

公司研究/即时点评

2017年07月18日

医药生物/化学制药 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 20.19
合理价格区间(元): 25.3-27.3

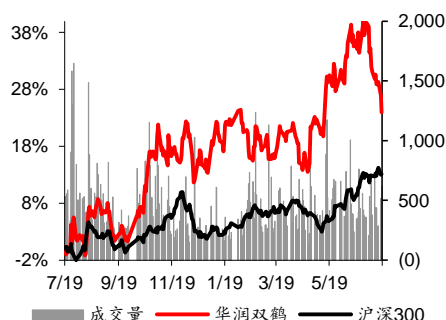
戴雯 执业证书编号: S0570516120002
研究员 021-28972078
daiwen@htsc.com

李运 021-38476288
联系人 liyun3@htsc.com

相关研究

- 1 《华润双鹤(600062,买入): 九皋鹤鸣, 声闻于天》2017.06
- 2 《华润双鹤(600062): 基本面逐步反转》2012.11
- 3 《双鹤药业(600062): 华润获得北药集团控股权》2011.06

股价走势图



资料来源: Wind

中报大概率超预期, 坚定买入

华润双鹤(600062)

核心品种稳定增长, 中报大概率超预期

近日公司股价下跌, 主要由于市场对于北京采购产生的负面影响较为担忧。我们经多方调研, 确认影响有限, 仅限于匹伐他汀, 其他核心品种增势良好, 预计中报大概率超预期 (16-18% yoy, 16年2Q基数高), 全年业绩增速有望达到22-25%: 1) BFS入院进度略慢于预期, 但全年仍然看好50%以上销量增长; 2) 匹伐他汀预计17年销量增速50%, 收入增速达30%, 新医保有望加速放量; 3) 受益于渠道协同, 赛科、利民整体增速超预期重回双位数; 4) 16年下半年支出大额人员遣散费用, 利润基数较小, 增速有望逐季提升。公司基本面表现良好, 回调即是买入良机, 强烈推荐买入。

BFS入院速度慢于预期, 但仍为领涨品种

BFS为独家品种, 目前在11省实现准入, 除湖北之外, 在安徽、东北等地的拓展势头良好。由于入院过程缓慢, 略低于年初“销量翻番”的指引, 但我们依然看好其领涨态势: 1) 预计17年实现3500-3800万瓶销量(50%+ yoy); 2) 利润率有望进一步提升(规模效应); 3) 在入院拓展和下半年新标持续推进的情况下, 我们预计2018年增长有望提速。

匹伐他汀降价影响有限, 销量增速强劲

北京阳光医保2Q开始执行, 但我们认为降价影响有限: 1) 根据终端调研, 目前匹伐他汀快速放量增长超过50%, 考虑降价影响, 预计收入增速仍有30%; 2) 北京地区降幅较大(~20%), 其他地区(如上海、浙江等用药大省)降价幅度较低(10-15%), 但销售增速较快; 3) 新医保有望加速明年放量。除此之外, 珂立苏刚性需求强, 目前终端销售情况良好, 预计全年销售增速40%+。

降本增效, 成本红利有望下半年开释放

16年净减人员约1500人, 今年计划继续减少400-500名, 去年下半年支出大幅人员遣散费用, 今年同期不会发生, 而7-8千万的成本红利预计今、明两年逐步释放。

业绩增长稳定, 持续并购预期, 目标价30.3-32.7元, 继续推荐买入

公司基本面持续向好: 1) 输液板块强势反弹(预计收入端止跌回升, 净利润同比增速20-30%); 2) 制剂板块受益于销售改善, 渠道协同全面提速。长期看好华润打造化药大平台的发展格局, 公司账面现金丰富, 有持续并购预期。预计17-19年EPS分别为1.01/1.15/1.29元, 当前股价对应17年PE为20.1x, 无论从历史估值还是同行业估值水平来说, 都处于低位, 公司今年业绩全面反弹, 我们认为25-27x PE较为合理, 对应目标价25.3-27.3元, 继续推荐买入。

风险提示: 核心产品降价幅度较大, 市场推广进展较慢。

公司基本资料

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(百万股) | 869.36 |
| 流通A股(百万股) | 686.04 |
| 52周内股价区间(元) | 19.38-27.47 |
| 总市值(百万元) | 17,552 |
| 总资产(百万元) | 9,530 |
| 每股净资产(元) | 7.96 |

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

| 会计年度 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|---------|--------|--------|--------|-------|
| 营业收入(百万元) | 5,138 | 5,495 | 6,049 | 6,679 | 7,381 |
| +/-% | (0.29) | 6.94 | 10.09 | 10.41 | 10.51 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 661.06 | 714.21 | 874.28 | 995.73 | 1,123 |
| +/-% | (10.26) | 8.04 | 22.41 | 13.89 | 12.81 |
| EPS(元, 最新摊薄) | 0.76 | 0.82 | 1.01 | 1.15 | 1.29 |
| PE(倍) | 26.55 | 24.58 | 20.08 | 17.63 | 15.63 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

盈利预测调整

我们轻微调整盈利预测，预计 17/18/19 年实现营业收入分别为 60.5、66.8、73.8 亿元，归母净利润 8.74、9.96、11.23 亿元，对应 EPS 1.01、1.15、1.29 元。公司当前的估值处于低位（现价对应 17 年 PE 20.1 倍，vs 输液龙头科伦 31 倍），继续推荐买入，目标价 25.3-27.3 元，对应 2017 年 PE 25-27 倍。

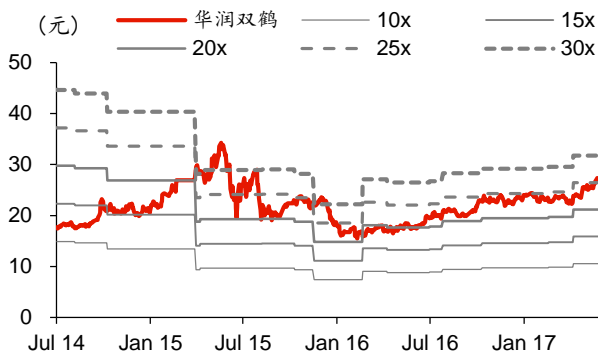
图表1：盈利预测调整

| (人民币百万元) | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|---------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 调整前 | 5,138 | 5,495 | 6,059 | 6,719 | 7,443 |
| | 调整后 | 5,138 | 5,495 | 6,049 | 6,679 | 7,381 |
| | (+/-) % | - | - | -0.15% | -0.60% | -0.83% |
| 毛利 | 调整前 | 2,665 | 2,918 | 3,336 | 3,723 | 4,137 |
| | 调整后 | 2,665 | 2,918 | 3,338 | 3,715 | 4,121 |
| | (+/-) % | - | - | 0.06% | -0.23% | -0.39% |
| 销售费用 | 调整前 | 1,226 | 1,318 | 1,466 | 1,626 | 1,801 |
| | 调整后 | 1,226 | 1,318 | 1,470 | 1,623 | 1,786 |
| | (+/-) % | - | - | 0.26% | -0.19% | -0.83% |
| 管理费用 | 调整前 | 623 | 650 | 715 | 786 | 856 |
| | 调整后 | 623 | 650 | 714 | 781 | 856 |
| | (+/-) % | - | - | -0.15% | -0.60% | 0.03% |
| 归母净利润 | 调整前 | 661 | 714 | 875 | 996 | 1,123 |
| | 调整后 | 661 | 714 | 874 | 996 | 1,123 |
| | (+/-) % | - | - | -0.05% | 0.01% | 0.01% |
| EPS | 调整前 | 0.76 | 0.82 | 1.01 | 1.15 | 1.29 |
| | 调整后 | 0.76 | 0.82 | 1.01 | 1.15 | 1.29 |
| | (+/-) % | - | - | -0.05% | 0.01% | 0.01% |

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

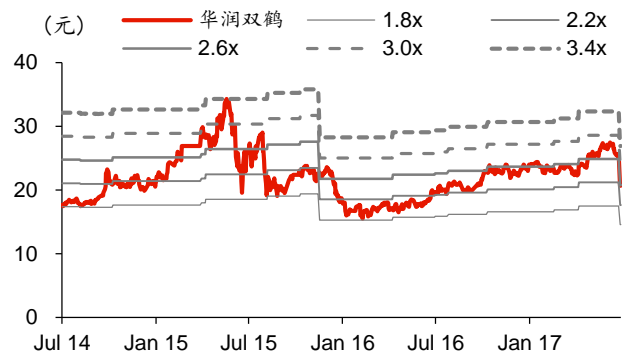
PE/PB - Bands

图表2：华润双鹤历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

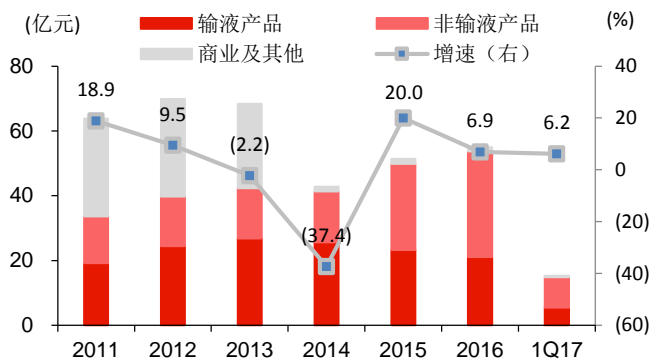
图表3：华润双鹤历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

经营指标概览

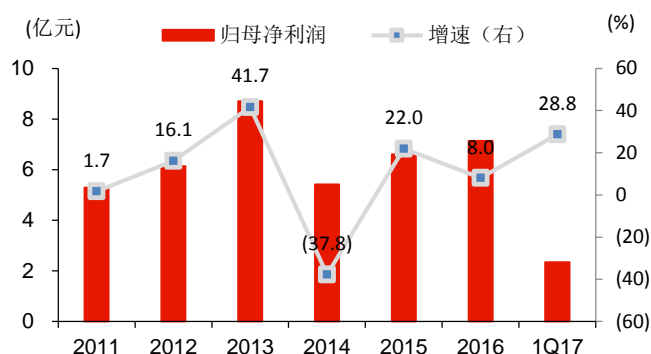
图表4：公司主营业务收入



附注：2015年赛科并表全年数据（同一控制下企业合并）

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

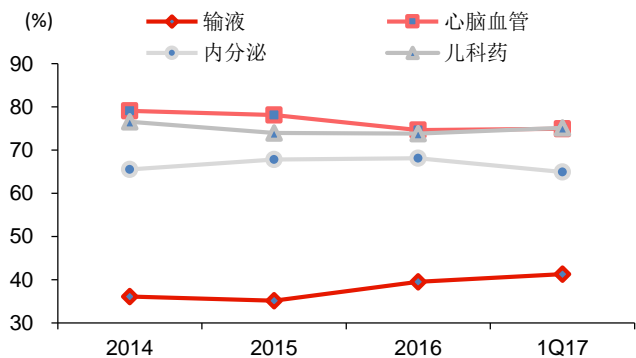
图表5：公司归母净利润



附注：2015年赛科并表全年数据（同一控制下企业合并）

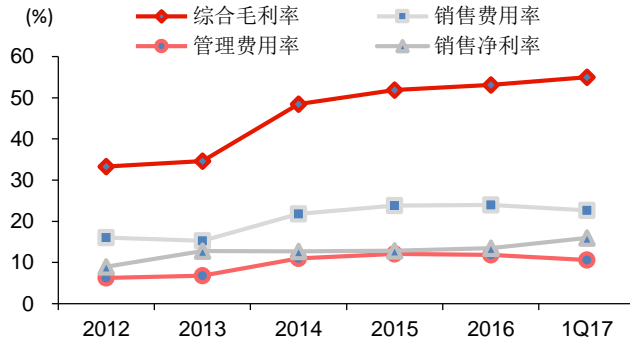
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表6：公司各项业务毛利率



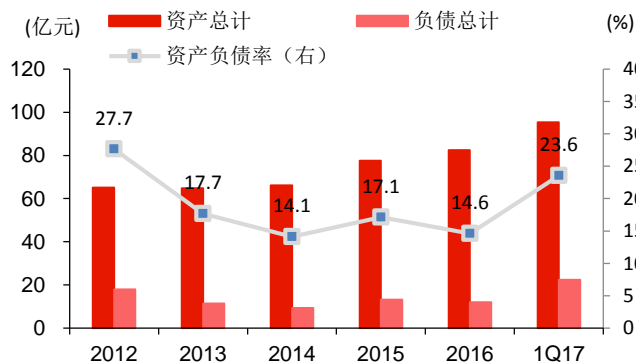
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表7：公司销售毛利率、净利率和费用率



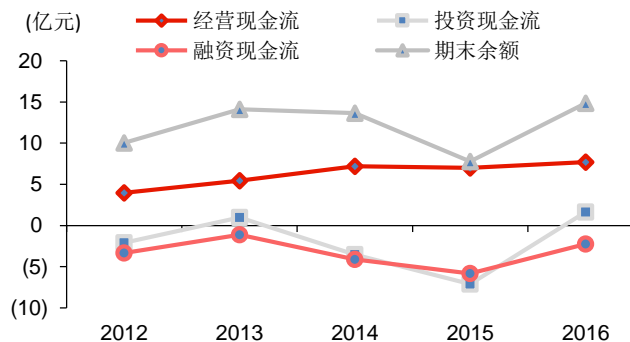
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表8：公司资产负债率



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表9：公司现金流量



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 3,759 | 4,306 | 5,433 | 6,686 | 8,064 |
| 现金 | 778.24 | 1,487 | 2,403 | 3,191 | 4,316 |
| 应收账款 | 896.58 | 894.08 | 984.32 | 1,087 | 1,201 |
| 其他应收账款 | 32.10 | 20.62 | 22.70 | 25.06 | 27.69 |
| 预付账款 | 95.26 | 81.98 | 86.28 | 94.31 | 103.74 |
| 存货 | 808.68 | 762.77 | 790.02 | 1,043 | 1,059 |
| 其他流动资产 | 1,148 | 1,059 | 1,147 | 1,246 | 1,356 |
| 非流动资产 | 4,004 | 3,936 | 3,718 | 3,507 | 3,304 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定投资 | 2,116 | 2,232 | 2,269 | 2,063 | 1,846 |
| 无形资产 | 775.87 | 778.70 | 781.38 | 783.91 | 786.31 |
| 其他非流动资产 | 1,112 | 924.56 | 667.41 | 659.98 | 671.98 |
| 资产总计 | 7,763 | 8,242 | 9,151 | 10,193 | 11,369 |
| 流动负债 | 1,104 | 1,015 | 1,092 | 1,191 | 1,303 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 397.38 | 395.67 | 416.44 | 455.22 | 500.73 |
| 其他流动负债 | 706.87 | 619.55 | 675.36 | 735.68 | 802.72 |
| 非流动负债 | 224.95 | 187.83 | 187.83 | 187.83 | 187.83 |
| 长期借款 | 11.22 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 213.73 | 187.83 | 187.83 | 187.83 | 187.83 |
| 负债合计 | 1,329 | 1,203 | 1,280 | 1,379 | 1,491 |
| 少数股东权益 | 327.25 | 352.28 | 382.93 | 417.84 | 457.21 |
| 股本 | 724.47 | 724.47 | 869.36 | 869.36 | 869.36 |
| 资本公积 | 659.91 | 659.91 | 659.91 | 659.91 | 659.91 |
| 留存公积 | 4,721 | 5,301 | 5,959 | 6,867 | 7,891 |
| 归属母公司股 | 6,107 | 6,686 | 7,489 | 8,397 | 9,420 |
| 负债和股东权益 | 7,763 | 8,242 | 9,151 | 10,193 | 11,369 |

现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金 | 701.35 | 771.25 | 1,080 | 967.28 | 1,320 |
| 净利润 | 661.06 | 714.21 | 874.28 | 995.73 | 1,123 |
| 折旧摊销 | 275.78 | 319.51 | 332.02 | 337.91 | 343.95 |
| 财务费用 | (20.64) | (7.26) | (22.19) | (35.94) | (47.76) |
| 投资损失 | (23.72) | (11.24) | (10.12) | (9.11) | (8.19) |
| 营运资金变动 | (213.72) | (276.29) | (134.51) | (365.70) | (140.44) |
| 其他经营现金 | 22.58 | 32.33 | 40.14 | 44.39 | 48.87 |
| 投资活动现金 | (710.13) | 163.30 | (113.76) | (127.38) | (142.36) |
| 资本支出 | 168.49 | 110.04 | 121.15 | 133.76 | 147.82 |
| 长期投资 | (92.50) | (257.50) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他投资现金 | 634.15 | (15.84) | (7.39) | (6.38) | (5.47) |
| 筹资活动现金 | (583.89) | (224.69) | (49.53) | (51.86) | (52.23) |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 10.00 | (11.22) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 普通股增加 | 152.77 | 0.00 | 144.89 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | (689.62) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | (57.05) | (213.47) | (194.42) | (51.86) | (52.23) |
| 现金净增加额 | (592.68) | 709.86 | 916.33 | 788.04 | 1,125 |

利润表

| 会计年度 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 5,138 | 5,495 | 6,049 | 6,679 | 7,381 |
| 营业成本 | 2,473 | 2,576 | 2,712 | 2,964 | 3,261 |
| 营业税金及附加 | 71.51 | 93.27 | 102.68 | 113.37 | 125.29 |
| 营业费用 | 1,226 | 1,318 | 1,470 | 1,623 | 1,786 |
| 管理费用 | 622.82 | 649.82 | 713.83 | 781.45 | 856.23 |
| 财务费用 | (20.64) | (7.26) | (22.19) | (35.94) | (47.76) |
| 资产减值损失 | 25.34 | 32.80 | 36.12 | 39.87 | 44.07 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 23.72 | 11.24 | 10.12 | 9.11 | 8.19 |
| 营业利润 | 764.33 | 843.20 | 1,047 | 1,202 | 1,365 |
| 营业外收入 | 55.63 | 74.98 | 74.98 | 74.98 | 74.98 |
| 营业外支出 | 13.20 | 11.39 | 11.96 | 12.56 | 13.18 |
| 利润总额 | 806.76 | 906.79 | 1,110 | 1,265 | 1,427 |
| 所得税 | 141.94 | 167.55 | 205.41 | 233.95 | 263.93 |
| 净利润 | 664.82 | 739.25 | 904.93 | 1,031 | 1,163 |
| 少数股东损益 | 3.76 | 25.04 | 30.65 | 34.90 | 39.38 |
| 归属母公司净利润 | 661.06 | 714.21 | 874.28 | 995.73 | 1,123 |
| EBITDA | 1,015 | 1,173 | 1,379 | 1,531 | 1,693 |
| EPS (元) | 0.76 | 0.82 | 1.01 | 1.15 | 1.29 |

主要财务比率

| 会计年度 (%) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | (0.29) | 6.94 | 10.09 | 10.41 | 10.51 |
| 营业利润 | (8.91) | 10.32 | 24.21 | 14.78 | 13.53 |
| 归属母公司净利润 | (10.26) | 8.04 | 22.41 | 13.89 | 12.81 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 51.87 | 53.11 | 55.17 | 55.62 | 55.83 |
| 净利率 | 12.87 | 13.00 | 14.45 | 14.91 | 15.22 |
| ROE | 10.78 | 11.17 | 12.34 | 12.54 | 12.61 |
| ROIC | 11.52 | 12.30 | 15.35 | 17.37 | 19.47 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 17.12 | 14.60 | 13.98 | 13.53 | 13.12 |
| 净负债比率 (%) | 3.10 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动比率 | 3.40 | 4.24 | 4.98 | 5.61 | 6.19 |
| 速动比率 | 2.67 | 3.49 | 4.25 | 4.74 | 5.37 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.68 | 0.69 | 0.70 | 0.69 | 0.68 |
| 应收账款周转率 | 6.04 | 6.14 | 6.44 | 6.45 | 6.45 |
| 应付账款周转率 | 5.22 | 6.50 | 6.68 | 6.80 | 6.82 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.76 | 0.82 | 1.01 | 1.15 | 1.29 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.81 | 0.89 | 1.24 | 1.11 | 1.52 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 7.02 | 7.69 | 8.61 | 9.66 | 10.84 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 26.55 | 24.58 | 20.08 | 17.63 | 15.63 |
| PB (倍) | 2.87 | 2.63 | 2.34 | 2.09 | 1.86 |
| EV_EBITDA (倍) | 17.35 | 15.01 | 12.77 | 11.50 | 10.40 |

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com