

# 华润双鹤

## 输液与制剂齐头并进，未来有望保持稳健增长

### 重点拓展制剂领域优势，未来增长线路清晰

我们认为，公司将重点发展制剂领域，核心产品受益政策保护，价格稳定；新包材 BFS 有望放量，带动输液业务稳定增长。此外，公司通过研发及收购不断丰富产品线，打造慢病业务平台，希望带动未来增长。我们认为目前股价对应 2016 年 13 倍预期市盈率的估值已过度反应招标降价及限制输液政策对公司业绩影响的悲观预期，我们看好公司未来稳健增长的发展趋势。

### BFS 新包材有望放量，带动输液产品增长

受输液限用、限抗、招标及二次议价等政策影响，公司输液领域 2015 年实现收入 23.2 亿元，同比下降 11.12%，占全公司收入 45%。尽管政策不利输液行业，但我们认为公司输液产品市场占有率较高，新型包材 BFS 由于其微粒风险较小、安全、无菌稳定性良好等优点，在 2015 年销量达到上一年的三倍。我们认为，BFS 在未来几年有望放量，带动输液领域收入稳步增长。我们预计 2016-2018 年输液业务收入增速为 5%/6%/6%。

### 核心制剂品种受益政策，价格稳定

公司心脑血管领域核心产品降压 0 号受益国家基药以及低价药目录，价格维持稳定，受招投标影响较小。内分泌药物核心产品糖适平受益渠道下沉，收入有望实现增长。儿科用药则受益于国家 22 日发表的关于加强儿童医疗卫生的意见，未来有望加速发展。公司通过收购华润赛科及济南利民实现产品线的扩充，进一步拓展慢病业务平台。随着招标周期结束，我们预计 2016-2018 年制剂销售收入有望实现 21.49%/19.96%/17.58% 的增长，其对毛利贡献占比为 71.93%/74.58%/76.65%。

### 估值：目标价下调至 32.74 元，维持“买入”评级

我们基于 DCF 模型（WACC 为 7.7%）得到新目标价 32.74 元，维持“买入”评级。

## Equities

中国  
药品

12 个月评级 **买入**  
保持不变

12 个月目标价 **Rmb32.74**  
之前: Rmb35.00

股价 **Rmb18.19**

路透代码: 600062.SS 彭博代码 600062 CH

### 交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb34.60-15.65
市值	Rmb13.2 十亿/US\$2.04 十亿
已发行股本	724 百万 (ORDA)
流通股比例	47%
日均成交量(千股)	5,308
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb91.6
普通股股东权益(12/16E)	Rmb6.99 十亿
市净率(12/16E)	1.9x
净债务 / EBITDA	NM

### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/16E	1.41	1.41	NM	1.26
12/17E	1.71	1.71	NM	1.41
12/18E	2.08	2.06	-1	1.63

赵冰, 博士

分析师

S1460515110001

bing.zhao@ubssecurities.com

+86-213-866 8814

重要数据 (Rmb 百万)	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
营业收入	6,835	4,281	5,138	5,665	6,456	7,292	7,934	8,636
息税前利润(UBS)	798	620	762	1,166	1,400	1,672	1,841	2,031
净利润(UBS)	613	554	661	1,019	1,238	1,492	1,660	1,847
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	1.07	0.97	0.91	1.41	1.71	2.06	2.29	2.55
每股股息 (Rmb)	0.34	0.00	0.19	0.28	0.34	0.42	0.46	0.51
现金 / (净债务)	1,200	1,372	767	1,652	2,526	3,470	4,503	5,566
盈利能力和估值	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
息税前利润率(%)	11.7	14.5	14.8	20.6	21.7	22.9	23.2	23.5
ROIC (EBIT) (%)	20.3	14.3	15.0	21.2	25.1	28.8	30.1	31.1
EV/EBITDA(core)x	10.9	10.8	13.0	8.2	6.5	5.1	4.2	3.4
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	21.0	20.0	27.3	12.9	10.6	8.8	7.9	7.1
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	3.5	5.2	3.8	7.3	7.6	8.2	9.1	9.3
净股息收益率(%)	1.5	0.0	0.7	1.6	1.9	2.3	2.5	2.8

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据 2016 年 04 月 14 日 21 时 56 分的股价(Rmb18.19)得出。

瑞银证券 证券估算 主题页 我们的观点与本文内容概览

[图示主题](#)→

关键问题

**问：受限制输液等政策影响，输液产品在未来三年是否还有盈利增长空间？**

是。公司作为输液行业的领军企业，在区域内具有较强的竞争优势，并拥有内封式聚丙烯输液 BFS(blow-fill-seal) 一体化的世界先进生产技术。我们预计 2016-2018 年输液业务收入增速为 5%/6%6%；随着高毛利产品销量增长，输液业务未来三年毛利 CAGR 有望达到 6%。

[更多](#)→

**问：制剂主要产品 2016 年是否会降价并拖累公司收入增长？**

不会。公司心脑血管用药核心品种受益低价药目录，内分泌领域受益终端下沉，而儿科领域在 2016 年有望恢复增长。公司主导产品中标价格保持平稳。随着招标周期结束，我们预计 2016-2018 年制剂销售收入有望实现 21.49%/19.96%/17.58% 的增长，其对毛利贡献占比为 71.93%/74.58%/76.65%。

[更多](#)→

瑞银证券 VIEW

公司的主要产品是输液和制剂，输液类虽然受到政策不利影响，但公司作为输液行业的领军企业，市场占有率较大，其 BFS 包材技术受市场青睐，因此我们认为公司输液产品不会出现大幅度下滑。制剂方面，核心产品受益于低价药目录，儿科将迎来政策红利，收入贡献提高，未来有望实现稳定增长。

论据

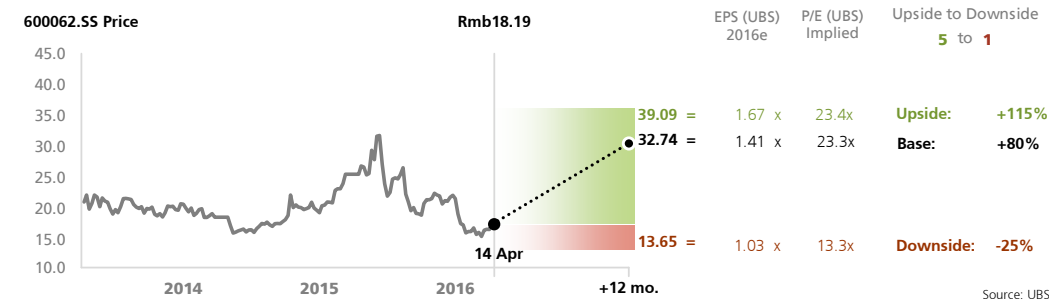
2015 年公司核心产品降压 0 号是基药中服药人数最多的复方降压制剂产品，基础输液市场份额排名第二，小儿复方氨基酸市场份额排名第一。2015 年输液和制剂对公司的毛利贡献占比分别为 66.57% 和 30.57%，制剂的毛利贡献逐年提高。

什么已反映在股价中？

公司当前股价仅对应 13 倍的 2016 年预期市盈率，低于公司历史平均估值水平，低于行业平均的 30 倍估值。瑞银剩余收益估值模型显示，公司股价中仅包含 -3% 的长期增长前景预期，低于同属处方药领域的恩华药业。我们认为公司当前的估值过于悲观地反映了输液政策及招标降价对公司收入增长的影响，同时没有预期到输液新产品及制剂领域的心脑血管、内分泌等对公司业绩的拉动。...

[更多](#)→

乐观/悲观情景分析



价值影响因素 (2016E)	输液收入增长	输液毛利率	制剂收入增长	制剂毛利率	EPS (元)
乐观情景估值 39.09 元	8.0%	38.0%	27.5%	70.6%	1.67
基准情景目标 价 32.74 元	5.0%	35.0%	21.5%	67.6%	1.41
悲观情景估值 13.65 元	2.0%	30.0%	16.5%	62.6%	1.03

Source: UBS

[更多](#)→

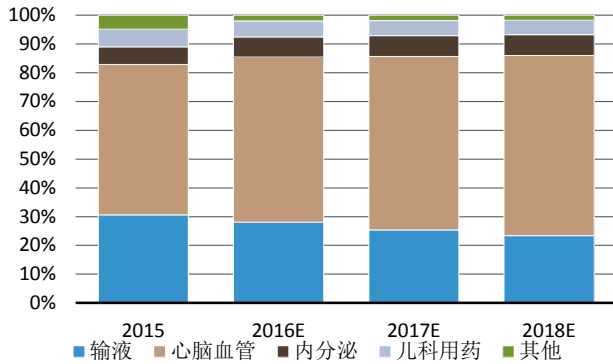
## 公司背景

华润双鹤（ss600062），前称为双鹤药业，主要从事药物的生产、加工与销售业务。公司产品主要分为三大类：大输液，心血管用药和内分泌类药物，主要产品包括降压 0 号，利复星，氧氟沙星等。除医药工业外，公司也涉足医药配送业务。

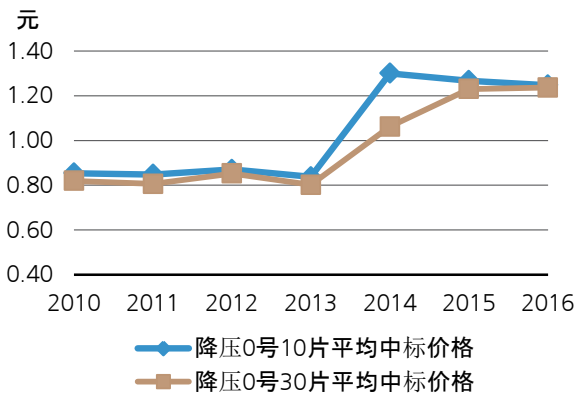
[更多 →](#)

图示主题

[返回](#) ↑



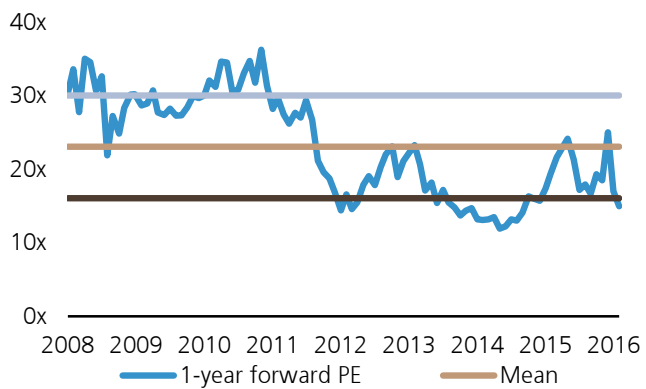
公司主要毛利来自于输液和心脑血管药物。



受益低价药目录等政策，核心品种如降压0号，近几年并没有大幅降价。



我们认为通过三大业务平台的发展模式，公司有良好的发展前景。



公司目前的估值处于历史较低水平。

上述图表来源: 公司数据, 瑞银证券估算

## 关键问题

[返回 ↑](#)**问: 受限制输液等政策影响, 输液产品在未来三年是否还有盈利增长空间?**

## 瑞银证券 VIEW

是。公司作为输液行业的领军企业, 在区域内具有较强的竞争优势, 并拥有内封式聚丙烯输液 BFS(blow-fill-seal)一体化的世界先进生产技术。我们预计 2016-2018 年输液业务收入增速为 5%/6%/6%; 随着高毛利产品销量增长, 输液业务未来三年毛利 CAGR 有望达到 6%。

## 论据

2015 年公司输液产品业绩下降的主要原因是受输液限用、辅助用药限用、医保控费以及二次议价等政策的不利影响。近年来公司注重产品结构以及包材的调整优化, 不断提升治疗性输液的比重以及提升基础输液中软袋输液的销售占比, 2015 年高毛利软包装输液系列产品销售占比提高了 5%。尤其是公司输液核心产品 BFS (Blow-Fill-Seal) 表现突出, 根据 2015 年报, 其销量达到上一年的三倍。2016 年公司计划持续调整产品结构与包材结构, 更有效地推广 BFS 产品的临床使用。

## 什么已经得到反映?

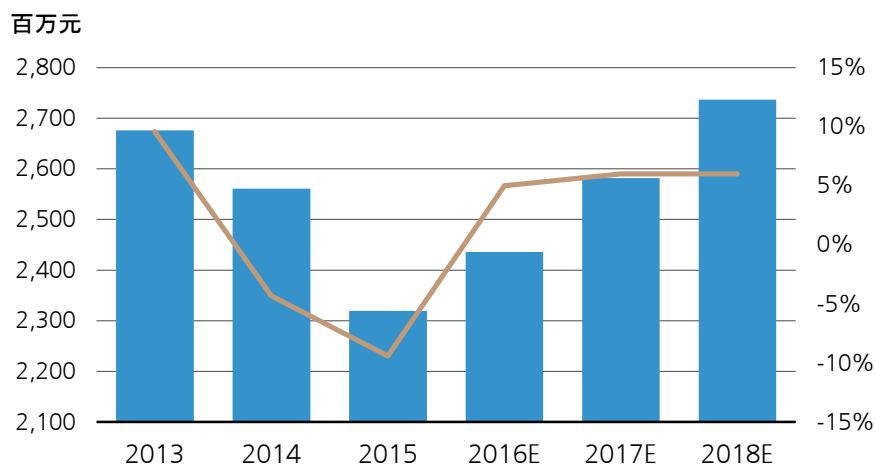
受市场对输液政策对公司业绩影响的担忧, 当前股价仅对应 13 倍的 2016 年预期 PE, 低于行业平均的 30 倍。我们认为, 公司目前的估值过度反应了输液政策对公司收入增长的影响, 而对于公司高毛利 BSF 产品销量增长, 抵消了输液行业受到的政策影响; 以及公司制剂业务的稳定增长则预期不足。我们对公司 2016-2017 年的 EPS 预测高于一致预期 12%/21%。

**受政策影响, 大输液产品 2015 年呈负增长**

大输液是指容量大于等于 50ml 并直接由静脉滴注输入体内的液体无菌制剂, 由于起效迅速、使用方便, 现已成为临床医疗不可或缺的一大类药物剂型。然而近年来出台的各项政策使得大输液行业面临巨大压力。这些政策包括: 2011 年出台的“限抗令”、新版 GMP 认证对无菌药品生产严格要求以及各省市颁布的限制输液的条款, 比如 2014 年安徽省卫计委推进“限抗令”, 公布了“53 种不需要输液”的疾病清单; 江苏省继 2011 年发布“史上最严格”的抗生素管理规范之后, 规定自 2016 年 7 月 1 日起, 全省二级以上医院(除儿童医院)全面停止门诊患者静脉注射抗菌药物, 2015 年年底, 除儿童医院外, 全省二级以上医院全面停止患者静脉注射。

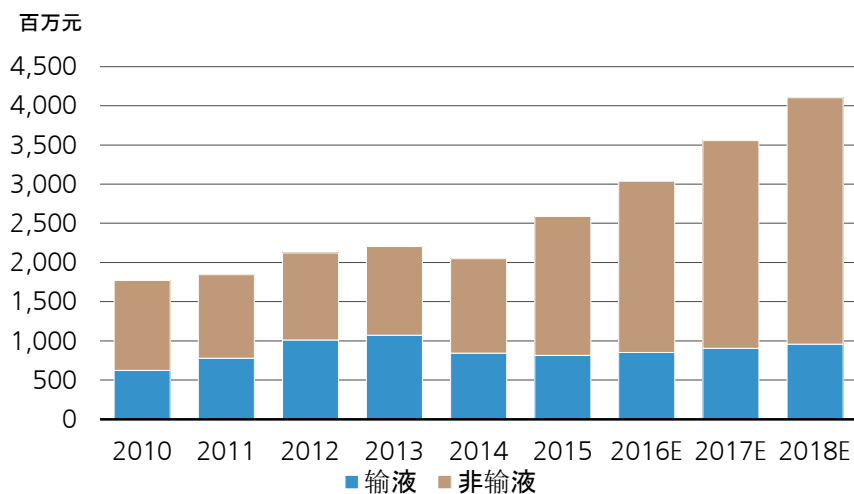
这些政策对于输液生产企业来说无疑是迎来了政策寒冬, 华润双鹤作为领军企业也受到了较大影响。2015 年公司实现营业收入 51.38 亿元, 同比下降 0.29%; 实现净利润 6.61 亿元, 同比下降 10.26%; 实现 EPS0.91 元。其中, 公司输液业务 2015 年收入 23.20 亿元, 同比下降 11.12%, 其中塑瓶销量为 8.37 亿瓶, 同比下降 16.29%, 软袋销量为 2.76 亿瓶, 同比下降 14.8%; 毛利率 35.13%, 同比下降 0.92 个百分点。2015 年公司的基础输液市场份额排名第二。公司输液产品业绩下降的主要原因是受输液限用、辅助用药限用、医保控费以及二次议价等政策的不利影响。

图表 1: 输液领域收入及同比增速



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 2: 输液与非输液产品毛利贡献



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

### 新建 BFS 生产线、包材升级优化有望成为公司输液业务新的突破口

公司输液产品主要包括基础性输液、治疗性输液以及肾科产品。近年来公司注重产品结构以及包材的调整优化, 不断提升治疗性输液的比重以及提升基础输液中软袋输液的销售占比, 2015 年高毛利软包装输液系列产品销售占比提高了 5%。

根据 2015 年年报, 公司输液核心产品 BFS (Blow-Fill-Seal) 表现突出, 销量达到上一年的三倍。我们认为在输液行业大环境不景气的背景下, 公司作为领军企业能够充分发挥其竞争优势, 市场集中度将进一步提高。公司核心产品内封式聚丙烯输液 (BFS), 即“吹塑-灌装-密封”一体化的生产技术, 是德国、美国等国家的大输液领域都在推行的技术, 目前被广泛应用于塑料包装最终灭菌产品、无菌产品等领域。由于 BFS 拥有微粒风险较小、安全、无菌稳定性良好、交叉感染几率小等优点, BFS 输液产品在德国的市场占有率已

达到 75%左右。公司于 2012 年率先引入该技术，利用国际先进的 BFS 一体化生产技术优势，输液业务有望为公司贡献业绩增长。随着我国愈发重视输液品质安全，将为公司带来良好的发展机遇。我们认为利用 BFS 升级包材将成为公司输液业务新的突破口，并持续为公司输液业务带来业绩增长。根据 2015 年年报，为推动输液产业升级，公司全资子公司滨湖双鹤新建 2 条 BFS 输液生产线，投资估算 6,582 万元。我们预计 2016-2018 年输液业务收入增速为 5%/6%6%；随着高毛利产品销量增长，抵消了输液行业受到的政策影响，输液业务未来三年毛利 CAGR 有望达到 6%。

**图表 3: 输液领域主要产品**

分类	药物
基础性输液	软袋输液、塑瓶输液、玻瓶输液、内封式聚丙烯输液（BFS）、聚丙烯共混袋输液（817）等
治疗性输液	甲磺酸左氧氟沙星注射液(利复星)、盐酸氨溴索葡萄糖注射液（欣得生）、果糖注射液（护川）、转化糖注射液（英凡舒）、羟乙基淀粉 [200/0.5] 氯化钠注射液（盈源）等
肾科产品	腹膜透析液、血滤置换透析液等

来源: 公司数据

## 关键问题

[返回 ↑](#)

### 问: 制剂主要产品 2016 年是否会降价并拖累公司收入增长?

#### 瑞银证券 VIEW

不会。公司心脑血管用药核心品种受益低价药目录，内分泌领域受益终端下沉，而儿科领域在 2016 年有望恢复增长。公司主导产品中标价格保持平稳。随着招标周期结束，我们预计 2016-2018 年制剂销售收入有望实现 21.49%/19.96%/17.58% 的增长，其对毛利贡献占比为 71.93%/74.58%/76.65%。

#### 论据

公司降压领域核心品种是复方利血平氨苯蝶啶片（降压 0 号），用于治疗轻、中度高血压，入选国家基本药物目录以及《国家低价药目录》，性价比高，是基药中服药人数最多的复方降压制剂产品。受益国家政策的保护，我们认为降压 0 号不仅不会降价，反而有望随着招标降价进入尾声，实现销量的增长。受益终端下沉，糖适平 2016 年公布的部分省份的平均中标价还上升了 18%。

#### 什么已经得到反映?

公司当前股价仅对应 13 倍的 2016 年预期 PE，低于行业平均的 30 倍，也处于公司历史低位。我们认为，公司目前的估值过度反应了招标降价对公司制剂收入增长的影响，而对于公司主导产品受益政策红利及渠道下沉，中标价格保持稳定则预期不足。根据瑞银剩余收益估值模型，公司当前股价所隐含的长期增长预期为-3%，低于同属处方药领域的恩华药业。

### 大部分制剂产品受招投标价格影响较小

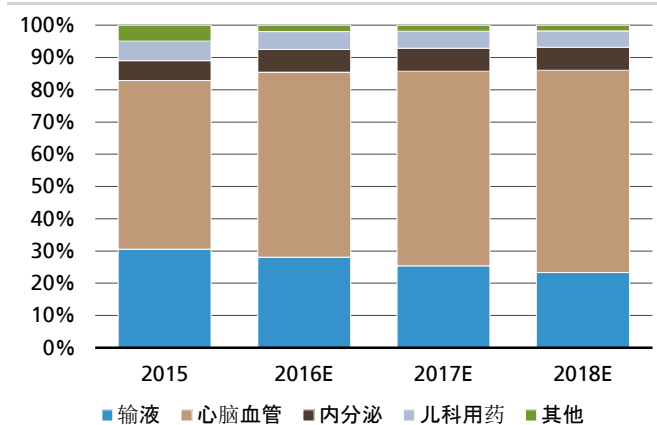
为弥补输液业务受不利政策影响，我们认为公司近期将发展战略聚焦心脑血管、内分泌、儿科等领域的制剂药品。2015 年制剂药品实现营业收入 26.59 亿元，同比增长 7.62%；毛利率 66.73%，同比下降 0.84 个百分点。2015 年制剂占收入比重为 51.74%，贡献毛利占比 66.57%。公司的制剂业务主要分为心脑血管、内分泌、儿科及其他。2015 年，心脑血管用药实现收入 17.87 亿元，同比增长 10.47%，占制剂收入比率达到 67%；毛利率 78.05%，同比下降 1.08 个百分点；内分泌用药营业收入 2.41 亿元，同比增长 11.01%；毛利率 67.84%，同比增长 2.29 个百分点；儿科用药营业收入 2.18 亿元，同比下降 11.79%；毛利率 74.03%，同比下降 2.5 个百分点。

#### 1) 心脑血管用药：核心品种受益低价药目录。

分产品看，2015 年，降压领域产品收入增长 9%。公司降压领域核心品种是复方利血平氨苯蝶啶片（降压 0 号），用于治疗轻、中度高血压，入选国家基本药物目录以及《国家低价药目录》，性价比高，是基药中服药人数最多的复方降压制剂产品。公司抓住低价药发展机会，2015 年虽然降压 0 号销量达到 9.32 亿片，销量同比下降 15.43%；但是其销售收入同比增长 9%。受益国家政策的保护，我们认为降压 0 号不仅不会降价，反而有望随着招标降价进入尾声，实现销量的增长。2015 年，降脂领域产品增长 128%。降脂药

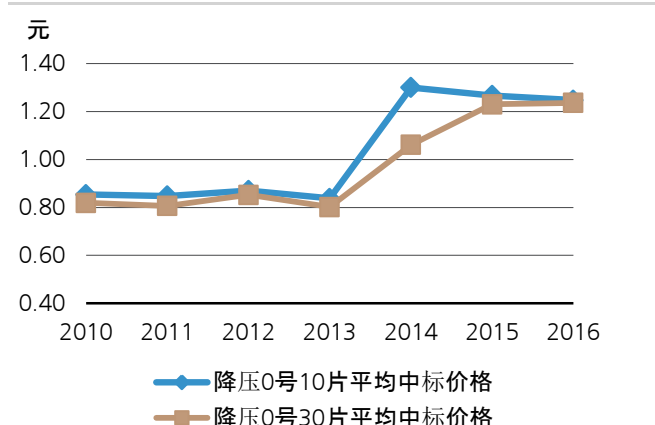
匹伐他汀钙市场导入良好，2015 销量达到 2656 万片，同比增长 124.10%。我们预计，随着心脑血管核心品种的销量增长，2016-2018 年心脑血管用药销售收入有望实现 25%/23%/20% 的增长，毛利率则保持稳中有升趋势。

图表 4: 分产品毛利贡献



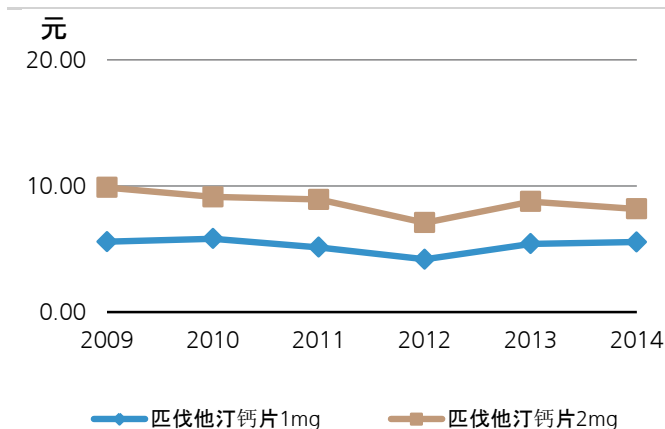
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 5: 降压 0 号部分省份平均中标价格



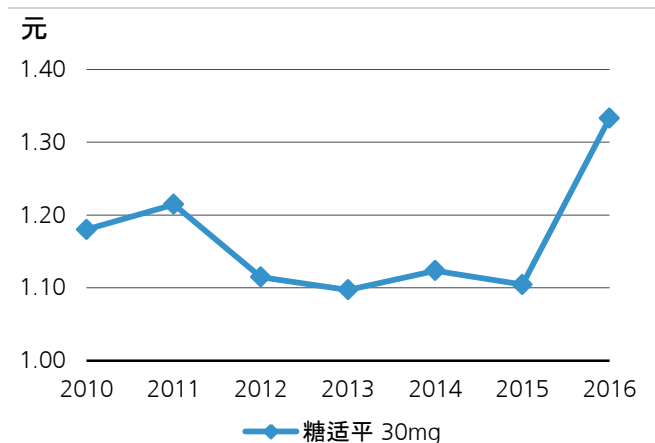
来源: PDB, 瑞银证券整理

图表 6: 匹伐他汀钙 2009-2014 年部分省份平均中标价格



来源: PDB, 瑞银证券整理

图表 7: 糖适平 2010-2016 年部分省份平均中标价格



来源: PDB, 瑞银证券整理

## 2) 内分泌领域: 受益终端下沉

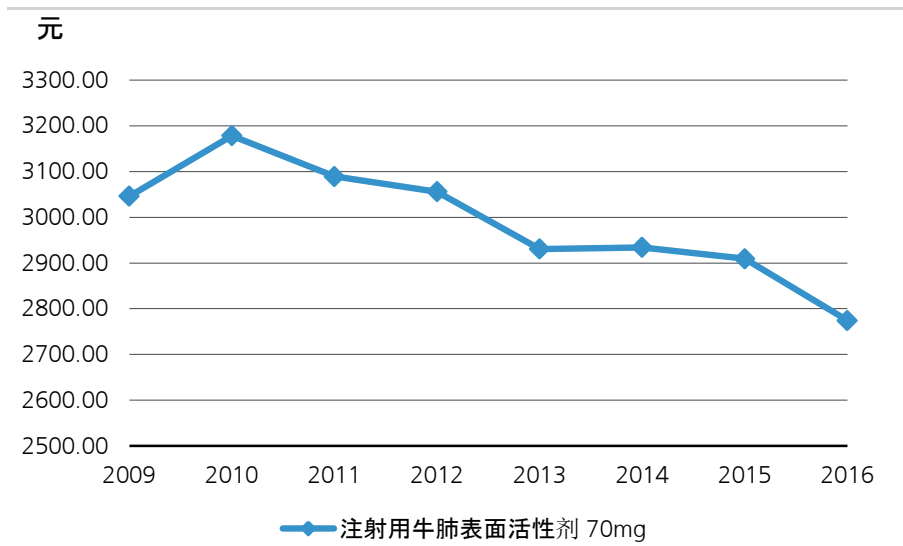
2015 年, 公司降糖领域收入增长 11%。降糖领域核心品种糖适平受益终端下沉, 2015 年销量达到 2.55 亿片, 同比增长 11.47%。2016 年公布的部分省份的平均中标价还上升了 18%。我们认为, 未来随着市场开发力度的深入, 2016-2018 年内分泌领域用药销售收入有望实现 30%/20%/15% 的增长, 毛利率则保持平稳。

## 3) 儿科领域: 2016 年有望恢复增长

2015 年, 受新生儿出生率下降、招标降价等原因, 儿科领域收入增速下降。由于当前儿童医疗缺口巨大, 中央深改组于 3 月 22 日发表《关于加强儿童医

疗卫生服务改革与发展的意见》，旨在加强儿童医疗卫生服务改革与发展，因此公司儿科用药有望受益政策红利。公司儿科领域独家品种注射用牛肺表面活性剂（珂立苏）适用于新生儿呼吸窘迫综合症（RDS，又称肺透明膜病）的治疗。由于受到招标、二次议价以及新生儿出生率下降等因素影响，珂立苏 2015 年销量为 5.8 万瓶，同比下滑 0.89%。我们认为随着国家对儿科领域重视程度以及管理的加强，儿科用药有望恢复增长。我们预计，2016-2018 年儿科领域用药销售收入有望实现 5%/10%/10% 的增长，毛利率则保持平稳。

图表 8: 独家品种注射用牛肺表面活性剂（珂立苏）省均中标价格



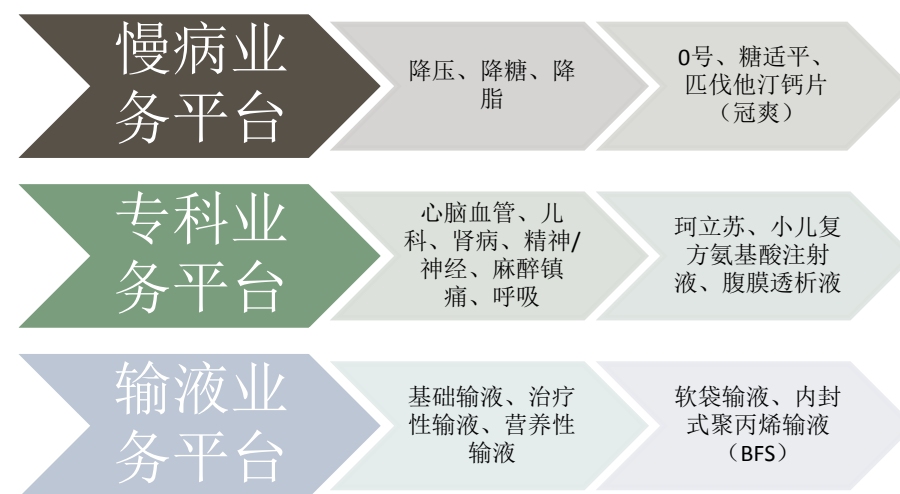
来源: PDB, 瑞银证券整理

### 积极布局慢病业务平台，收购华润赛科、济南利民以丰富产品线

公司形成了明确的三大业务平台发展模式，即慢病业务平台、专科业务平台以及输液业务平台。近年来国家对慢病管理日益重视，公司近年积极布局慢病业务平台，聚焦降压、降糖、降脂领域，我们认为在未来几年，公司的发展中心将集中在制剂药物，将现有产品的优势继续扩大。2015 年，公司还通过收购的形式进一步丰富产品线。2015 年 4 月华润双鹤支付 5.3 亿元现金以及发行股份收购华润赛科 100% 股权，华润赛科主要经营制造片剂、硬胶囊剂、小容量注射剂等产品，主要产品是治疗轻、中度原发性高血压的苯磺酸氨氯地平片（压氏达）。2015 年 8 月华润双鹤以 7.13 亿元现金收购济南利民 60% 的股权，济南利民主要经营西药的制造、销售等，其主要产品包括用于治疗高血压的厄贝沙坦分散片，用于心绞痛、原发性高血压的硝苯地平缓释片（II）以及用于颅脑损伤或脑血管意外引起的神经系统的后遗症的胞磷胆碱钠片。这两次收购有助于公司进一步拓宽产品线，大力发展慢病以及专科业务平台。

我们认为公司在未来几年将重点发展制剂产品，2016-2018 年制剂销售收入有望实现 21.49%/19.96%/17.58% 的增长，其对毛利贡献占比为 71.93%/74.58%/76.65%。

图表 9: 公司三大业务平台



来源: 公司数据

## 盈利预测

### 2015 年业绩基本符合预期

公司 2015 年业绩基本符合我们预期，与 2015 实际数字相比较，我们此前预测差别较大的几个方面主要有：

- **高估了输液产品的收入及毛利。** 输液产品 2015 年实现收入 23 亿元，同比下降了 11.12%，低于我们的预期。主要是因为受到输液限用和控费的影响，基础输液价格下降。受到此影响，公司业绩不如我们预期。
- **高估了非输液产品的收入及毛利。** 非输液产品 2015 年实现收入 27 亿元，同比增长 59.12%，低于我们的预期。主要原因是儿科用药不及我们预期，2015 年儿科用药收入同比下降 11.79%，受到新生儿出生率下降、招投标等影响较大。
- **低估了销售费用。** 主要原因是 1) 公司对于 2014 财务报告进行追溯调整，将销售费用提升了 24%，而我们此前的预测是建立在调整前的财务报告；2) 制剂产品销售占比增加，公司积极开展各项学术活动，构建医生患者网络；3) 拓展销售网络，销售人员增加。
- **低估了管理费用。** 主要原因是公司对于 2014 财务报告进行追溯调整，将销售费用提升了 25%，而我们此前的预测是建立在调整前的财务报告。
- **高估了财务费用。** 主要原因是公司对于 2014 财务报告进行追溯调整，将销售费用下调了 23%，而我们此前的预测是建立在调整前的财务报告。

图表 10: 2015 业绩回顾 (百万元)

	2014A (调整前)	2014A (调整后)	2015A	2015E	YoY change	Diff vs UBS
收入	4281	5153	5138	5585	-0.29%	8.7%
输液	2561	2832	2320	2517	-18.08%	8.5%
非输液	1671	2851	2659	3068	-6.74%	15.4%
毛利	2639	2842	2665	2841	-6.22%	6.6%
输液	845	1163	815	816	-29.92%	0.2%
非输液	1205	2050	1774	2024	-13.45%	14.1%
毛利率	51.21%	50.24%	51.87%	50.87%	1.63%	-1.0%
输液	32.99%	33.36%	35.13%	32.44%	1.77%	-2.7%
非输液	72.13%	66.82%	66.73%	65.98%	-0.09%	-0.7%
销售费用	932	1157	1226	872	5.95%	-28.8%
销售费用率	21.78%	22.45%	23.85%	15.62%	0.01ppt	-0.08ppt
管理费用	472	591	623	452	5.44%	-27.5%
管理费用率	28.24%	11.46%	23.43%	8.09%	0.12ppt	-0.15ppt
财务费用	-18	-14	-21	-40	45.36%	93.6%
财务费用率	-2.17%	-0.28%	-2.53%	-0.72%	-0.02ppt	0.02ppt
归母净利润	542	737	661	749	-10.26%	13.3%
EPS	0.948	1.017	0.912	1.311	-10.26%	43.6%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

## 未来三年有望维持稳定增长

我们预计 2016-2018 年, 公司制剂收入将实现 20% 左右的增长, 毛利率基本保持稳定; 输液收入将实现 5% 左右的增长, 毛利率保持稳定。

图表 11: 产品分项预测

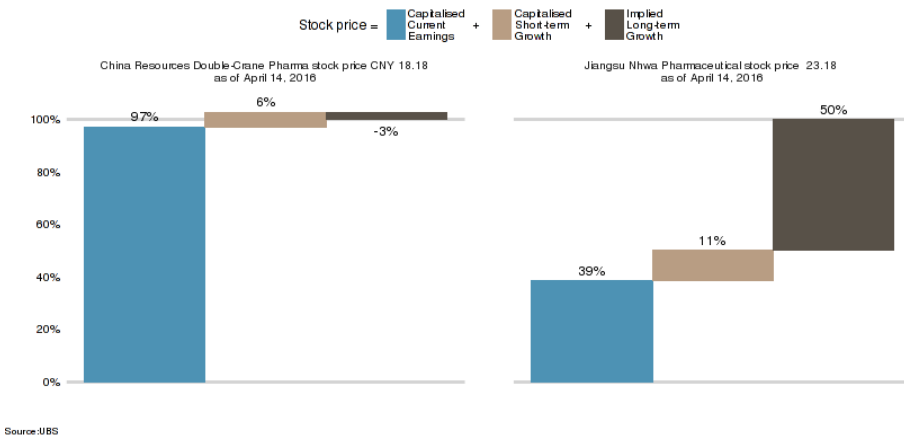
百万元	2015	2016E	2017E	2018E
<b>输液</b>				
收入	2320	2435	2582	2737
YoY	-18%	5%	6%	6%
毛利率	35%	35%	35%	35%
毛利	815	852	904	958
<b>心脑血管</b>				
收入	1787	2234	2748	3297
YoY		25%	23%	20%
毛利率	78%	78%	78%	78%
毛利	1395	1743	2143	2572
<b>内分泌</b>				
收入	241	314	376	433
YoY		30%	20%	15%
毛利率	68%	68%	68%	68%
毛利	164	213	256	294
<b>儿科</b>				
收入	218	229	252	277
YoY		5%	10%	10%
毛利率	74%	74%	74%	74%
毛利	161	169	186	205
<b>其他</b>				
收入	573	454	499	549
YoY		-21%	10%	10%
毛利率	23%	13%	13%	13%
毛利	131	60	66	72
<b>合计</b>				
收入	5138	5665	6456	7292
YoY	20%	10%	14%	13%
毛利率	52%	54%	55%	56%
毛利	2665	3037	3555	4101

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

什么已反映在股价中?

[返回](#) ↑

股价所反映的华润双鹤长期增长预期小于恩华药业。



公司当前股价仅对应 13 倍的 2016 年预期市盈率，低于公司历史平均估值水平，低于行业平均的 30 倍估值。瑞银剩余收益估值模型显示，公司股价中仅包含-3%的长期增长前景预期，低于同属处方药领域的恩华药业。我们认为公司当前的估值过于悲观地反映了输液政策及招标降价对公司收入增长的影响，同时没有预期到输液新产品及制剂领域的心脑血管、内分泌等对公司业绩的拉动。

根据瑞银剩余收益估值模型，当前股价所隐含的长期增长预期为-3%，呈现负增长趋势。恩华药业的医药工业主要产品集中在麻醉类和精神类产品上。2015 年麻醉收入占医药工业收入比重 48.6%，毛利占医药工业毛利的 55.9%；精神类收入占医药工业收入的 35.2%，精神类占医药工业毛利的 35.8%。麻醉类和精神类产品主要以政府定价为主，因此其价格稳定，受招标降价影响较小。我们预计 2016-2018 年公司医药工业收入有望维持 20% 的稳定增长，其目前股价包含 50% 对未来的预期。我们认为，随着 BFS 等新型包材投入市场后，公司未来输液领域收入不会出现大幅下跌；而制剂领域主导产品在心脑血管、内分泌领域价格稳定，公司未来有望保持稳定的收入增长。

## 估值：目标价 32.74 元

我们基于 DCF 模型 (WACC=7.7%) 推导出公司目标价 32.74 元，维持“买入”评级。在 DCF 模型中，考虑到无风险利率的下降，WACC 由原来的 8.3% 下降至 7.7%；同时，考虑到输液面临经营环境仍较为严峻、行业收入

增速下滑趋势明显，而公司的输液新包材 BFS 以及心脑血管和内分泌药物有望使公司保持稳定增长。综合考虑这些基本面因素，给我们将公司中期 ROIC 由 32.5% 调低至 20%。

图表 12: DCF 估值

假设		估值	(人民币 百万元)	各阶段的企业价值分解 (人民币 百万元)	
第二阶段时间跨度	10	第一阶段 DCF 估值	5,022		1% 合晋公司价值
再投资率	50.0%	第二阶段 DCF 估值	7,864		
第二阶段投入资本回报率	20.0%	第三阶段终值	9,337		
第二阶段增长率	10.0%	非核心业务价值	177		
终期增长率	5.0%	<b>企业价值</b>	<b>22,400</b>		
终期投入资本	9.5%	调整:			
		净现金(净债务)	1,652		
		少数股东权益	(330)		
		<b>净现值</b>	<b>23,722</b>		
		已发行股份数(百万)	724		
<b>加权平均资本成本</b>		<b>目标价(元)</b>	<b>32.74</b>		
无风险利率	3.0%				
权益风险溢价	5.0%				
β系数	0.9				
权益成本	7.7%				
债务成本	5.6%				
边际税率	15.0%				
税后债务成本	4.8%				
债务/总资本	0.0%				
加权平均资本成本	7.7%				

来源: 瑞银证券估算

## 可比公司估值

我们选取了 A 股上市公司的普药类处方药公司进行对比。可比公司 2016 年业绩平均预期 PE 为 44 倍，而公司目前股价对应 2016 年预期 PE 仅为 13 倍，低于行业平均。我们认为目前的估值水平过度反应了公司基本面的负面预期，低估了公司产品的平稳增长潜力，以及新产品线对公司收入增长的促进作用。我们认为目标价对应公司 2016 年预期 PE 23 倍基本合理。

图表 13: 可比公司估值

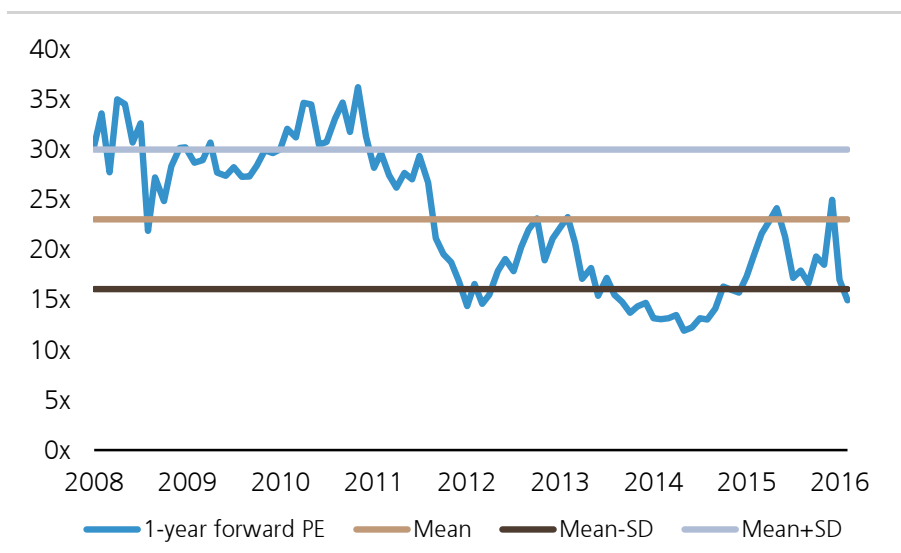
证券代码	证券简称	EPS (元/股)		当前股价 (元)	PE		ROE	
		2016E	2017E		2016E	2017E	2016E	2017E
002422.SZ	科伦药业	0.54	0.65	15.49	28.45	23.94	7%	7%
300110.SZ	华仁药业	0.29	0.43	9.53	33.33	22.41	6%	8%
600276.SS	恒瑞医药*	1.38	1.70	47.22	34.16	27.82	24%	24%
600079.SS	人福医院	0.68	0.88	17.68	26.19	19.99	11%	13%
002773.SZ	康弘药业	1.12	1.43	69.39	61.92	48.40	24%	24%
300006.SZ	莱美药业	0.56	0.80	38.42	68.95	47.85	8%	11%
300194.SZ	福安药业	0.37	0.47	19.25	52.54	41.32	4%	5%
平均		0.70	0.91	31.00	43.65	33.10	12%	13%
600062.SS	华润双鹤*	1.41	1.71	18.18	12.92	10.60	16%	17%

来源: Wind, 瑞银证券估算。注: \*为瑞银证券估算, 其余公司预测来自 Wind 一致预期, 股价为 2016 年 4 月 14 日收盘价。

## 估值处于历史低点

公司当前股价的动态市盈率目前只有 13 倍，低于历史平均水平 23 倍 PE，公司估值达历史低点。我们认为公司的估值水平过度反应了受招标降价以及输液政策影响公司收入增速下滑的预期，而对于公司基本上出现的积极变化则反应不足，比如新包材 BFS 的投市以及慢病平台的开发，制剂产品有望保持稳定增长等。

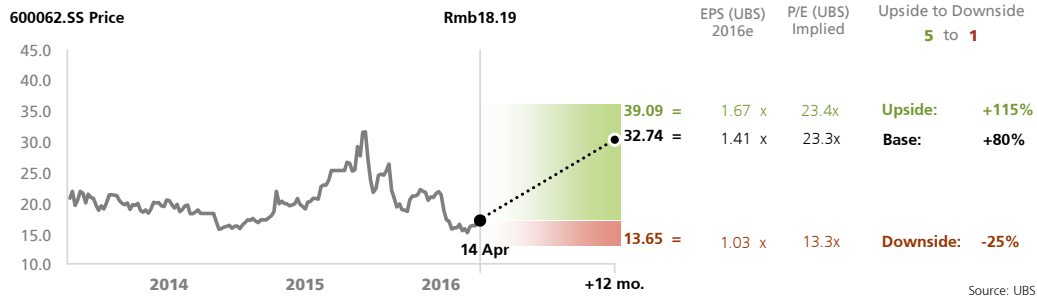
图表 14: 1-year forward PE



来源: Bloomberg, 瑞银证券估算

乐观/悲观情景分析

[返回](#) ↑



华润双鹤目前股价报 18.18 元（4 月 14 日收盘价）。

价值影响因素 (2016E)	输液收入增长	输液毛利率	制剂收入增长	制剂毛利率	EPS (元)
乐观情景估值 39.09 元	8.0%	38.0%	27.5%	70.6%	1.67
基准情景目标 价 32.74 元	5.0%	35.0%	21.5%	67.6%	1.41
悲观情景估值 13.65 元	2.0%	30.0%	16.5%	62.6%	1.03

Source: UBS

当前股价面临的风险明显偏于上档(5:1)

华润双鹤目前股价报 18.18 元 (4 月 14 日收盘价)。

**乐观情景 (每股估值 39.09 元):** 若公司高毛利的包材销售情况好于预期，输液业务收入快速增长；同时药品招标降价情况好于预期，且公司大多数省份招标顺利。我们假设乐观情景下公司输液业务收入增速高于基准假设的 3 个百分点，输液业务毛利率高于基准假设的 3 个百分点；制剂收入增速高于基准假设的 6 个百分点，制剂毛利率高于基准假设的 3 个百分点。我们估算 2016 年 EPS1.67 元/股，对应每股估值为 39.09 元。

**基准情景 (目标价 32.74 元):** 基准假设：公司输液业务收入 2016 年增长 5%，输液业务毛利率 35%；制剂业务收入增长 21.5%，制剂业务毛利率 67.6%，得出 2016 年 EPS1.41 元/股，目标价为 32.74 元。

**悲观情景 (每股估值 13.65 元):** 若公司高毛利的包材销售情况低于预期，输液业务收入增长下滑；同时制剂类产品招标降价情况不达预期，且公司在一些省份降价严重甚至弃标。我们假设悲观情景下公司输液业务收入增速低于基准假设的 3 个百分点，输液业务毛利率低于基准假设的 5 个百分点；制剂收入增速低于基准假设的 5 个百分点，制剂毛利率低于基准假设的 5 个百分点。我们估算 2016 年 EPS1.03 元/股，对应每股估值为 13.65 元。

## 公司背景

[返回](#) ↑

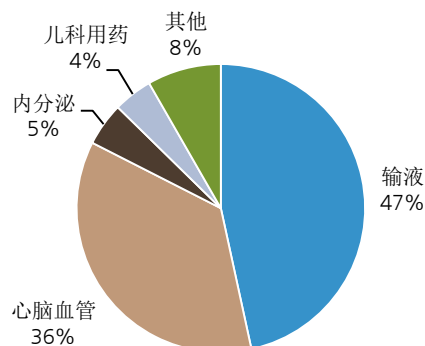
市值	Rmb13.2bn
已发行股票数量	724m (COM)
行业与前景	工业与商业，多元
地区	中国
网站	www.dcp.com

华润双鹤 (ss600062)，前称为双鹤药业，主要从事药物的生产、加工与销售业务。公司产品主要分为三大类：大输液，心血管用药和内分泌类药物，主要产品包括降压 0 号，利复星，氧氟沙星等。除医药工业外，公司也涉足医药配送业务。

### 行业前景

公司是大输液领域龙头企业，销售规模居全国第二位。我国大输液行业销售量自 2006 年至 2010 年保持了高速增长，增速从 2007 年的 5% 提升至 2010 年的 37%，这主要是受益于新医改的政策。2011 年，由于“唯低是取”的基药招标政策，玻璃瓶包装大规模退出市场，致使当年的大输液销量增速迅速下降至 5%，2012 年，塑瓶替代玻璃瓶输液的缺口，增速回升至 14%。12 年全国大输液消费量约 130 亿瓶/袋。我们相信未来行业将保持稳定增长。

2015 年主营业务分产品收入 (%)



主营业务分产品毛利拆分 (百万元)

	2015	2016E	2017E	2018E
输液	815	852	904	958
心脑血管	1395	1743	2143	2572
内分泌	164	213	256	294
儿科用药	161	169	186	205
其他	54	60	66	72
合计	2589	3037	3555	4101

来源: 公司数据, 瑞银证券估算



# 华润双鹤 (600062.SS)

	12/13	12/14	12/15	12/16E	%	12/17E	%	12/18E	12/19E	12/20E
<b>损益表(Rmb 百万)</b>										
营业收入	6,835	4,281	5,138	5,665	10.3	6,456	14.0	7,292	7,934	8,636
毛利	2,365	2,075	2,665	3,037	14.0	3,555	17.0	4,101	4,488	4,913
息税折旧摊销前利润(UBS)	1,067	894	1,038	1,474	42.0	1,729	17.3	2,025	2,227	2,457
折旧和摊销	(269)	(273)	(276)	(308)	11.7	(329)	6.8	(354)	(386)	(426)
息税前利润(UBS)	798	620	762	1,166	52.9	1,400	20.1	1,672	1,841	2,031
联营及投资收益	0	0	24	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	23	32	0	0	-	0	-	0	0	0
净利息	(12)	18	21	36	74.2	62	73.4	90	119	151
例外项目 (包括商誉)	258	(12)	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	1,067	658	807	1,202	49.0	1,463	21.7	1,761	1,960	2,181
税项	(193)	(115)	(142)	(180)	-27.0	(219)	-21.7	(264)	(294)	(327)
税后利润	873	544	665	1,022	53.7	1,243	21.7	1,497	1,666	1,854
优先股股息及少数股权	(3)	(2)	(4)	(3)	18.4	(5)	-75.5	(5)	(7)	(7)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	871	542	661	1,019	54.1	1,238	21.5	1,492	1,660	1,847
净利润(UBS)	613	554	661	1,019	54.1	1,238	21.5	1,492	1,660	1,847
税率(%)	18.1	17.4	17.6	15.0	-14.7	15.0	0.0	15.0	15.0	15.0
<b>每股(Rmb)</b>										
每股收益(UBS 稀释后)	1.07	0.97	0.91	1.41	54.1	1.71	21.5	2.06	2.29	2.55
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	1.52	0.95	0.91	1.41	54.1	1.71	21.5	2.06	2.29	2.55
每股收益(UBS, 基本)	1.07	0.97	0.91	1.41	54.1	1.71	21.5	2.06	2.29	2.55
每股股息净值(Rmb)	0.34	0.00	0.19	0.28	53.5	0.34	21.3	0.42	0.46	0.51
每股账面价值	9.33	10.76	8.43	9.65	14.5	11.07	14.8	12.79	14.66	16.75
平均股数(稀释后)	571.70	571.70	724.47	724.47	0.0	724.47	0.0	724.47	724.47	724.47
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>										
现金和现金等价物	1,410	1,373	778	1,663	113.7	2,538	52.6	3,482	4,514	5,578
其他流动资产	2,421	3,003	2,981	3,188	6.9	3,604	13.0	4,039	4,385	4,763
流动资产总额	3,831	4,376	3,759	4,851	29.0	6,142	26.6	7,520	8,899	10,341
有形固定资产净值	2,017	2,323	2,444	2,413	-1.3	2,446	1.4	2,609	2,895	3,296
无形资产净值	494	536	1,370	1,401	2.3	1,427	1.9	1,448	1,464	1,475
投资/其他资产	138	170	190	189	-0.7	187	-0.7	186	185	184
总资产	6,481	7,405	7,763	8,854	14.0	10,202	15.2	11,763	13,443	15,295
应付账款和其他短期负债	819	1,090	1,104	1,307	18.4	1,618	23.8	1,932	2,247	2,579
短期债务	210	0	0	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	1,029	1,090	1,104	1,307	18.4	1,618	23.8	1,932	2,247	2,579
长期债务	0	1	11	11	0.0	11	0.0	11	11	11
其它长期负债	116	135	214	214	0.0	214	0.0	214	214	214
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	1,145	1,226	1,329	1,532	15.3	1,843	20.3	2,157	2,472	2,804
普通股股东权益	5,333	6,153	6,107	6,991	14.5	8,023	14.8	9,265	10,624	12,136
少数股东权益	3	25	327	330	0.9	336	1.6	341	348	355
负债和权益总计	6,481	7,405	7,763	8,854	14.0	10,202	15.2	11,763	13,443	15,295
<b>现金流量表(Rmb 百万)</b>										
净利润(支付优先股股息前)	871	542	661	1,019	54.1	1,238	21.5	1,492	1,660	1,847
折旧和摊销	269	273	276	308	11.7	329	6.8	354	386	426
营运资本变动净值	(324)	47	(228)	101	-	(118)	-	(52)	(21)	(6)
其他营业性现金流	(269)	(128)	(8)	(153)	NM	(67)	56.4	(171)	(144)	(203)
经营性现金流	546	734	701	1,274	81.7	1,382	8.5	1,622	1,880	2,065
有形资本支出	(99)	(158)	(155)	(256)	-65.6	(336)	-31.2	(486)	(636)	(786)
无形资本支出	0	0	0	(51)	-	(51)	0.0	(51)	(51)	(51)
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	198	(222)	(555)	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	99	(380)	(710)	(307)	56.8	(387)	-26.1	(537)	(687)	(837)
已付股息	(185)	(196)	0	(134)	-	(206)	-53.5	(249)	(301)	(335)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(12)	(261)	(427)	51	-	85	66.52	108	140	170
债务及优先股变化	86	(146)	(156)	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	(111)	(603)	(584)	(83)	85.8	(121)	-45.5	(141)	(161)	(164)
现金流量中现金的增加/(减少)	534	(248)	(593)	885	-	875	-1.1	944	1,032	1,064
外汇/非现金项目	(129)	211	(2)	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	405	(37)	(595)	885	-	875	-1.1	944	1,032	1,064

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 华润双鹤 (600062.SS)

估值(x)	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	14.8	20.4	27.3	12.9	10.6	8.8	7.9	7.1
市盈率 (UBS, 稀释后)	21.0	20.0	27.3	12.9	10.6	8.8	7.9	7.1
股价/每股现金收益	14.6	13.4	19.3	9.9	8.4	7.1	6.4	5.8
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	3.5	5.2	3.8	7.3	7.6	8.2	9.1	9.3
净股息收益率(%)	1.5	0.0	0.7	1.6	1.9	2.3	2.5	2.8
市净率	2.4	1.8	3.0	1.9	1.6	1.4	1.2	1.1
企业价值/营业收入(核心)	1.7	2.3	2.6	2.1	1.7	1.4	1.2	1.0
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	10.9	10.8	13.0	8.2	6.5	5.1	4.2	3.4
企业价值/息税前利润(核心)	14.5	15.6	17.7	10.4	8.0	6.2	5.1	4.1
企业价值/经营性自由现金流(核心)	15.2	14.6	18.0	10.0	8.0	6.1	5.0	4.0
企业价值/运营投入资本	2.9	2.2	2.7	2.2	2.0	1.8	1.5	1.3
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>	<b>12/20E</b>
市值	12,855	11,076	14,546	13,178	13,178	13,178	13,178	13,178
净债务 (现金)	(1,200)	(1,366)	(1,069)	(1,209)	(2,089)	(2,998)	(3,987)	(5,035)
少数股东权益	3	5	176	329	333	338	345	351
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>11,658</b>	<b>9,715</b>	<b>13,653</b>	<b>12,298</b>	<b>11,422</b>	<b>10,518</b>	<b>9,536</b>	<b>8,495</b>
非核心资产	(55)	(49)	(177)	(177)	(177)	(177)	(177)	(177)
<b>核心企业价值</b>	<b>11,603</b>	<b>9,666</b>	<b>13,476</b>	<b>12,120</b>	<b>11,245</b>	<b>10,341</b>	<b>9,359</b>	<b>8,318</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>	<b>12/20E</b>
营业收入	-2.2	-37.4	20.0	10.3	14.0	12.9	8.8	8.9
息税折旧摊销前利润(UBS)	14.7	-16.3	16.2	42.0	17.3	17.1	9.9	10.3
息税前利润(UBS)	11.8	-22.2	22.9	52.9	20.1	19.4	10.1	10.3
每股收益(UBS 稀释后)	5.1	-9.6	-5.8	54.1	21.5	20.5	11.3	11.3
每股股息净值	5.9	-	-	53.5	21.3	20.6	11.2	11.3
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>	<b>12/20E</b>
毛利率	34.6	48.5	51.9	53.6	55.1	56.2	56.6	56.9
息税折旧摊销前利润率	15.6	20.9	20.2	26.0	26.8	27.8	28.1	28.4
息税前利润率	11.7	14.5	14.8	20.6	21.7	22.9	23.2	23.5
净利 (UBS) 率	9.0	12.9	12.9	18.0	19.2	20.5	20.9	21.4
ROIC (EBIT)	20.3	14.3	15.0	21.2	25.1	28.8	30.1	31.1
税后投资资本回报率	15.4	11.9	12.4	18.1	21.4	24.5	25.5	26.5
净股东权益回报率(UBS)	12.3	9.6	10.8	15.6	16.5	17.3	16.7	16.2
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>	<b>12/20E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	(1.1)	(1.5)	(0.7)	(1.1)	(1.5)	(1.7)	(2.0)	(2.3)
净债务/总权益 %	(22.5)	(22.2)	(11.9)	(22.6)	(30.2)	(36.1)	(41.0)	(44.6)
净债务/(净债务 + 总权益) %	(29.0)	(28.5)	(13.5)	(29.1)	(43.3)	(56.6)	(69.6)	(80.4)
净债务/企业价值	(10.3)	(14.2)	(5.7)	(13.6)	(22.5)	(33.6)	(48.1)	(66.9)
资本支出 / 折旧 %	41.0	65.1	63.1	89.1	110.9	150.6	181.9	NM
资本支出/营业收入(%)	1.4	3.7	3.0	4.5	5.2	6.7	8.0	9.1
息税前利润/净利息	64.3	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	3.1	-	4.9	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
股息支付率 (UBS) %	31.9	-	20.3	20.2	20.2	20.2	20.2	20.2
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>	<b>12/20E</b>
其他	6,835	4,281	5,138	5,665	6,456	7,292	7,934	8,636
<b>总计</b>	<b>6,835</b>	<b>4,281</b>	<b>5,138</b>	<b>5,665</b>	<b>6,456</b>	<b>7,292</b>	<b>7,934</b>	<b>8,636</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>	<b>12/20E</b>
其他	798	620	762	1,166	1,400	1,672	1,841	2,031
<b>总计</b>	<b>798</b>	<b>620</b>	<b>762</b>	<b>1,166</b>	<b>1,400</b>	<b>1,672</b>	<b>1,841</b>	<b>2,031</b>

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 预测回报率

---

预测股价涨幅	+80.0%
预测股息收益率	1.6%
预测股票回报率	+81.6%
市场回报率假设	7.9%
预测超额回报率	+73.7%

---

## 估值方法及风险声明

我们采用 DCF 法得出目标价。我们认为公司面临的风险包括：1) 大输液行业整合速度慢于预期；2) 省级招标进展滞后，BFS 放量低于预期。

## 要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：[www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。UBS（瑞银）是或者可能是这份报告可能针对的债务证券（或相关衍生产品）的委托人。

**分析师声明：**每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

### 瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	49%	32%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	38%	26%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	14%	19%
短期评级	定义	覆盖 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2016 年 03 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

**主要定义** **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

**例外和特殊案例** **英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 的任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在美国金融业监管局(FINRA)注册或具备该机构所认可的分析师资格，该分析师可能不是 UBS Securities LLC 的关联人员，并且也不受 FINRA 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：赵冰, 博士。

## 涉及报告中提及的公司的披露

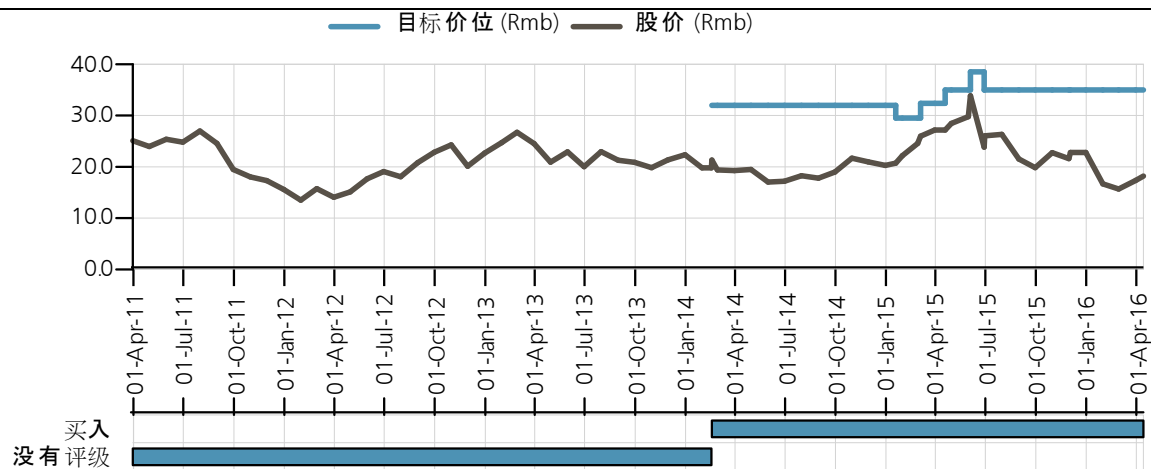
公司名称	路透	12个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
华润双鹤	600062.SS	买入	不适用	Rmb18.19	2016年04月14日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出，请参考这份报告正文中的“价值与风险”章节。若想取得本报告涉及公司的完整披露，包括估值和风险信息，请联系：UBS Securities LLC, 1285 Avenue of Americas, New York, NY 10019, USA, 联系人：Investment Research。

### 华润双鹤 (Rmb)



资料来源：UBS(瑞银)；截止至 2016 年 4 月 14 日

# 全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

我们通过UBS Neo、瑞银客户门户和UBS.com(以下统称为“系统”)向客户提供全球研究报告,还可能通过第三方供应商提供这些报告,或由瑞银和/或第三方通过电子邮件或其他电子途径发出。通过全球研究报告向客户提供的服务可能在层次和类型上有所不同,这取决于多个因素,比如客户在接收报告的频率和途径方面的偏好,客户的风险情况、投资重心和投资角度(例如是覆盖整个市场还是专注于某个行业,是长期还是短期等),客户与瑞银的整体关系以及法律和监管方面的限制。

通过系统接收全球研究报告的客户在接触和/或使用这些报告方面受到本全球声明以及相应系统的使用条款的约束。

通过第三方供应商、电子邮件或其他电子途径接收全球研究报告的客户在使用这些报告方面受到本全球声明以及瑞银使用条款/声明(<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/disclaimer.html>)的约束。以这种方式接触和/或使用全球研究报告即表明客户已经阅读并同意接受瑞银使用条款/声明的约束,而且同意瑞银按照瑞银隐私声明(<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/privacy.html>)和cookie通告(<http://www.ubs.com/global/en/homepage/cookies/cookie-management.html>)处理其个人数据并使用cookie。

**通过系统或其他任何方式接收全球研究报告即表明客户同意,在未事先取得瑞银书面同意前,不复制、修改或调整这些报告,不在这些报告的基础上衍生出其他报告,不将这些报告转交给第三方,不对这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果加以商业利用,也不从这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果或估算数字中抽取数据。**

如欲获取UBS Neo和客户门户上的所有可用全球研究报告,请与您的客户顾问联系。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有较高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

**英国和欧洲其他地区:** 除非在此特别申明,本文件由UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACPR)和金融市场管理局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。

**德国:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管机构(BaFin)监管。**西班牙:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:** 由UBS Limited分发。

本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第32号法令第15(d)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:** 由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分发。由波兰金融监管机构(Polish Financial Supervision Authority)监管。如果UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分析师对本报告作出了贡献,本报告也将视为由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce编制。**俄罗斯:** 由UBS Bank (OOO)编制并分发。**瑞士:** 仅由UBS AG向机构投资者分发。UBS AG受瑞士金融市场监管管理局(FINMA)监管。**意大利:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Italia Sim S.p.A.分发。UBS Italia Sim S.p.A.受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果UBS Italia Sim S.p.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A.编制。

**南非:** 由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited (注册号:1995/011140/07,金融服务提供商编号:7328)分发。**以色列:** 本文件由UBS Limited分发,UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd是由以色列证券监管局(ISA)监管的持牌投资推介商。UBS Limited及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动,以获取手续费或其他收益。UBS Limited及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系(此种联系遵循《以色列顾问法》的定义)的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:** 本文件由瑞银集团(及/或其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司,成立于瑞士,注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel和Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia(瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号1010257812,注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号08113-37。**迪拜:** 由UBS AG Dubai Branch分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**美国:** 由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.通过对其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。UBS Securities LLC不担任在美

国《证券交易法》(Securities Exchange Act) 15B (即 Municipal Advisor Rule) 下定义的市政实体(Municipal Entity)的市政顾问(Municipal Advisor)或 Obligated Person, 在本文件中的观点和意见, 无意被视为, 也不构成 Municipal Advisor Rule 所定义的建议。 **加拿大:** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。 **巴西:** 除非具体说明, 否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者, 包括: (i) 金融机构, (ii) 保险公司和投资资本公司, (iii) 补充性养老金实体; (iv) 金融投资额高于\$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者; (v) 投资基金; (vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问; (vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。 **香港:** 由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。 **新加坡:** 由 UBS Securities Pte. Ltd.[MCI (P) 018/09/2015 和 Co. Reg. No.: 198500648C]或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜, 请向 UBS Securities Pte Ltd., 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问; 或向 UBS AG 新加坡分行, 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业, 并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。 **日本:** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发 (除非另有许可)。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制, 则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者, 出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者 (除非另有许可)。 **澳大利亚:** UBS AG 客户: 由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号: 231087) 分发, UBS Securities Australia Ltd 客户: 由 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号: 231098) 分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户: 由 UBS Wealth Management Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号: 231127) 分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议, 并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求, 因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品, 零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为: [www.ubs.com/ecs-research-fsg](http://www.ubs.com/ecs-research-fsg)。 **新西兰:** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议, 它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。 **韩国:** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。 **马来西亚:** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (资本市场服务执照号: CMSL/A0063/2007) 于马来西亚分发。本报告仅供专业机构客户使用, 不供任何零售客户使用。 **印度:** 由 UBS Securities India Private Ltd (公司识别码 U67120MH1996PTC097299), 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码: +912261556000。UBS Securities India Private Ltd 提供券商服务, SEBI 注册号为: NSE 资本市场-INB230951431, NSE 期货与期权-INF230951431, NSE 货币衍生产品-INE230951431, BSE 资本市场-INB010951437; 商业银行服务, SEBI 注册号为: INM000010809; 以及研究分析服务, SEBI 注册号为: INH000001204。瑞银集团、其关联机构、或子公司可能持有本报告所涉及印度公司的债券或其他证券。在过去的 12 个月里, 瑞银集团、其关联机构或子公司可能在对该印度公司的非投资银行证券相关业务和/或非证券业务中取得过报酬。在本研究报告发布前的 12 个月里, 该印度公司可能是瑞银集团、其关联机构、或子公司投资银行业务和/或非投资银行证券相关业务和/或非证券业务客户。关联机构信息请参见瑞银集团年报, 链接为: [http://www.ubs.com/global/en/about\\_ubs/investor\\_relations/annualreporting.html](http://www.ubs.com/global/en/about_ubs/investor_relations/annualreporting.html)

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可, 瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2016 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

