

2013年10月28日

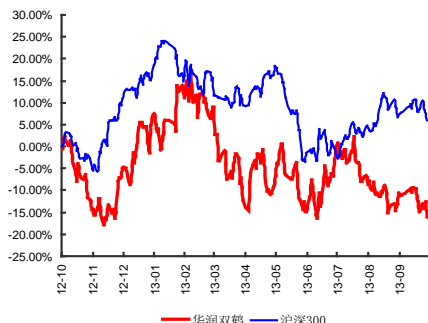
研究员：何筱微
 执业证书编号：S0910510120001
 电话：021-62448067
 Email: hexiaowei@casstock.com

研究支持：吴琳
 电话：021-62442039
 Email: wulin@casstock.com

当前价格：19.7元
 目标价格：27.25元
 目标期限：6个月

总股本：57169.59万
 总市值：112.62亿
 流通比例：100%

华润双鹤（600062）股价表现



相关研究：

《华润双鹤（600062）：二季度业绩好转，输液产品转型起步中》
 2013/8/19

《华润双鹤（600062）：内生与外延，两花并开》
 2013/7/22

《华润双鹤（600062）：商业即将剥离，大输液并购整合仍是看点》
 2013/3/29

《华润双鹤（600062）：三合一即将上市销售，糖适平销量恢复性增长较好》
 2012/10/29

华润双鹤（600062）：业绩持续向好，大输液并购在即

维持评级：买入

主要观点：

◆ **二季度业绩增长好于一季度。**公司在今年前三季度实现营业收入57.75亿元，同比增长2.98%；归属于上市公司股东的净利润为5.24亿元，较上年同期增长9.75%；扣非后净利润为5.06亿元，较上年同期增长21.13%。三季度单季度实现营业收入19.63亿元，较上年同期增长3%；归属于上市公司股东的净利润为1.83亿元，较上年同期增长31%。前三季度的期间费用率为20%，较上年同期下降了1个百分点左右。公司从今年二季度起业绩开始显著好转，三季度业绩延续二季度持续向好。

◆ **0号销售好转，二线产品维持快速增长。**0号在去年几乎没有增长，今年一季度渠道改革，销量下滑，二季度销售已经恢复，全年11.5亿的销售目标有望实现。儿科用药的主导产品珂立苏近四年年均增速为70%以上，去年该品收入达到9200万元，今年预计将过亿元，拉动全年儿科用药收入保持快增。

◆ **维持原观点，判断公司处于产品结构调整初期。**大输液产品近两年新增了两大明星产品817和三合一，其中，817产销量今年有望翻倍，将达到1.8亿袋左右，而三合一因招标进展较为缓慢，预计今年销量在3000万袋左右。这两项产品完全符合目前市场对输液向软袋发展的需求趋势，毛利率相对普通玻塑较高，尤其是三合一。我们认为目前公司输液产品处于软塑替代初期阶段，短期可能受制于招标，但一旦招标市场打开，其发展潜力较大，未来替代塑瓶，可实现收入与毛利齐升。

◆ **内生与外延并发，维持买入。**新版GMP实施为大输液行业整合带来契机，公司可借助并购实现市场占有率的提升，短期内存在行业并购余起。我们预计公司在2013年-2015年的EPS分别为1.24元、1.38元和1.62元，给予2013年22倍PE，目标价为27.25元，维持买入。

◆ **风险提示：**817与三合一招标低于预期；大输液降价；并购存在不确定性；0号恢复性增长不达预期。

财务报表预测

利润表 (百万元)

	2012	2013	2014	2015
	A	E	E	E
营业收入	6989	5064	6279	7660
营业成本	4661	2380	2951	3639
毛利	2328	2684	3328	4022
% 营业收入	33.3%	53.0%	53.0%	52.5%
营业税金及附加	54	39	48	59
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	1122	1519	1884	2298
% 营业收入	16.1%	30.0%	30.0%	30.0%
管理费用	438	354	440	536
% 营业收入	6.3%	7.0%	7.0%	7.0%
财务费用	2	1	2	2
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	33	-35	22	25
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	52	50	20	20
营业利润	731	855	953	1122
% 营业收入	10.5%	16.9%	15.2%	14.6%
营业外收支	31	20	20	20
利润总额	763	875	973	1142
% 营业收入	10.9%	17.3%	15.5%	14.9%
所得税费用	132	149	165	194
净利润	631	726	808	948
归属于母公司所有者的净利润	614.4	708.0	787.1	923.6
少数股东损益	16	18	20	24
EPS (元/股)	1.07	1.24	1.38	1.62

现金流量表 (百万元)

	2012	2013	2014	2015
	A	E	E	E
经营活动现金流净额	396	1340	732	854
取得投资收益收回现金	5	0	0	0
长期股权投资	-111	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-209	-210	-200	-200
其他	112	0	0	0
投资活动现金流净额	-208	-210	-200	-200
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	-106	-295	0	0

资产负债表 (百万元)

	2012	2013	2014	2015
	A	E	E	E
货币资金	1005	1626	1920	2295
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	984	710	880	1074
存货	779	398	493	608
预付账款	250	126	157	193
其他流动资产	138	165	204	249
流动资产合计	3892	3556	4313	5224
可供出售金融资产	65	65	65	65
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	60	110	130	150
投资性房地产	82	82	82	82
固定资产合计	1832	1851	1854	1847
无形资产	222	200	180	162
商誉	110	110	110	110
递延所得税资产	22	0	4	4
其他非流动资产	223	223	223	223
资产总计	6508	6197	6961	7867
短期贷款	295	0	0	0
应付款项	960	489	607	748
预收账款	62	46	57	69
应付职工薪酬	78	40	49	61
应交税费	63	131	150	177
其他流动负债	224	152	188	231
流动负债合计	1682	858	1050	1286
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	119	119	119	119
负债合计	1801	976	1169	1405
归属于母公司所有者权益	4654	5149	5700	6347
少数股东权益	53	72	92	116
股东权益	4707	5221	5792	6463
负债及股东权益	6508	6197	6961	7867
基本指标				
EPS	1.075	1.238	1.377	1.616
BVPS	8.14	9.01	9.97	11.10
PE	18.79	16.30	14.66	12.50

筹资成本	251	-214	-238	-279	PEG	1.29	1.12	1.01	0.86
其他	-477	0	0	0	PB	2.48	2.24	2.02	1.82
筹资活动现金流净额	-332	-509	-238	-279	EV/EBITDA	11.43	9.27	8.21	6.86
现金净流量	-144	621	294	375	ROE	13.2%	13.8%	13.8%	14.6%

具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

投资评级说明:

—报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

—股票投资评级标准:

买入: 相对强于基准表现 20%以上

增持: 相对强于基准表现 10~20%

中性: 相对基准表现在-10%~+10%之间波动

减持: 相对弱于基准表现 10%以下

—行业投资评级标准:

看好: 行业超越基准整体表现

中性: 行业与基准整体表现持平

看淡: 行业弱于基准整体表现

免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“航天证券”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

航天证券有限责任公司

地址: 上海市曹杨路 430 号

电话: 021-62446688

网址: www.casstock.com