

# 华润双鹤 (600062): 产品升级和集中度提升是主要推动力

分析师: 刘苗

执业证书编号: S0300512080001

Email: liumiao@lxzq.com.cn

日期: 2012年8月24日

[www.lxzq.com.cn](http://www.lxzq.com.cn)

22日,我们参加了华润双鹤中期业绩说明会,就市场关注的热点问题与公司高管们进行了交流。

要点:

## 1、竞争加剧 大输液毛利率下滑

大输液毛利率下滑3.5个百分点。尽管市场一致预期大输液价格已经见底,但由于竞争的加剧,毛利率仍下滑较多。长远来看,竞争将迫使产品的升级加速,进而引发投资的加大,由此逻辑下,中小企业将会因实力差距而黯然退场,行业集中度提升。因此我们认为,大输液行业将逐步走向平稳均衡的格局。

## 2、大输液产品升级和集中度提升是主要推动力

从行业整体看,大输液产能无疑是过剩的,行业整体增速约5-6%左右。而未来行业的发展主要源于产品包材升级以及集中度的提升。

目前塑瓶输液已经占据最大市场,软袋比重也上升较快,估计玻瓶、塑瓶、软袋的比例约为2:5:3。由于塑瓶与软袋毛利相对较高,而患者对输液包材几乎没有选择权,因此包材升级将对行业产生积极的影响。

新版GMP的实施对注射剂提出了更高的要求,高标准需要高投入,这对于中小企业来说,负担很大,特别是在行业利润空间逐渐缩小的背景下,中小企业很可能会选择退出,而不是贸然跟进。从竞争企业数量看,集中度提升将有效缓解产品的竞争压力,有利于行业的发展。

## 3、新产品发力 研发投入加大

公司老产品0号、糖适平等经过多年的经营,已难再有快速的提升;而新产品如珂立苏、小儿氨基酸等增速均超过100%,共混袋、软袋大输液同比增长86%,塑瓶同比增长65%。近期



公司将大幅提高研发人员的奖励力度，刺激研发人员积极性，同时积极寻求外部合作研发，计划每年约有2-3个药品上市，争取今年4个产品上市。

#### 4、资产注入+管理层激励

华润的入主给公司带来巨大的变化，首先是管理人员的调整，其次是管理结构的调整——聚集主业，剥离非主业，华润将公司定位为集团化学药平台，并承诺未来注入相关存在同业竞争的资产。据此我们猜测：主营心脑血管药的赛科药、主营抗生素的深圳九新药业等都可能成为注入的对象。目前华润正制定医药产业的整体发展战略，并适时推出高管激励措施，未来公司的发展非常值得期待。

#### 5、盈利预测及估值

我们维持原来的盈利预期，预计公司的2012/2013/2014年扣非后净利润增速分别为17%/14%/15%，EPS分别为1.08/1.23/1.41元，目前股价对应12/13/14年PE分别为18/16/14。我们仍然看好公司持续增长的能力，维持对公司的“增持”评级。

#### 6、风险提示

- 1) 大输液招标价格继续下降、陷入恶劣竞争的泥潭
- 2) 资产整合进度较慢
- 3) 系统性风险

**图表1 盈利预测表**

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E		2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	3,193	3,697	4,361	4,397	4,271	<b>营业收入</b>	5,367	6,383	7,810	8,777	9,869
现金	1,057	1,105	1,229	1,480	815	营业成本	3,425	4,321	5,389	6,056	6,809
应收账款	648	962	962	962	962	营业税金及附加	39	46	56	63	71
其它应收款	77	144	144	144	144	营业费用	974	1,005	1,171	1,317	1,480
预付账款	209	216	289	318	360	管理费用	322	365	390	439	493
存货	710	701	1,181	934	1,431	财务费用	(2)	2	30	25	3
其他	493	570	557	560	559	资产减值损失	24	2	10	7	8
<b>非流动资产</b>	2,012	2,380	2,450	2,661	2,881	公允价值变动收益	-	-	-	-	-
长期投资	85	64	77	76	76	投资净收益	8	13	10	11	11
固定资产	1,313	1,426	1,699	1,957	2,200	<b>营业利润</b>	593	655	773	881	1,014
无形资产	178	223	231	244	255	营业外收入	41	71	30	30	30
其他	435	666	443	383	350	营业外支出	17	23	21	21	21
<b>资产总计</b>	5,206	6,077	6,811	7,058	7,152	<b>利润总额</b>	617	703	783	890	1,023
<b>流动负债</b>	1,190	1,652	1,980	1,714	1,223	所得税	84	150	142	162	186
短期借款	279	387	801	509	-	<b>净利润</b>	533	553	641	728	837
应付账款	361	516	516	516	516	少数股东损益	13	24	21	25	29
其他	549	749	664	689	708	<b>归属母公司净利润</b>	520	529	619	703	808
<b>非流动负债</b>	90	82	67	62	56	EBITDA	749	835	1,105	1,193	1,289
长期借款	13	-	(4)	(12)	(18)	EPS (元)	0.91	0.93	1.08	1.23	1.41
其他	76	82	71	74	75						
<b>负债合计</b>	1,280	1,734	2,047	1,777	1,280	<b>主要财务比率</b>	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	63	86	107	132	162	<b>成长能力</b>					
股本	572	572	572	572	572	营业收入	6.5%	18.9%	22.3%	12.4%	12.4%
资本公积	1,168	1,165	1,165	1,165	1,165	营业利润	9.3%	10.6%	18.1%	13.9%	15.1%
留存收益	2,123	2,521	2,921	3,413	3,974	归属于母公司净利润	15.2%	1.7%	17.1%	13.5%	14.9%
归属母公司股东权益	3,863	4,258	4,657	5,149	5,710	<b>盈利能力</b>					
<b>负债和股东权益</b>	5,206	6,077	6,811	7,058	7,152	毛利率	36.2%	32.3%	31.0%	31.0%	31.0%
						期间费用率	24.1%	21.5%	20.4%	20.3%	20.0%
						净利率	9.7%	8.3%	7.9%	8.0%	8.2%
						ROE	13.5%	12.4%	13.3%	13.7%	14.1%
						ROIC	19.6%	18.9%	19.0%	21.6%	20.6%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	24.6%	28.5%	30.1%	25.2%	17.9%
						净负债比率	22.9%	23.1%	39.2%	28.4%	-0.8%
						流动比率	2.68	2.24	2.20	2.56	3.49
						速动比率	2.09	1.81	1.61	2.02	2.32
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.08	1.13	1.21	1.27	1.39
						应收账款周转率	8.79	7.93	8.12	9.13	10.26
						应付账款周转率	9.67	9.85	10.45	11.74	13.20
						<b>每股指标(元)</b>					
						EPS	0.91	0.93	1.08	1.23	1.41
						每股经营现金流	0.89	0.89	0.45	2.23	1.02
						每股净资产	6.76	7.45	8.15	9.01	9.99
						<b>估值比率</b>					
						P/E	20.7	20.3	17.4	15.3	13.3
						P/B	2.78	2.53	2.31	2.09	1.88

  

现金流量表(百万元)					
	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	510	512	259	1,272	581
净利润	533	553	641	728	837
折旧摊销	158	178	302	287	271
财务费用	(2)	2	30	25	3
投资损失	(8)	(13)	(10)	(11)	(11)
营运资金变动	(202)	(247)	(620)	239	(520)
其它	30	40	(83)	5	0
<b>投资活动现金流</b>	(308)	(404)	(289)	(487)	(481)
资本支出	370	339	412	459	457
长期投资	-	(30)	15	(2)	(0)
其他	62	(96)	138	(30)	(24)
<b>筹资活动现金流</b>	(154)	(56)	154	(534)	(766)
短期借款	1	108	413	(291)	(509)
长期借款	13	(13)	(4)	(7)	(6)
普通股增加	-	-	-	-	-
资本公积增加	0	(3)	-	-	-
其他	(169)	(147)	(255)	(235)	(250)
<b>现金净增加额</b>	-	-	124	252	(665)

数据来源：联讯证券投研中心

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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。

### 与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

### 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

#### 股票投资评级标准

- 买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；
- 增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；
- 持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；
- 减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

#### 行业投资评级标准

- 增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
- 中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
- 减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本资料而引致的任何直接或间接损失负任何责任。