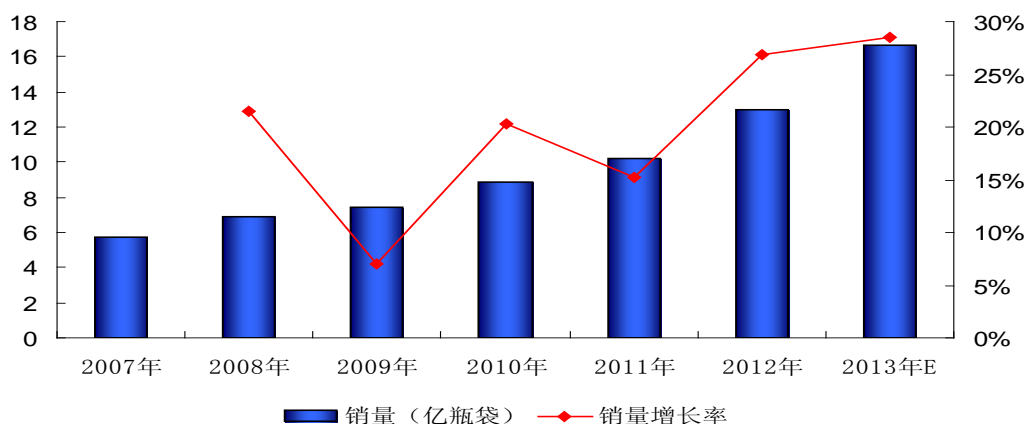
资料来源：航天证券研发部

4、未来产品结构进一步优化及销量提升，将刺激业绩增长

公司去年对生产线进行扩产扩建，单线产能有较大幅度提高，部分生产线产能翻倍，单线甚至达到 7000 万瓶袋以上，今年新增产能逐步释放。2012 年 817 达到 8000 万袋，今年将新增 1 亿袋，今年上半年预计已达去年全年的量。三合一湖北两条生产线，产能合计 5000 万，今年上半年进湖北民营医院，已经上市销售，预计全年销量将达到 3000 万袋。

在 2011 年行业低谷期，公司大输液销量增速为 15%，达到 10.25 亿瓶。2012 年因部分小厂停产退市及市场对塑瓶需求，输液企业的塑瓶销量增速普遍加快，双鹤销量达到 13 亿瓶，同比增长 27%。我们认为今年除了新增 1 亿 817 及 3000 万三合一之外，按玻塑销量与去年同速计算，预计今年输液整体销量将超过 16.5 亿瓶袋。2014 年将在因 GMP 改造淘汰一批输液生产企业而继续受益，需求量及销量将再次上升，市场份额也将提高。

图表 11：近年来双鹤大输液销量及 2013 年预计



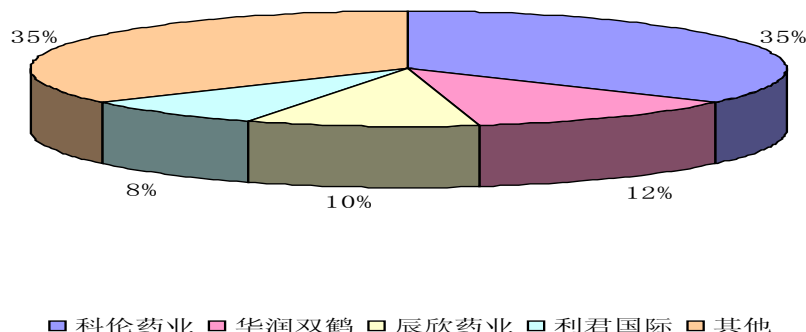
资料来源：公司年报，航天证券研发部

三、双鹤大输液并购正当时

1、大输液行业在经历了限抗政策及 GMP 改造后，市场正在发生变化

我国输液行业一直处于小、散、乱的状态，目前国内近 400 家输液生产企业，产能达上亿瓶的企业仅 30 家左右，而在发达国家，生产企业数量较少，规模较大，市场比较集中。比如在美国大输液生产企业只有四五家，百特公司垄断了全美 80% 的输液市场，贝朗公司和雅培公司占 20% 左右的市场份额；在欧洲，大输液市场基本被费森尤斯卡比、贝朗、百特三大公司占领；在日本，大冢公司占有 50% 左右的市场份额。相对国外高集中度，我国输液行业正发生着变化，2006 年我国大输液行业前十强企业生产集中度约为 23.37%，2007 年提升至 44.1%，2008 年达到 48.4%，到 2012 年，前四家生产企业市场占有率已在 60% 左右，行业集中度不断提高。

图表 12： 大输液行业市场份额



资料来源：公司年报，航天证券研发部

近年来，国内输液行业不景气是事实，2011 年，号称史上最严的限抗政策将行业推到谷底，当年的输液价格较 2010 年几乎是腰斩。同年的新版 GMP 改造更使企业成本压力加剧，双重利空使部分小型企业面临亏损及停产。绝处逢生，往往困难伴随着机遇，我们认为，限抗令和新版 GMP 对行业形成短期利空的同时，也为优质企业带来了发展机会，行业将淘汰掉实力较弱的企业，集中度有望提高，市场占有率增加以及并购整合，将使优质企业强者更强。

2、借助并购迅速提升市场占有率

数据显示，科伦药业在2008年市场占有率为22%，近年来通过行业并购，使科伦实现全国战略布局，其市场份额在2012年提升至35%，而在收购利君国际后，其市场份额再次提升，预计今年市场占有率有望提升至50%左右。

图表 13：科伦近年来并购事项

时间	公司简称及购后股权	涉及金额 (万元)	收购目的及对公司影响
2010 年	安阳大洲 90%股权	4050	利于实现科伦全国战略布局，扩大公司在河南市场的份额，形成新的生产规模和利润增长点
	浙江国镜 85%股权	24650	获得利润水平较高的高端大输液产品
	广东庆发 100%股权	2430, 承担 1.237 亿债务	其生产工艺和拥有的塑料包装大输液制剂系对公司技术和产品的补充；其拥有聚维酮碘原料和溶液剂的生产批件，可丰富公司产品线；布局广东。
2011 年	桂林大华 80%股权	14400	延展公司头孢类产品的产业链

	君健塑胶 100%股权	42600	保证公司软塑包装输液产品对组合盖、接口及垫片的需要, 进一步降低公司输液产品的成本
2012 年	增资青山利康 (增资后股权 56%)	20600	拥有公司尚未拥有的腹膜透析液, 血液滤过置换基础液等生产线和产品系列, 为公司向生物医药领域的持续发展创造有利条件, 并形成新的利润增长点
	利君国际 12.287% 股权, 将以不超过 20 亿元购买合计不超过 30% 股权	42600	进一步完善和优化公司输液业务产品体系和结构, 有利于构建公司抗生素全产业链, 加快形成新的经营增长点

资料来源: 公司公告, 航天证券研发部

图表 14: 科伦近年来并购时间轴



资料来源: wind, 公司公告, 航天证券研发部

相较于科伦药业近年来频繁的跑马圈地, 双鹤的行业并购显的较为平淡。公司的市占率目标是达到 20%, 目前预计在 12-13% 之间, 虽然部分生产企业淘汰将利于公司市场份额的提高, 但毕竟有限。参考科伦, 通过行业并购, 可缩短时间并能够得到大幅提升。我们认为, 要想短期内实现 20% 的市场份额, 最有效的方法就是进行行业并购。

图表 15: 双鹤近年来并购事项

时间	公司简称及购后股权	涉及金额 (万元)	收购目的及对公司影响
2011 年	恩世制药 100% 股权	9064	补充软胶囊生产剂型、丰富产品结构、提升头孢产品生产能力。
	长富金山 100% 股权	股权置换 (转让北医股份 1392.5080 万)	利于双鹤进一步完善输液业务在全国重点, 区域的生产布局, 在产品结构调整上丰富附加值较高的治疗性输液和肾科产品。

		股)+354.1024	
	双鹤华利 100%股权	10970	进一步提升输液市场份额，辐射中南、西南地区，完善输液产业布局。

资料来源：公司公告，航天证券研发部

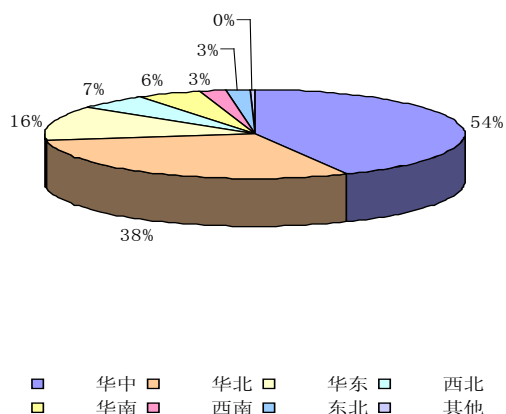
图表 16：双鹤近年来并购时间轴



资料来源：wind，公司公告，航天证券研发部

从双鹤目前区域收入构成来看，产品主要集中在华中、华北及华东地区，西北、华南及西南涉猎较少，不排除未来南方市场拓展的可能。截至今年一季度末，公司的货币资金有 11 个亿，资金充足，我们认为，在 GMP 倒计时时期，并购的可能性较大。

图表 17：双鹤收入按地区分



资料来源：wind，航天证券研发部

图表 18：双鹤产品覆盖区域



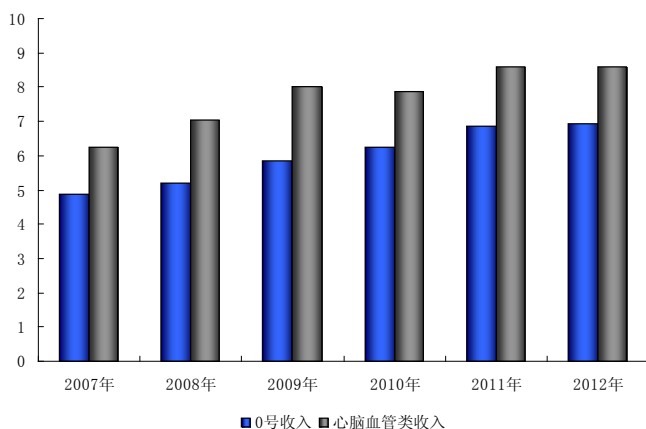
资料来源：公司网站，航天证券研发部

四、0号销售恢复，二线产品成长性好

1、0号二季度销售恢复，全年10%增长目标有望实现

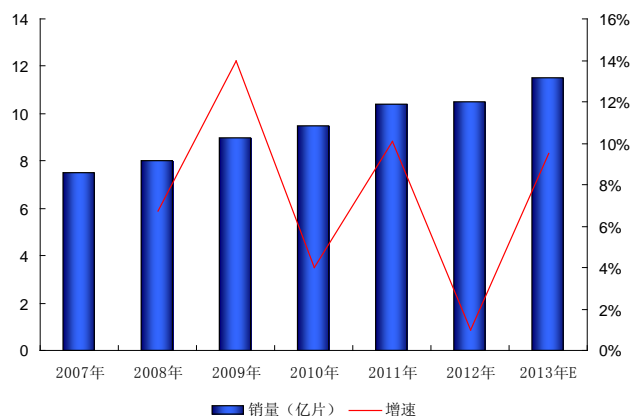
心脑血管类是公司医药工业第二大收入来源，其中主导产品仅有降压0号，收入在心脑血管类的占比约为70%-80%，毛利率在80%左右。去年该品销量为10.5亿片，几乎没有增长，今年一季度因渠道改革，销量下降，二季度清理结束，销售恢复正常，就目前增长情况，全年销售11.5亿片的目标有望实现。

图表 19： 0号在心脑血管类收入占比较高



资料来源：公司年报，航天证券研发部

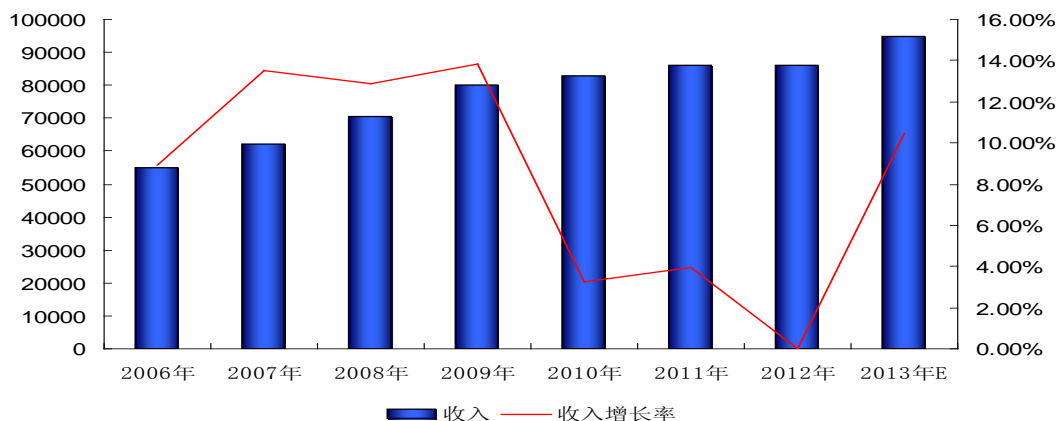
图表 20： 0号近年来销量增长情况



资料来源：公司年报，航天证券研发部

由于0号是成熟产品，增长较为缓慢，而心脑血管类其他产品匹伐他汀、替米沙坦等，虽然增速较快，但规模都尚小，预计今年匹伐他汀将达到3000万元，替米沙坦有望达到1500万，豨莶通栓胶囊今年可达千万规模。我们预计今年心脑血管类收入将随着0号销售恢复及二线产品快速增长而增速高出前两年，测算收入有望达到95000万元左右。

图表 21： 心脑血管类收入增长今年将转好（单位：万元）



资料来源：公司年报，航天证券研发部

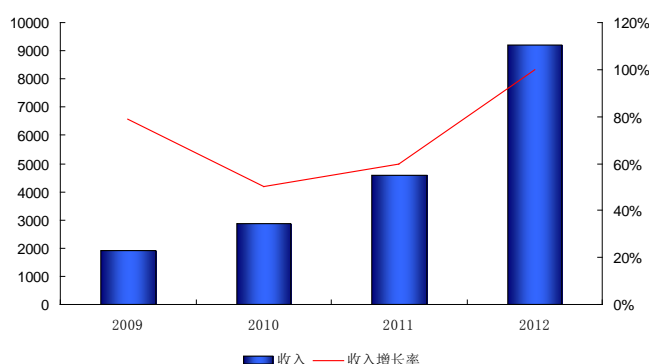
我们认为，公司第二大产品心脑血管类过于单一，主导产品增长平缓，其他产品规模太小，而弥补心脑血管类产品目前短板的最有效的办法就是并购相关大品种，不论是内部还是外部的品种整合，都存在一定预期。

2、产品梯队丰富，二线品种逐渐上规模

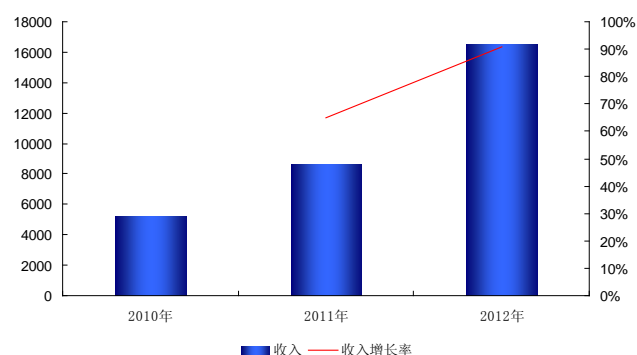
作为除输液和心脑血管类的另一传统三大领域之一的内分泌类，收入及利润占比均较低，该领域的主导产品是糖适平，年销售额在 2 亿元左右，增长缓慢；一君目前已过 5000 万规模，仍处于快速增长阶段；卜可规模尚小。

在除了输液、心脑血管类及内分泌类以外，儿科用药近年来呈现较快发展。儿科用药的主导产品珂立苏一直保持较高的增速，近四年年均增速为 70% 以上，去年该品收入达到 9200 万元，今年预计将过亿元，拉动全年儿科用药收入保持快增。

图表 22：珂立苏收入增速较高（单位：万元）



图表 23：儿科用药类产品收入增长情况（单位：万元）



资料来源：公司年报，航天证券研发部

资料来源：公司年报，航天证券研发部

图表 24：部分二线品种

类别	产品	规模	生产企业数量	适应症
心脑血管	匹伐他汀	2000 万-3000 万	3 家	高胆固醇
	豨莶通栓胶囊	近 1000 万	独家	脑梗塞
	替米沙坦	1000 万-1500 万	多家	降血压
内分泌	一君	>5000 万	独家	呼吸、泌尿系统感染
	卜可	>1000 万	独家	降血糖
儿科	珂立苏	近 1 亿	独家	新生儿呼吸窘迫综合症
	小儿复方氨基酸注射液	>5000 万	多家	营养输液
	儿泻康贴膜	>1000 万	独家	小儿肺感染腹泻
其他	果糖	>5000 万	多家	营养输液

资料来源：公司年报，公司网站，航天证券研发部

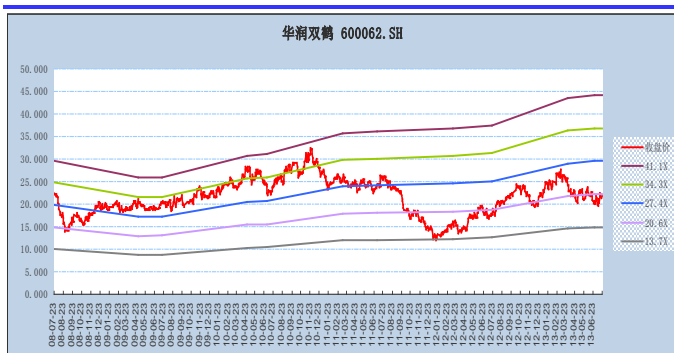
五、投资建议：估值优势显著，建议买入

我们对公司大输液两大明星产品 817 和三合一寄予厚望，同时，治疗性输液及腹透产品增长性也不可忽视，公司正处于内生性快速增长初期，而受输液行业集中度不断提高影响，外延式并购扩张更将为公司带来利好。去年至今年一季度降压 0 号的萎靡，拖累了心脑血管类产品收入增长，也使其市场表现受挫，今年二季度渠道清理结束，发货恢复正常，业绩上的增长将带来估值修复。加上处于快速增长期的二线品种助力，今年公司业绩将有较好表现，但我们更看好的是未来 817 和三合一的快速增长对公司明后两年产生的利好影响。由于招标进展无法估计，我们暂不考虑明星产品效应，同时也暂不考虑剔除商业产生的投资收益，预计公司在 2013 年-2015 年的收入分别为 50.64 亿元、62.79 亿元和 76.6 亿元，EPS 分别为 1.24 元、1.38 元和 1.62 元，对应当前股价的 PE 分别为 18 倍、16 倍和 13 倍，给予 2013 年 22 倍 PE，目标价为 27.25 元，建议买入。

六、风险提示

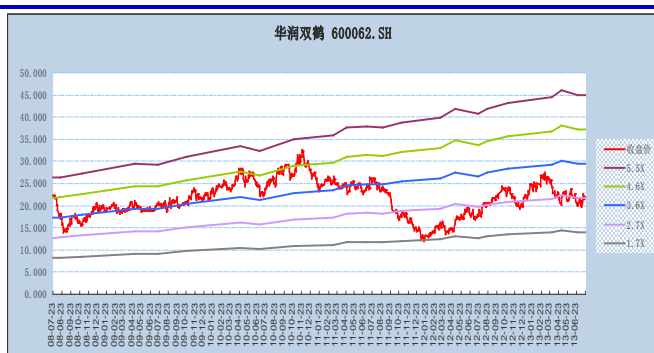
817 与三合一招标低于预期；大输液降价；并购存在不确定性；0 号恢复性增长不达预期。

图表 25: PE-bands



资料来源: Wind, 航天证券研发部

图表 26: PB-bands



资料来源: Wind, 航天证券研发部

财务报表预测

利润表 (百万元)

	2012	2013	2014	2015
	A	E	E	E
营业收入	6989	5064	6279	7660
营业成本	4661	2380	2951	3639
毛利	2328	2684	3328	4022
% 营业收入	33.3%	53.0%	53.0%	52.5%
营业税金及附加	54	39	48	59
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	1122	1519	1884	2298
% 营业收入	16.1%	30.0%	30.0%	30.0%
管理费用	438	354	440	536
% 营业收入	6.3%	7.0%	7.0%	7.0%
财务费用	2	1	2	2
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	33	-35	22	25
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	52	50	20	20
营业利润	731	855	953	1122
% 营业收入	10.5%	16.9%	15.2%	14.6%
营业外收支	31	20	20	20
利润总额	763	875	973	1142
% 营业收入	10.9%	17.3%	15.5%	14.9%
所得税费用	132	149	165	194
净利润	631	726	808	948
归属于母公司所有者的净利润	614.4	708.0	787.1	923.6
少数股东损益	16	18	20	24
EPS (元/股)	1.07	1.24	1.38	1.62

资产负债表 (百万元)

	2012	2013	2014	2015
	A	E	E	E
货币资金	1005	1626	1920	2295
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	984	710	880	1074
存货	779	398	493	608
预付账款	250	126	157	193
其他流动资产	138	165	204	249
流动资产合计	3892	3556	4313	5224
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	60	110	130	150
投资性房地产	82	82	82	82
固定资产合计	1832	1851	1854	1847
无形资产	222	200	180	162
商誉	110	110	110	110
递延所得税资产	22	0	4	4
其他非流动资产	223	223	223	223
资产总计	6508	6197	6961	7867
短期贷款	295	0	0	0
应付款项	960	489	607	748
预收账款	62	46	57	69
应付职工薪酬	78	40	49	61
应交税费	63	131	150	177
其他流动负债	224	152	188	231
流动负债合计	1682	858	1050	1286
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)

	2012	2013	2014	2015
	A	E	E	E
经营活动现金流净额	396	1340	732	854
取得投资收益收回现金	5	0	0	0
长期股权投资	-111	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-209	-210	-200	-200
其他	112	0	0	0
投资活动现金流净额	-208	-210	-200	-200
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	-106	-295	0	0
筹资成本	251	-214	-238	-279
其他	-477	0	0	0
筹资活动现金流净额	-332	-509	-238	-279
现金净流量	-144	621	294	375

递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	119	119	119	119
负债合计	1801	976	1169	1405
归属于母公司所有者权益	4654	5149	5700	6347
少数股东权益	53	72	92	116
股东权益	4707	5221	5792	6463
负债及股东权益	6508	6197	6961	7867

基本指标

EPS	1.075	1.238	1.377	1.616
BVPS	8.14	9.01	9.97	11.10
PE	18.79	16.30	14.66	12.50
PEG	1.29	1.12	1.01	0.86
PB	2.48	2.24	2.02	1.82
EV/EBITDA	11.43	9.27	8.21	6.86
ROE	13.2%	13.8%	13.8%	14.6%

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

