

2018年07月31日

证券分析师 全铭

执业证号: S0600517010002

021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证号: S0600516120001

021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

## 股价走势



## 市场数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元)      | 22.78       |
| 一年最低/最高价    | 20.05/27.27 |
| 市净率(倍)      | 2.55        |
| 流通A股市值(百万元) | 15627.88    |

## 基础数据

|           |        |
|-----------|--------|
| 每股净资产(元)  | 8.92   |
| 资产负债率(%)  | 18.02  |
| 总股本(百万股)  | 869.36 |
| 流通A股(百万股) | 686.04 |

## 相关研究

1、《华润双鹤 (600062): 并购湘中制药丰富产品线, 收购济南利民助力公司整合, 公司制剂板块持续向好》2018-06-06

2、《【东吴医药】华润双鹤 2018一季报点评: 流感助力输液板块业绩爆发, 一季度利润端 27.94% 的增长超预期》  
2018-04-24

3、《【东吴医药】华润双鹤 2017年报点评: 二线品种实现快速增长, 未来效率提升可期》  
2018-03-15

# 苯磺酸氨氯地平通过仿制药一致性评价, 市占率有望提高增厚公司业绩

## 增持 (维持)

| 盈利预测预估值     | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)  | 6,422 | 7,411 | 8,559 | 9,903 |
| 同比 (%)      | 16.9% | 15.4% | 15.5% | 15.7% |
| 归母净利润 (百万元) | 843   | 998   | 1,218 | 1,490 |
| 同比 (%)      | 18.0% | 18.4% | 22.1% | 22.4% |
| 每股收益 (元/股)  | 0.97  | 1.15  | 1.40  | 1.71  |
| P/E (倍)     | 23.50 | 19.85 | 16.26 | 13.29 |

## 投资要点

- 苯磺酸氨氯地平顺利通过仿制药一致性评价, 提高市占率为企业带来的经验:** 苯磺酸氨氯地平主要用于治疗高血压及冠心病, 其原研产品为辉瑞生产的 NORVASC®。根据 IMS 统计 2017 年其在我国的销售额达 16.9 亿元, 华润赛科的销售额达 4.78 亿元。根据重点城市样本医院的数据可以看出, 该产品在我国市占率最高的企业为辉瑞, 达 86%; 排名第二的为扬子江药业, 为 4.03%; 华润赛科排名第三, 市占率为 3.92%。根据中国医药协会的统计, 华润双鹤的市占率为 6.17%, 排名第二。我们认为华润双鹤的“络活喜”在基层市场的销量高于重点城市样本医院, 因此中国医药协会统计其市占率高于 PDB 口径。从中标价可以看出, 华润赛科的产品仅为原研价格的约 27%, 比扬子江药业的略贵。在疗效没有明显差异产品质量得到国家认可的前提下, 公司可以通过较低的价格抢占原研药的市场, 扩大市占率, 为公司带来更高的业绩增量, 并为接下来的仿制药一致性评价工作提供宝贵的经验。
- 制剂板块持续向好, 输液业务稳中有升:** 公司慢病业务平台继续维持快速增长, 我们认为这部分的快速增长主要由二线品种继续放量带来。根据草根调研, 我们估测公司匹伐他汀、二甲双胍、压氏达、复穗悦等一系列重磅二线品种的销量均实现 20% 以上的增速, 使的公司慢病业务实现快速增长。公司专科业务继续维持高速增长。这部分业务的高速增长主要由产品本身销量的高增速及低开转高开带来。我们认为全年看专科领域的收入增速有望维持在 30% 以上。2018 年一季度, 公司输液板块的毛利率高达 53.09%, 相较于 2017 年的 44.88% 增长了 8.21 个百分点。我们认为公司输液板块随着产品结构的进一步调整, 收入将继续维持两位数增长, 毛利率亦将进一步提升。我们认为, 2018 年公司输液板块的收入增速有望突破 15%, 毛利率有望突破 55%。
- 盈利预测与投资评级:** 公司输液产品线实现两位数增长, 仿制药一致性评价产品丰富进展顺利。我们预期 2018-2020 年, 营业收入为 74.11 亿元、85.59 亿元和 99.03 亿元, 同比增长 15.4%、15.5% 和 15.7%; 归属母公司净利润为 9.98 亿元、12.18 亿元和 14.90 亿元, 同比增长 18.4%、22.1% 和 22.4%; 对应 EPS 为 1.15 元、1.40 元和 1.71 元。因此, 维持对公司的“增持”评级。
- 风险提示:** 行业政策变化风险; 生产要素成本 (或价格) 上涨的风险; 产品价格风险。

## 一、事件

2018年7月31日公司发布公告：全资子公司华润赛科药业的苯磺酸氨氯地平通过仿制药一致性评价。

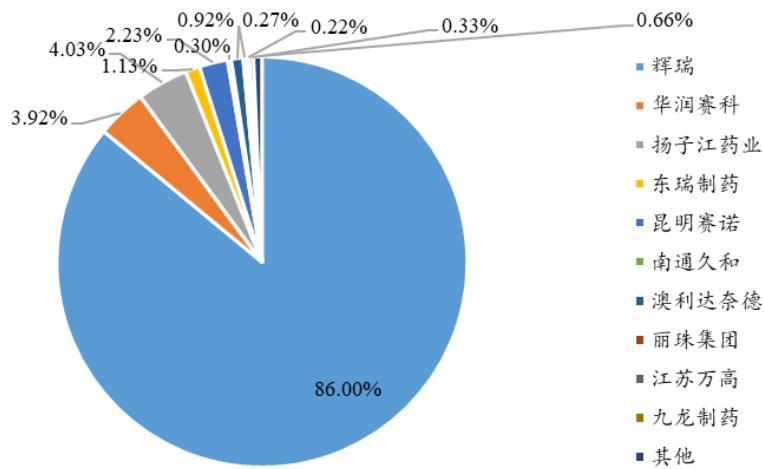
**二、我们的观点：**苯磺酸氨氯地平通过仿制药一致性评价将带产品实现进口替代，制剂板块业绩占比有望继续增加，输液板块持续向好。

**1、苯磺酸氨氯地平顺利通过仿制药一致性评价，提高市占率为接下来的产品提供经验。**

苯磺酸氨氯地平主要用于治疗高血压及冠心病，其原研产品为辉瑞生产的NORVASC®。根据IMS统计2017年其在我国的销售额达16.9亿元，华润赛科的销售额达4.78亿元。

根据重点城市样本医院的数据可以看出，该产品在我国市占率最高的企业为辉瑞，达86%；排名第二的为扬子江药业，为4.03%；华润赛科排名第三，市占率为3.92%。根据中国医药协会的统计，华润双鹤的市占率为6.17%，排名第二。我们认为华润双鹤的“络活喜”在基层市场的销量高于重点城市样本医院，因此中国医药协会统计其市占率高于PDB口径。

**图1：2018Q1重点城市样本医院苯磺酸氨氯地平市占率**



数据来源：PDB、东吴证券研究所

我们认为，通过仿制药一致性评价意味着该产品和原研的药效并无明显差异，是对产品质量的认可。且根据国家相关政策，对于通过一致性评价的药品品种，在医保支付方面予以适当支持，医疗机构应优先采购并在临床中优先选用，同品种药品通过一致性评价的生产企业达到3家以上的，在药品集中采购等方面不再选用未通过一致性评价的品种。

从中标价可以看出，华润赛科的产品仅为原研价格的约 27%，比扬子江药业的略贵。在疗效没有明显差异产品质量得到国家认可的前提下，公司可以通过较低的价格抢占原研药的市场，扩大市占率，为公司带来更高的业绩增量，并为接下来的仿制药一致性评价工作提供宝贵的经验。

**表 1：苯磺酸氨氯地平中标情况**

| 厂商    | 中标价 (元) |
|-------|---------|
| 辉瑞    | 4.2-4.8 |
| 华润赛科  | 1.2-1.3 |
| 扬子江药业 | 0.8-1.3 |

数据来源：药智网、东吴证券研究所

## 2、制剂板块持续向好，输液业务稳中有升

公司慢病业务平台继续维持快速增长，我们认为这部分的快速增长主要由二线品种继续放量带来。根据草根调研，我们估测公司匹伐他汀、二甲双胍、压氏达、复穗悦等一系列重磅二线品种的销量均实现 20% 以上的增速，使的公司慢病业务实现快速增长。公司专科业务继续维持高速增长。这部分业务的高速增长主要由产品本身销量的高增速及低开转高开带来。我们认为全年看专科领域的收入增速有望维持在 30% 以上。

2018 年一季度，公司输液板块的毛利率高达 53.09%，相较于 2017 年的 44.88% 增长了 8.21 个百分点。我们认为公司输液板块随着产品结构的进一步调整，收入将继续维持两位数增长，毛利率亦将进一步提升。我们认为，2018 年公司输液板块的收入增速有望突破 15%，毛利率有望突破 55%。

## 三、盈利预测与投资评级：

公司输液产品线实现两位数增长，仿制药一致性评价产品丰富进展顺利。我们预期 2018-2020 年，营业收入为 74.11 亿元、85.59 亿元和 99.03 亿元，同比增长 15.4%、15.5% 和 15.7%；归属母公司净利润为 9.98 亿元、12.18 亿元和 14.90 亿元，同比增长 18.4%、22.1% 和 22.4%；对应 EPS 为 1.15 元、1.40 元和 1.71 元。因此，维持对公司的“增持”评级。

## 四、风险提示：

行业政策变化风险；生产要素成本（或价格）上涨的风险；产品价格风险。

华润双鹤三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)        | 2017A        | 2018E         | 2019E         | 2020E         | 利润表 (百万元)        | 2017A        | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
|--------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>        | <b>4,780</b> | <b>5,780</b>  | <b>6,649</b>  | <b>7,671</b>  | <b>营业收入</b>      | <b>6,422</b> | <b>7,411</b> | <b>8,559</b> | <b>9,903</b> |
| 现金                 | 1,248        | 1,686         | 2,196         | 2,464         | 减: 营业成本          | 2,734        | 3,090        | 3,484        | 4,001        |
| 应收账款               | 956          | 1,179         | 1,287         | 1,566         | 营业税金及附加          | 110          | 111          | 135          | 161          |
| 存货                 | 974          | 989           | 1,224         | 1,318         | 营业费用             | 1,878        | 2,203        | 2,544        | 2,869        |
| 其他流动资产             | 1,602        | 1,925         | 1,942         | 2,323         | 管理费用             | 673          | 777          | 897          | 1,038        |
| <b>非流动资产</b>       | <b>4,658</b> | <b>4,936</b>  | <b>5,282</b>  | <b>5,681</b>  | 财务费用             | -10          | -3           | -14          | -30          |
| 长期股权投资             | 0            | 0             | 0             | 0             | 资产减值损失           | 37           | 41           | 47           | 45           |
| 固定资产               | 2,329        | 2,481         | 2,675         | 2,888         | 加: 投资净收益         | 16           | 14           | 16           | 14           |
| 在建工程               | 121          | 120           | 124           | 129           | 其他收益             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产               | 1,316        | 1,446         | 1,597         | 1,781         | <b>营业利润</b>      | <b>1,060</b> | <b>1,206</b> | <b>1,483</b> | <b>1,834</b> |
| 其他非流动资产            | 892          | 889           | 887           | 883           | 加: 营业外净收支        | -6           | 30           | 32           | 30           |
| <b>资产总计</b>        | <b>9,438</b> | <b>10,716</b> | <b>11,932</b> | <b>13,352</b> | <b>利润总额</b>      | <b>1,054</b> | <b>1,236</b> | <b>1,516</b> | <b>1,864</b> |
| <b>流动负债</b>        | <b>1,209</b> | <b>1,377</b>  | <b>1,442</b>  | <b>1,446</b>  | 减: 所得税费用         | 172          | 216          | 265          | 325          |
| 短期借款               | 0            | 236           | 0             | 0             | 少数股东损益           | 39           | 22           | 33           | 49           |
| 应付账款               | 469          | 508           | 593           | 672           | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>843</b>   | <b>998</b>   | <b>1,218</b> | <b>1,490</b> |
| 其他流动负债             | 740          | 632           | 848           | 774           | EBIT             | 1,016        | 1,199        | 1,464        | 1,794        |
| <b>非流动负债</b>       | <b>380</b>   | <b>380</b>    | <b>380</b>    | <b>381</b>    | EBITDA           | 1,355        | 1,524        | 1,846        | 2,242        |
| 长期借款               | 0            | 0             | 0             | 0             |                  |              |              |              |              |
| 其他非流动负债            | 380          | 380           | 380           | 380           | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2017A</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> |
| <b>负债合计</b>        | <b>1,589</b> | <b>1,757</b>  | <b>1,822</b>  | <b>1,827</b>  | 每股收益(元)          | 0.97         | 1.15         | 1.40         | 1.71         |
| 少数股东权益             | 392          | 414           | 447           | 496           | 每股净资产(元)         | 8.58         | 9.83         | 11.11        | 12.69        |
| 归属母公司股东权益          | 7,457        | 8,544         | 9,662         | 11,029        | 发行在外股份(百万股)      | 869          | 869          | 869          | 869          |
| <b>负债和股东权益</b>     | <b>9,438</b> | <b>10,716</b> | <b>11,932</b> | <b>13,352</b> | ROIC(%)          | 11.0%        | 10.9%        | 12.2%        | 13.1%        |
|                    |              |               |               |               | ROE(%)           | 11.2%        | 11.4%        | 12.4%        | 13.4%        |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2017A</b> | <b>2018E</b>  | <b>2019E</b>  | <b>2020E</b>  | 毛利率(%)           | 57.4%        | 58.3%        | 59.3%        | 59.6%        |
| 经营活动现金流            | 1,187        | 699           | 1,543         | 1,194         | 销售净利率(%)         | 13.1%        | 13.5%        | 14.2%        | 15.0%        |
| 投资活动现金流            | -1,132       | -590          | -712          | -832          | 资产负债率(%)         | 16.8%        | 16.4%        | 15.3%        | 13.7%        |
| 筹资活动现金流            | -293         | 329           | -321          | -94           | 收入增长率(%)         | 16.9%        | 15.4%        | 15.5%        | 15.7%        |
| 现金净增加额             | -239         | 438           | 510           | 268           | 净利润增长率(%)        | 18.0%        | 18.4%        | 22.1%        | 22.4%        |
| 折旧和摊销              | 339          | 325           | 382           | 448           | P/E              | 23.50        | 19.85        | 16.26        | 13.29        |
| 资本开支               | 155          | 278           | 346           | 398           | P/B              | 2.66         | 2.32         | 2.05         | 1.80         |
| 营运资本变动             | -25          | -630          | -59           | -749          | EV/EBITDA        | 17.11        | 15.09        | 12.08        | 9.85         |

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

### 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准:

#### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

#### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>