

华润双鹤 (600062.sh)

第三季度净利润增速 30%，817 输液快速放量

贺菊颖 首席分析师

电话: 010-59136691

eMail: hjy@gf.com.cn

执业编号: S0260511050002

张其立 分析师

电话: 010-59136689

eMail: zql5@gf.com.cn

执业编号: S0260512080004

三季度单季度增速 30%，业绩超出市场预期

前三季度公司实现营业收入、营业利润、净利润 56 亿元、5.7 亿元、4.8 亿元，分别同比增长 24%、24%、18%，实现每股收益 0.84 元。三季度单季度公司实现营业收入、营业利润、净利润 19 亿元、1.8 亿元、1.4 亿元，分别同比增长 21%、37%、30%，实现每股收益 0.25 元。净利润增速符合我们预期，超出市场预期。

降压 0 号销售稳定，儿科等三线品种高速增长

0 号受清理渠道与原料供应双重困扰，前三季度销量与去年水平持平，全年销量有望超过去年全年的 10.2 亿片。去年万辉双鹤实施营销改革，糖适平下滑明显，预计今年同比上升 30%，恢复至历史水平。儿科领域实现大幅增长，成为公司第四大产品群，其中珂立苏今年有望成为亿元级产品。小儿氨基酸今年有望成为 5000 万级产品。

基础性输液盈利远好于预期，新品 817 软袋加速放量

输液盈利情况远好于预期，上半年塑瓶出厂价平均上调 0.12 元，成本大幅下降，250 mL 塑瓶成本由原先 8 毛多降到目前的 7 毛多。公司软袋今年新上 3 条线，塑瓶产能明年可以新增 2.5 亿瓶左右。817 软袋销售超出预期，预计全年销售近亿袋，原来两条生产线，产能 800 万瓶/月，今年通过新增生产线，产能可达到 1000 万瓶/月。治疗性输液增速预计超过 50%，盈源、氨溴索今年过亿，小儿氨基酸、转化糖、果糖有望成为 5000 万级产品。

重磅产品三合一销售稳步推进，新品陆续上市

2012 年支撑公司发展最重要的产品三合一输液下半年正式上市；双鹤独家代理日本安斯泰来的巴尼地平已经进入市场导入期；复方降糖药已经完成现场核查，下半年有望上市；环酯红霉素进口原料药检验合格，下半年有望产业化；依达拉奉年底现场检查；匹伐他汀已经做了 10 个省医保，真正形成销售的有北京、辽宁、江西三个省市，上升速度非常快，目前准备进山东、上海的医院。

风险因素

产品降价风险、新品研发风险、重组整合风险。

盈利预测、估值及投资评级

降压 0 号进入低价药目录后存提价预期，基础性输液今年超预期，三合一输液、匹伐他汀有望再造双鹤，我们预计公司 12/13/14 年 EPS 分别为 1.10/1.34/1.69 元（2011 年 EPS 为 0.93 元），对应 PE 21/17/14 倍。公司正处于管理改善、业绩反转的拐点，目标价 27.50 元，维持“买入”评级。

预测及评估

| | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入(百万元) | 5366.80 | 6383.38 | 7925.44 | 9822.31 | 12261.42 |
| 增长率(%) | 7% | 19% | 24% | 24% | 25% |
| EBITDA(百万元) | 765.01 | 824.46 | 947.76 | 1165.26 | 1442.83 |
| 净利润(百万元) | 520.09 | 529.00 | 626.03 | 766.14 | 966.93 |
| 增长率(%) | 15% | 2% | 18% | 22% | 26% |
| 每股收益(元) | 0.91 | 0.93 | 1.10 | 1.34 | 1.69 |
| 市盈率 | 25.2 | 24.7 | 20.9 | 17.1 | 13.5 |
| 市净率 | 3.4 | 3.1 | 2.7 | 2.3 | 2.0 |
| EV/EBITDA | 15.8 | 14.7 | 12.8 | 10.2 | 7.8 |

数据来源:华润双鹤药业股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易，亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考，请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

买入

| | |
|------|---------|
| 当前价格 | 22.88 元 |
| 合理价值 | 27.50 元 |
| 前次评级 | 买入 |

股价走势



| 市场表现 | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|--------|------|-------|--------|
| 股价涨幅 | 3.95 | 23.14 | 25.71 |
| 沪深 300 | 2.88 | -4.24 | -15.23 |

股票数据

| | |
|-----------------|--------------|
| 总股本/流通 A 股(百万股) | 571/571 |
| 主要股东: | |
| | 北京医药集团有限责任公司 |
| 主要股东持股比例 | 49.12% |
| 流通 A 股比例 | 100.00% |

财务比率

| | |
|-------|--------|
| ROE | 12.42% |
| ROA | 9.38% |
| 资产负债率 | 28.53% |

2011 年报数据

表 1: 双鹤药业产品列表

| 类别 | 发展阶段 | 药品名称 | 剂型 | 用途 | 类型 | 获批时间 申请阶段 | 医保 | 批文家数 |
|-----------|-----------|---------------------------|--------|------------|-----------|--------------|------|------|
| 大 输 液 | 主导产品 | 基础性输液 | 注射剂 | | 化药 6 类仿制药 | | 医保甲类 | 359 |
| | | 利复星注射液 (甲磺酸左氧氟沙星注射液) | 注射剂 | 抗感染药物 | 化药 4 类新药 | 1998 年 | 医保甲类 | 2 |
| | | 盈源 (羟乙基淀粉(200/0.5)氯化钠注射液) | 注射液 | 血浆容量扩充剂 | 化药 4 类新药 | 2005 年 | 医保乙类 | 6 |
| | | 盐酸氨溴索葡萄糖注射液 | 注射液 | 促进排痰 | 化药 5 类新药 | 2005 年 | 医保乙类 | 19 |
| | | 果糖注射液 | 注射液 | 肠外营养用药 | 化药 3 类新药 | 2006 年 | 医保乙类 | 4 |
| | 储备产品 | 转化糖 | 注射液 | 能量补充剂 | 化药 3 类新药 | 1994 年 | 医保乙类 | 3 |
| | | 817 软袋输液 | 注射液 | 电解质补充剂 | 化药 6 类仿制药 | 2011 年 | 医保甲类 | 独家 |
| | | 三合一输液 | 注射液 | 电解质补充剂 | 化药 6 类仿制药 | 2012 年 | 医保甲类 | 独家 |
| | | 羟乙基淀粉 130/0.4 醋酸钠林格注射液 | 注射液 | 复合糖电解质注射液 | 化药 3 类新药 | 申请临床 | | |
| | | 降压 0 号 | 片剂 | 降压药 | | 1971 年 | 医保甲类 | 独家 |
| 心 脑 血管 | 储备品种 | 豨莶通栓胶囊 | 胶囊 | 脑中风、脑血栓 | 中药 4 类新药 | 2004 年 | 医保乙类 | 独家 |
| | | 替米沙坦 | 胶囊 | 降压药 | 化药 2 类新药 | 2007 年 | 医保乙类 | 66 |
| | | 匹伐他汀 | 片剂 | 高胆固醇症 | 化药 3 类新药 | 2008 年 | | 独家 |
| | | 巴尼地平 | 胶囊 | 降压药 | 化药进口新药 | 2010 年 | | 独家 |
| | | 依折地平片 | | 降压药 | 化药 3 类新药 | 临床阶段 | | |
| | | 依折地平胶囊 | | 降压药 | 化药 4 类新药 | 临床阶段 | | |
| | | 降压 1 号 | | 降压药 | 化药 1 类新药 | 临床阶段 | | |
| | | 全氟碘烷注射液 | 注射液 | 心血管造影剂 | 化药 1 类新药 | 申请临床 | | |
| 内 分 泌 | 主导品种 | 糖适平 (格列喹酮) | 片剂 | II 型糖尿病 | | 1994 年 | 医保乙类 | 11 |
| | | 卜可 (二甲双胍缓释片) | 片剂 | II 型糖尿病 | 化药 5 类新药 | 2004 年 | 医保乙类 | 38 |
| | | 列洛 (吡格列酮) | 片剂 | II 型糖尿病 | 化药 3 类新药 | 2006 年 | 医保乙类 | 16 |
| | 储备品种 | 复方降糖 | 片剂 | II 型糖尿病 | 化药 3 类新药 | 申请生产 | | |
| 儿 科 | 主导品种 | 儿泻康 | 中药膜剂 | 小儿非感染腹泻 | | 2001 年 | 医保乙类 | 独家 |
| | | 珂立苏 | 冻干粉针剂 | 新生儿呼吸窘迫综合症 | | 2005 年 | | 独家 |
| | | 小儿氨基酸 | 注射液 | 肠外营养用药 | 化药 6 类仿制药 | 2006 年 | | 独家 |
| 其它 | 主导品种 | 一君 | 针剂 | 呼吸泌尿系统感染 | 化药 1 类新药 | 2004 年 | 医保乙类 | 5 |
| | | 伯司庄 (复方杜仲健骨颗粒) | 颗粒剂 | 骨关节炎及相关疾病 | 中药 3 类新药 | 2003 年 | 医保乙类 | 独家 |
| | | 依达拉奉 | 注射液 | 血管扩张药 | 化药 3 类新药 | 申请生产 | 医保乙类 | |
| | | 聚甲酚磺醛凝胶 | 凝胶 | 妇科炎症 | 化药 3 类新药 | 申请生产 | 医保乙类 | |
| | | 非布司他 | 片剂、胶囊剂 | 痛风 | 化药 3 类新药 | 临床阶段 | | |
| | 盐酸头孢卡品酯颗粒 | 颗粒剂 | 抗感染药物 | 化药 3 类新药 | 申请临床 | | | |

数据来源: SFDA, 广发证券发展研究中心

表 2: 公司主要业务收入及毛利预测 (单位: 百万元)

| 项 目 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|
| 合计 | 1,466 | 1,545 | 1,844 | 2,228 | 2,716 | |
| 基础性输液 | 增长 | 5% | 19% | 21% | 22% | |
| | 毛利率 | 41% | 40% | 41% | 42% | 42% |
| | 盈源 | 58 | 77 | 100 | 120 | 143 |
| 治疗性输液 | 增长 | 31% | 30% | 20% | 20% | |
| | 利复星输液 | 144 | 154 | 192 | 230 | 276 |
| | 增长 | 7% | 25% | 20% | 20% | |

| | | | | | | |
|--------|--------|-----|-----|------|-------|-------|
| | 合计 | 247 | 374 | 497 | 606 | 739 |
| | 增长 | | 51% | 33% | 22% | 22% |
| | 毛利率 | 51% | 40% | 41% | 42% | 42% |
| | 合计 | | | 100 | 250 | 500 |
| 三合一输液 | 增长 | | | | 150% | 100% |
| | 毛利率 | | | 80% | 80% | 80% |
| | 北京降压零号 | 627 | 685 | 753 | 829 | 912 |
| | 增长 | | 9% | 10% | 10% | 10% |
| | 匹伐他汀 | 0 | 2 | 10 | 20 | 40 |
| 心脑血管领域 | 增长 | | | 544% | 100% | 100% |
| | 合计 | 851 | 861 | 953 | 1,064 | 1,206 |
| | 增长 | | 1% | 11% | 12% | 13% |
| | 毛利率 | 85% | 84% | 84% | 84% | 84% |

资产负债表

单位: 百万元

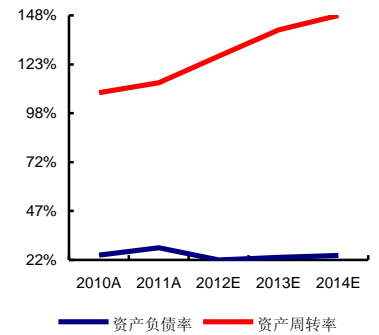
| 至 12 月 31 日 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 3,193 | 3,697 | 3,899 | 4,854 | 6,357 |
| 货币资金 | 1,057 | 1,105 | 966 | 1,210 | 1,817 |
| 应收及预付 | 1,403 | 1,844 | 2,050 | 2,553 | 3,181 |
| 存货 | 710 | 701 | 883 | 1,091 | 1,359 |
| 其他流动资产 | 24 | 47 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 2,012 | 2,380 | 2,520 | 2,723 | 2,659 |
| 长期股权投资 | 85 | 64 | 69 | 74 | 79 |
| 固定资产 | 1,313 | 1,426 | 1,404 | 1,380 | 1,190 |
| 在建工程 | 250 | 401 | 583 | 764 | 764 |
| 无形资产 | 246 | 379 | 377 | 419 | 540 |
| 其他长期资产 | 117 | 110 | 86 | 86 | 86 |
| 资产总计 | 5,206 | 6,077 | 6,419 | 7,577 | 9,016 |
| 流动负债 | 1,190 | 1,652 | 1,423 | 1,782 | 2,211 |
| 短期借款 | 279 | 387 | 0 | 0 | 0 |
| 应付及预收 | 910 | 1,250 | 1,423 | 1,782 | 2,211 |
| 其他流动负债 | 1 | 15 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债 | 90 | 82 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 13 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 76 | 82 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 1,280 | 1,734 | 1,423 | 1,782 | 2,211 |
| 股本 | 572 | 572 | 572 | 572 | 572 |
| 资本公积 | 1,168 | 1,165 | 1,165 | 1,165 | 1,165 |
| 留存收益 | 2,123 | 2,521 | 3,147 | 3,913 | 4,880 |
| 归属母公司股东权益 | 3,863 | 4,258 | 4,884 | 5,650 | 6,617 |
| 少数股东权益 | 63 | 86 | 112 | 145 | 188 |
| 负债和股东权益 | 5,206 | 6,077 | 6,419 | 7,577 | 9,016 |

利润表

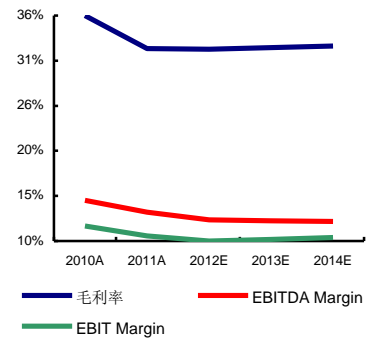
单位: 百万元

| 至 12 月 31 日 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 5367 | 6383 | 7925 | 9822 | 12261 |
| 营业成本 | 3425 | 4321 | 5370 | 6638 | 8268 |
| 营业税金及附加 | 39 | 46 | 57 | 71 | 88 |
| 销售费用 | 974 | 1005 | 1268 | 1572 | 1962 |
| 管理费用 | 322 | 365 | 476 | 589 | 736 |
| 财务费用 | -2 | 2 | -10 | -20 | -27 |
| 资产减值损失 | 24 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 8 | 13 | 60 | 20 | 24 |
| 营业利润 | 593 | 655 | 825 | 992 | 1259 |
| 营业外收入 | 41 | 71 | 20 | 40 | 44 |
| 营业外支出 | 17 | 23 | 20 | 20 | 22 |
| 利润总额 | 617 | 703 | 825 | 1012 | 1281 |
| 所得税 | 84 | 150 | 173 | 213 | 272 |
| 净利润 | 533 | 553 | 652 | 800 | 1009 |
| 少数股东损益 | 13 | 24 | 26 | 34 | 42 |
| 归属母公司净利润 | 520 | 529 | 626 | 766 | 967 |
| EBITDA | 765 | 824 | 948 | 1165 | 1443 |
| EPS (元) | 0.91 | 0.93 | 1.10 | 1.34 | 1.69 |

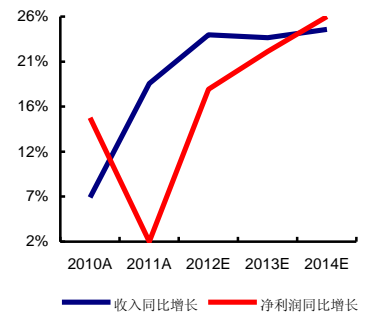
资产负债率趋势



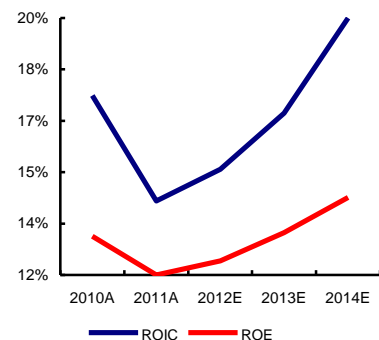
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

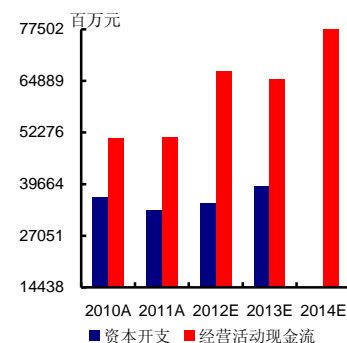
| 至 12 月 31 日 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 510 | 512 | 646 | 619 | 733 |
| 净利润 | 533 | 553 | 652 | 800 | 1,009 |
| 折旧摊销 | 158 | 178 | 193 | 213 | 235 |
| 营运资金变动 | -200 | -247 | -168 | -353 | -466 |
| 其它 | 18 | 29 | -31 | -40 | -46 |
| 投资活动现金流 | -308 | -404 | -296 | -376 | -125 |
| 资本支出 | -365 | -333 | -351 | -391 | -144 |
| 投资变动 | 0 | -71 | 55 | 15 | 19 |
| 其他 | 57 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -154 | -55 | -488 | 0 | 0 |
| 银行借款 | 292 | 703 | -387 | 0 | 0 |
| 债券融资 | -284 | -595 | -91 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -162 | -163 | -10 | 0 | 0 |
| 现金净增加额 | 48 | 52 | -138 | 243 | 607 |
| 期初现金余额 | 1,024 | 1,057 | 1,105 | 966 | 1,210 |
| 期末现金余额 | 1,071 | 1,109 | 966 | 1,210 | 1,817 |

主要财务比率

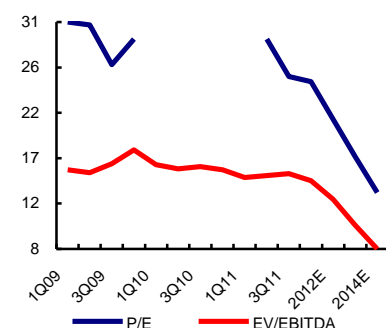
单位：%

| 至 12 月 31 日 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 6.5% | 18.9% | 24.2% | 23.9% | 24.8% |
| 营业利润 | 9.3% | 10.6% | 26.0% | 20.2% | 26.9% |
| 归属于母公司净利润 | 15.2% | 1.7% | 18.3% | 22.4% | 26.2% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 36.2% | 32.3% | 32.2% | 32.4% | 32.6% |
| 净利率 | 9.9% | 8.7% | 8.2% | 8.1% | 8.2% |
| ROE | 13.5% | 12.4% | 12.8% | 13.6% | 14.6% |
| ROIC | 17.5% | 14.5% | 15.4% | 17.0% | 19.7% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 24.6% | 28.5% | 22.2% | 23.5% | 24.5% |
| 净负债比率 | -19.5% | -16.2% | -19.3% | -20.9% | -26.7% |
| 流动比率 | 2.68 | 2.24 | 2.74 | 2.72 | 2.87 |
| 速动比率 | 1.91 | 1.68 | 1.93 | 1.93 | 2.07 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.08 | 1.13 | 1.27 | 1.40 | 1.48 |
| 应收账款周转率 | 8.79 | 7.93 | 8.20 | 8.11 | 8.14 |
| 存货周转率 | 5.23 | 6.13 | 6.08 | 6.08 | 6.08 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.91 | 0.93 | 1.10 | 1.34 | 1.69 |
| 每股经营现金流 | 0.89 | 0.89 | 1.13 | 1.08 | 1.28 |
| 每股净资产 | 6.76 | 7.45 | 8.54 | 9.88 | 11.57 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 25.2 | 24.7 | 20.9 | 17.1 | 13.5 |
| P/B | 3.4 | 3.1 | 2.7 | 2.3 | 2.0 |
| EV/EBITDA | 15.8 | 14.7 | 12.8 | 10.2 | 7.8 |

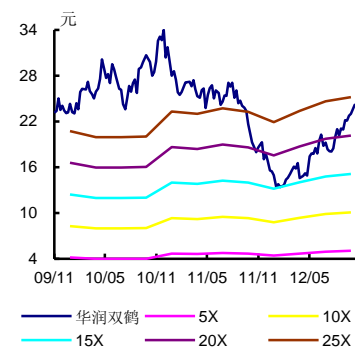
资本支出与经营活动现金流



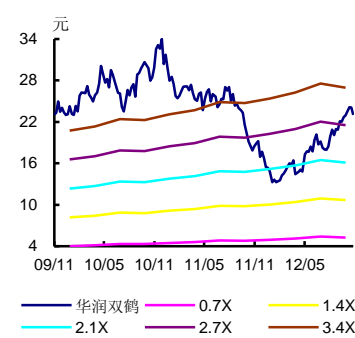
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发医药行业研究小组

贺菊颖，分析师，复旦大学管理学硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。

张其立，分析师，清华大学化学工程学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zql5@gf.com.cn，010-59136689。

吴雅春，研究助理，浙江大学内科学博士，2011年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wyc2@gf.com.cn，020-87555888-8404。

刘宇恒，研究助理，中科院生物化学与分子生物学博士，2011年进入广发证券发展研究中心。联系方式：liuyuheng@gf.com.cn，010-59136692。

相关研究报告

| | | |
|--|-----|------------|
| 华润双鹤 (600062.sh)：2012 年中期业绩说明会纪要 | 张其立 | 2012-08-23 |
| 华润双鹤 (600062.sh)：业绩符合预期，上半年实际主业增速 23% | 张其立 | 2012-08-20 |
| 华润双鹤 (600062.sh)：基础性输液走出历史底部，三合一、匹伐他汀将再造双鹤 | 张其立 | 2012-07-16 |

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy)：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold)：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell)：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 |
|------|----------------------------|----------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| 地址 | 广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼 | 深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15A03-04 | 北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层 | 上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼 |
| 邮政编码 | 510075 | 518000 | 100045 | 200120 |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn | | | |
| 服务热线 | 020-87555888-8612 | | | |

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料的意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，并可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。