

投资评级：推荐（首次）
分析师

赵浩然 0755-83511405

Email:zhaohaoran@cgws.com

执业证书编号:S1070515110002

联系人（研究助理）：

彭学龄 0755-83515471

Email:pengxueling@cgws.com

从业证书编号:S1070115090023

陈晨 010-88366060-8838

Email:chenchen@cgws.com

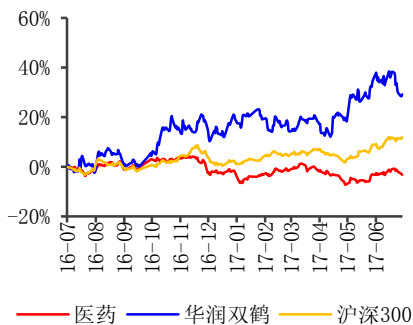
从业证书编号:S1070116100012

市场数据

目前股价	25.63
总市值（亿元）	185.68
流通市值（亿元）	146.53
总股本（万股）	72,447
流通股本（万股）	57,170
12个月最高/最低	27.88/18.67

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万）	6229	7272	8750
(+/-%)	13.4%	16.7%	20.3%
净利润	824	944	1070
(+/-%)	15.3%	14.6%	13.3%
摊薄 EPS	1.14	1.30	1.48
PE	22.25	19.41	17.13

股价表现


数据来源：贝格数据

制剂业务快速增长，调整输液结构提升盈利能力

——华润双鹤（600062）调研简报

投资建议

华润双鹤是华润集团医药板块化学药平台支柱企业，拥有慢病普药、专科药和输液三大业务平台。慢病普药业务中，公司已在降压领域已经形成了全品类产品线，未来增长稳健；降脂产品匹伐他汀和 RDS 用药珂立苏快速增长，有望持续推动专科药业务放量。公司主动控制压缩输液规模，通过积极调整输液包材结构（减塑瓶、增软袋、积极推进新品 BFS）和控制费用，提高了输液整体毛利率。

此外，公司还规划通过持续并购心脑血管、儿科、肾科、精神神经、麻醉镇痛和呼吸六个重点领域的优良标的，实现专科药业务的做大做强，未来存在较强的并购预期。我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.14/1.30/1.48 元，当前股价对应市盈率分为 22X、19X、17X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

投资要点

■ 心脑血管、儿科等制剂业务快速增长

公司计划重点发展心脑血管、儿科、肾科、精神神经、麻醉镇痛和呼吸六个领域，以实现从输液向专科药的转型。目前制剂业务占比已达六成，核心产品主要在心脑血管（降压 0 号、压氏达、穗悦、冠爽）、内分泌（糖适平）和儿科（珂立苏）领域：1）现金流产品降压 0 号是基药中服药人数最多的复方降压制剂，拥有 400 万左右忠实用户，提价后销量基本保持稳定，受益于低价药政策，未来还存在提价空间。2）潜力降脂产品冠爽是匹伐他汀首仿药，因疗效显著而市场份额不断提升，因此保持了较快增速，2016 年增速约 60%。本次进入新版医保目录，预计未来销售区域扩大，利好销量的高速增长。3）珂立苏在治疗新生儿呼吸窘迫的 PS 制剂产品中市场份额第二，受二孩政策利好，未来有望持续保持较快增长。4）继压氏达（苯磺酸氨氯地平片）之后，赛科的抗癫痫药左乙拉西坦片 ANDA 获美国 FDA 批准，制剂有望逐步走向国际化。

公司积极推进多个核心品种的仿制药一致性评价工作，目前已启动 0 号、冠爽、糖适平等 7 个重点品种，预计年底有望率先完成 1-2 个产品的临床实验，争取在 18 年底前完成相关产品的申报。

■ 调整输液结构提升业务毛利率

公司加速输液业务转型，目前输液收入占比已经降低到四成左右，通过包材结构调整、产品结构调整、费用控制、减员增效、集中采购等举措，带动整体输液业务的毛利率逐步提升：1) 主动压缩低毛利的塑瓶比例，增加高毛利软包装产品的销售力度。2) 积极推进新一代输液产品 BFS 市场准入和销售。BFS 采用世界先进水平的“吹、灌、封”技术在 11 秒内一体成型，不仅具有不溶性微粒少、无菌、稳定性好、安全性高等优点，而且相对传统塑瓶毛利率高。目前国内仅公司具备 BFS 生产线，积极开展 BFS 的市场推广，已经完成 11 个地区的市场准入工作，开始逐步放量，2016 年销售 2200 多万瓶，预计今年稳定增长，持续改善整体盈利水平。3) 减员增效。伴随公司业务转型，减员增效也是公司提升整体毛利率的重要手段之一，有望持续优化人力资源成本进而提升整体盈利能力。

■ 并购增厚公司业绩，未来有望持续扩张

公司是华润集团旗下唯一的化药制剂平台，近两年不断进行资产整合。2015 年 11 月收购赛科，利民，丰富了公司的心脑血管类产品，业绩承诺兑现情况良好，增加公司整体盈利能力。

今年继续收购海南中化，拓展抗病毒、消化和抗肿瘤等大病领域。公司十三五规划收入超过百亿元，显示了其快速扩张的决心，积极寻找心脑血管、儿科、肾科、精神神经、麻醉镇痛和呼吸六个重点领域优良并购标的，存在较大外延扩张预期。

■ **风险提示：**销售不及预期、并购整合风险、政策风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5138	5495	6229	7272	8750	成长性					
营业成本	2473	2576	2809	3242	3859	营业收入增长	20.0%	6.9%	13.4%	16.7%	20.3%
销售费用	1226	1318	1616	1933	2434	营业成本增长	12.1%	4.2%	9.0%	15.4%	19.0%
管理费用	623	650	775	920	1118	营业利润增长	19.7%	10.3%	11.2%	15.6%	14.1%
财务费用	-21	-7	-21	-34	-46	利润总额增长	22.5%	12.4%	10.4%	14.6%	13.3%
投资净收益	24	11	10	10	10	净利润增长	22.3%	11.2%	15.3%	14.6%	13.3%
营业利润	764	843	938	1084	1237	盈利能力					
营业外收支	42	64	64	64	64	毛利率	51.9%	53.1%	54.9%	55.4%	55.9%
利润总额	807	907	1001	1148	1301	销售净利率	12.9%	13.5%	13.7%	13.4%	12.7%
所得税	142	168	149	171	194	ROE	10.8%	10.7%	11.2%	11.6%	11.9%
少数股东损益	4	25	29	33	37	ROIC	11.4%	10.6%	11.1%	12.5%	13.9%
净利润	661	714	824	944	1070	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	23.9%	24.0%	26.0%	26.6%	27.8%
					(百万)	管理费用/营业收入	12.1%	11.8%	12.5%	12.7%	12.8%
流动资产	3193	3815	5220	6436	8157	财务费用/营业收入	-0.4%	-0.1%	-0.3%	-0.5%	-0.5%
货币资金	221	1001	1834	2673	3425	投资收益/营业利润	3.1%	1.3%	1.1%	0.9%	0.8%
应收和预付款项	1728	1861	2244	2545	3214	所得税/利润总额	17.6%	18.5%	14.9%	14.9%	14.9%
存货	809	763	951	1027	1327	应收账款周转率	3.21	3.13	3.08	3.04	3.00
其他流动资产	435	191	191	191	191	存货周转率	3.06	3.38	2.96	3.16	2.91
非流动资产	3975	3893	3429	2966	2477	流动资产周转率	1.04	1.03	1.03	1.00	0.97
固定资产	2444	2361	2000	1638	1276	总资产周转率	0.72	0.71	0.72	0.77	0.82
资产总计	7167	7708	8649	9402	10634	偿债能力					
流动负债	695	668	911	863	1189	资产负债率	10.3%	8.7%	10.6%	9.2%	11.2%
短期借款	0	0	0	0	0	流动比率	4.40	5.72	5.73	7.46	6.86
应付和预收款项	695	668	911	863	1189	速动比率	2.69	4.29	4.48	6.04	5.58
非流动负债	43	2	2	2	2	每股指标 (元)					
长期借款	11	0	0	0	0	EPS	0.91	0.99	1.14	1.30	1.48
负债合计	739	670	913	865	1191	每股净资产	8.87	9.72	10.68	11.78	13.03
股东权益	6434	7038	7736	8536	9443	每股经营现金流	-0.82	0.98	1.15	1.16	1.04
股本	724	724	724	724	724	每股经营现金/EPS	-0.90	0.99	1.01	0.89	0.70
留存收益	4722	5302	5971	6738	7607	估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	327	352	381	414	452	PE	27.72	25.65	22.25	19.41	17.13
负债和权益总计	7173	7708	8649	9402	10634	PEG	2.20	1.78	0.42	0.42	0.43
现金流量表					(百万)	PB	3.00	2.74	2.49	2.26	2.04
经营活动现金流	701	771	1003	1018	943	EV/EBITDA	17.55	15.31	11.98	10.64	9.43
其中营运资本减少	-793	651	1161	1263	1395	EV/SALES	3.63	3.40	2.91	2.41	1.95
投资活动现金流	-710	163	-36	-36	-36	EV/IC	2.90	2.66	2.54	2.40	2.20
其中资本支出	636	92	90	90	90	ROIC/WACC	0.11	0.11	0.11	0.13	0.14
融资活动现金流	-584	-225	-133	-143	-155	REP	25.42	25.14	22.84	19.12	15.87
净现金总变化	-593	710	834	839	752						

研究员介绍及承诺

赵浩然: 南开大学理学学士, 天津大学理学硕士, 曾在医药化工行业工作四年, 2011-2015 年在中航证券金融研究所工作, 2015 年 9 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

彭学龄: 中山大学理学硕士, 2011-2015 年在深圳国家高技术产业创新中心工作, 2015 年 9 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

陈晨: 剑桥大学工学博士, 2015-2016 年在新加坡科技研究局 (A*STAR) 工作, 2016 年 8 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司 (以下简称长城证券) 具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户 (以下简称客户) 提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
杨锦明: 0755-83515567, 17688776222, yangjm@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编: 200126 传真: 021-31829681
网址: <http://www.cgws.com>