

2017年03月16日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

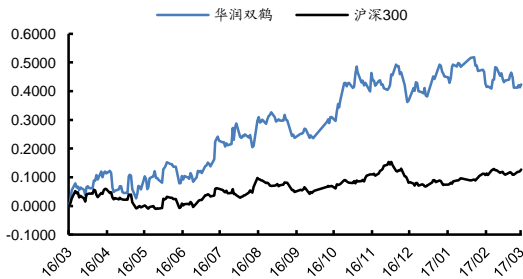
研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
联系人：盛丽华
021-68591551 shenglh@ghzq.com.cn

制剂业务发展潜力十足，业绩增长符合预期

——华润双鹤（600062）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
华润双鹤	-0.3	4.1	40.8
沪深300	1.2	4.0	12.7

市场数据 2017/03/16

当前价格（元）	22.89
52周价格区间（元）	16.05 - 24.66
总市值（百万）	16583.13
流通市值（百万）	13086.12
总股本（万股）	72447.06
流通股（万股）	57169.59
日均成交额（百万）	98.97
近一月换手（%）	18.75

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

近日，华润双鹤发布2016年年报，公司2016年实现营收54.95亿，同比增长6.94%；实现归属于上市公司股东的净利润7.14亿，同比增长8.04%。业绩符合预期。

投资要点：

- **制剂业务持续增长，心血管药品和输液板块收入带动整体业绩。**公司2016年营业收入主要来源于输液板块和非输液板块的营业收入，其中输液板块的2016年营业收入为21.07亿（占营业总收入38.34%），同比下降9.18%。主要原因是持续受到输液限用、辅助用药限用、医保控费等政策性影响，且各省新标执行进度慢于预期。非输液板块包括心脑血管药品、儿科用药、内分泌药品和其他药品，其中，心脑血管药品2016年营业收入为21.11亿（占营业总收入38.42%），同比增长18.11%；儿科用药业务的营业收入为2.58亿；内分泌业务的营业收入为2.54亿，其他药品营业收入为6.37亿。总的来看，公司2016年的业绩符合我们的预期，制剂药品处于持续增长期。
- **二胎政策驱动，公司儿科药恢复增长。**公司2015年儿童用药受出生率下降、二次议价及招标等因素影响，营业收入增速持续下降。但紧随着2015年底国家实行的全面二胎政策不断推广，根据草根调研结果，2016年全年各大公立医院建卡备孕数量比往年增加约300万，儿科药市场空间扩容趋势显著。而公司2016年儿童用药收入约2.58亿元，同比增长18.59%，其中，公司独家儿科药珂立苏（新生儿窘迫领域市场份额第二）表现抢眼，2016年销售收入同比增长了43%，市场有望随新生儿数量的增长而持续扩容。
- **公司核心心血管品种部分纳入新版医保目录，未来发展潜力大。**公司心血管产品线的三大产品匹伐他汀钙片、缬沙坦氢氯噻嗪、血液滤过置换液均已纳入2017年新版医保目录。其中，公司首仿药匹伐他汀作为主要的降脂药，自2008年在国内上市以来就保持持续增长，公司该药2016年销售收入约2.6亿，同比增长59%，此次纳入医保目录，未来更大的销售放量值得期待。缬沙坦氢氯噻嗪2016年销售收入约0.49亿，血液滤过置换液2016年销售收入约474万，纳入医保后，招标符合预期的前提下有望实现快速增长，提升市场空间。
- **外延并购力度持续加强，中长期发展动力十足：**为贯彻落实落实“十三五”战略，公司2015年成功收购了华润赛科和济南利民，2016年拟收购海南中化，并对收购的企业进行资源协调与整合，推广共赢、增长的资源协同模式。产品发展围绕“1+1+6”战略领域和临床需求，多途径引进产品、

升级产品线，攻关仿制药一致性评价项目。我们认为高效落实的外延战略，较高的执行力都将推动公司未来营收盈利的长期增长。

- **财务指标基本稳定，经营效率有所提升：**报告期内，公司通过包材结构调整、降本增效提升输液业务盈利水平，其中，公司 2016 年销售费用率为 23.98%，同比增长 0.54%；管理费用率为 11.83%，同比下降 2.43%。经营活动产生的现金流量净额 7.71 亿，同比增长 9.97%，财务指标基本保持稳健。
- **盈利预测和投资评级：**公司作为华润医药未来的化学制剂平台，在研发产品、并购整合等方面有望提速，制剂业务持续增长。预计公司 2017-2019 年 EPS 为 1.21、1.42、1.66 元，对应市盈率 18.85、16.06、13.67 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**1) 核心品种的销售低于预期，2) 招标降价超预期，3) 一致性评价进展缓慢，4) 公司输液产品业务持续下降。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	5495	6141	6903	7766
增长率(%)	7%	12%	12%	13%
净利润（百万元）	714	874	1026	1205
增长率(%)	8%	22%	17%	17%
摊薄每股收益（元）	0.99	1.21	1.42	1.66
ROE(%)	10.15%	11.01%	11.40%	11.77%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 华润双鹤已上市主要产品梳理

产品名称	适应症	2013 年销售 额 (万元) 及 市场份额	2014 年销售 额 (万元) 及 市场份额	2015 年销售 额 (万元) 及 市场份额
复方利血平氨苯蝶啶片	治疗轻、中度高血压, 对重度高血压需与其它降压药合用	2,704 (100.00%)	2,359 (100.00%)	2,223 (100.00%)
匹伐他汀钙片	高胆固醇血症和家族性高胆固醇血症	5,746 (75.66%)	11,760 (76.74%)	26,845 (78.99%)
苯磺酸氨氯地平片	高血压及心绞痛	18,520 (7.96%)	18,312 (7.37%)	18,985 (7.27%)
缬沙坦胶囊	轻、中度原发性高血压	11,040 (6.76%)	8,417 (5.03%)	7,872 (4.88%)
格列喹酮片	2 型糖尿病 (即非胰岛素依赖型糖尿病)	16,970 (96.46%)	17,551 (95.13%)	18,854 (94.63%)
注射用牛肺表面活性剂	经临床和胸部放射线检查诊断明确的新生儿呼吸窘迫综合征 (简称 RDS, 又称肺透明膜病) 的治疗	12,254 (100.00%)	14,934 (100.00%)	18,768 (100.00%)
胞磷胆碱钠片	用于治疗颅脑损伤或脑血管意外所引起的神经系统的后遗症	15,144 (38.46%)	18,225 (37.65%)	20,938 (42.84%)

资料来源: 公司公告, 米内网, 国海证券研究所整理

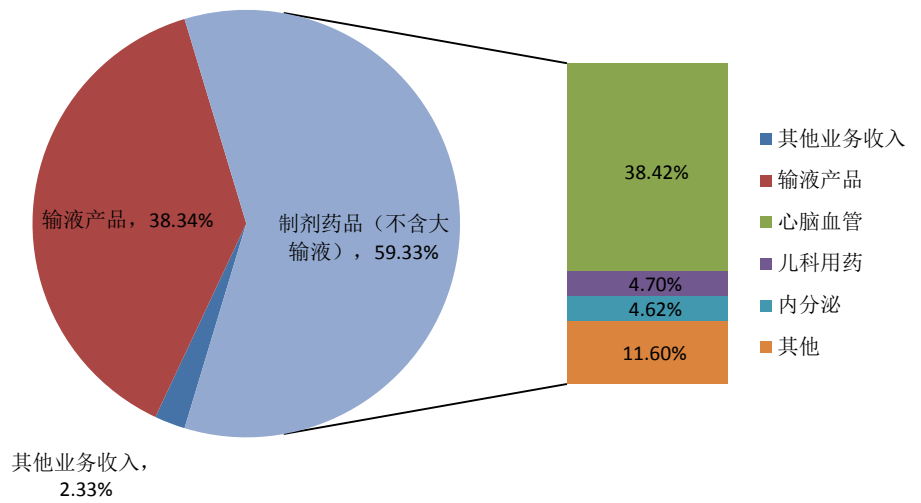
表 2: 华润双鹤主要研发产品线梳理

研发产品线	药 (产) 品基本信息	研发(注册)所处阶段	进展情况	累计研发投入	已申报的厂家数量	已批准的国产仿制厂家数量
普瑞巴林及胶囊	化药 3+4 类, 用于治疗外周神经痛以及辅助性治疗局限性部分癫痫发作	药学研究	原料药已经申报生产, 制剂准备进行 BE 研究。	1750.75	原料: 16 制剂: 12	原料: 1 制剂: 1
酒石酸吉米格列汀	进口注册, 用于作为饮食及运动治疗的辅助治疗, 以改善胰岛素非依赖性糖尿病 (2 型) 患者的血糖控制。	临床研究	临床研究	1645.42	1	0
盐酸维拉唑酮及片剂	化药 3 类, 为一种新型抗抑郁药	临床研究	准备开展临床研究。	518.18	原料: 17 制剂: 17	原料: 0 制剂: 0
溴夫定及片剂	化药 3+4 类, 免疫功能正常的成	药学研究	原料药已经申报生	1172.26	原料: 2 制剂: 1	原料: 0 制剂: 0

	年急性带状疱疹患者的早期治疗。		产，制剂准备进行BE研究。			
八氟丙烷脂质微球注射液	进口注册，心脏超声造影剂。	临床研究	临床研究	747.32	1	0

资料来源：公司公告，国海证券研究所整理

图 1：华润双鹤 2016 年主营收入构成



资料来源：wind 资讯，国海证券研究所整理

表 1: 华润双鹤盈利预测表

证券代码:	600062.SH				股价:	22.89	投资评级:	买入	日期:	2017/03/16
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标					
ROE	10%	11%	11%	12%	EPS	0.99	1.21	1.42	1.66	
毛利率	53%	55%	56%	57%	BVPS	9.23	10.43	11.84	13.50	
期间费率	37%	37%	37%	37%	估值					
销售净利率	13%	14%	15%	16%	P/E	23.06	18.85	16.06	13.67	
成长能力					P/B	2.46	2.18	1.92	1.68	
收入增长率	7%	12%	12%	13%	P/S	3.00	2.68	2.39	2.12	
利润增长率	8%	22%	17%	17%						
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
总资产周转率	0.67	0.66	0.66	0.65	营业收入	5495	6141	6903	7766	
应收账款周转率	3.09	2.96	3.37	3.54	营业成本	2576	2752	3042	3361	
存货周转率	3.38	3.38	3.38	3.38	营业税金及附加	93	104	117	132	
偿债能力					销售费用	1318	1473	1655	1862	
资产负债率	15%	14%	14%	14%	管理费用	650	726	816	918	
流动比	4.24	4.85	5.28	5.88	财务费用	(7)	(16)	(18)	(24)	
速动比	3.49	4.10	4.56	5.16	其他费用/(-收入)	(22)	0	0	0	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	843	1101	1290	1517	
现金及现金等价物	1487	2237	3570	4839	营业外净收支	64	8	12	12	
应收款项	1779	2072	2045	2195	利润总额	907	1109	1302	1529	
存货净额	763	846	935	1034	所得税费用	168	205	241	283	
其他流动资产	277	310	348	392	净利润	739	904	1062	1247	
流动资产合计	4306	5465	6899	8460	少数股东损益	25	31	36	42	
固定资产	2269	2117	1986	1862	归属于母公司净利润	714	874	1026	1205	
在建工程	92	96	98	101	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
无形资产及其他	779	779	713	647	经营活动现金流	771	887	1347	1335	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	739	904	1062	1247	
资产总计	8242	9253	10491	11866	少数股东权益	25	31	36	42	
短期借款	0	55	175	240	折旧摊销	315	305	290	270	
应付款项	396	439	485	536	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	107	119	134	151	营运资金变动	(308)	(464)	(163)	(360)	
其他流动负债	513	513	513	513	投资活动现金流	163	148	130	121	
流动负债合计	1015	1126	1307	1440	资本支出	83	148	130	121	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	
其他长期负债	188	188	188	188	其他	80	0	0	0	
长期负债合计	188	188	188	188	筹资活动现金流	(184)	51	116	60	
负债合计	1203	1314	1495	1628	债务融资	(11)	55	120	65	
股本	724	724	724	724	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	7038	7939	8997	10238	其它	(173)	(4)	(4)	(5)	
负债和股东权益总计	8242	9253	10491	11866	现金净增加额	750	1086	1592	1515	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。