

2014年3月12日

研究员：吴琳  
 执业证书编号：S0910112120004  
 电话：021-62442039  
 Email: wulin@casstock.com

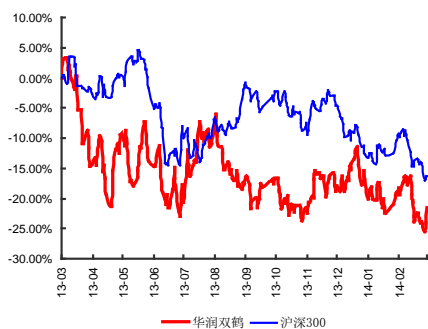
## 华润双鹤 (600062)：大输液及 0 号将 稳定增长，817 和三合一继续放量

维持评级：增持

当前价格：20.01元  
 目标价格：-元  
 目标期限：6个月

总股本：57169.59万  
 总市值：114亿  
 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

### 主要观点：

◆ **工业增速低于预期。**2013年实现主营业务收入67.71亿元，较上年同期减少2.05% (工业收入为43.05亿元，同比增长6.65%，毛利率下降1.57%至51.42%；商业实现收入24.66亿元，同比下滑14.27%，毛利率下降0.57%至4.47%)；实现归属于母公司股东的净利润8.71亿元，较上年同期增长41.71%，扣非后为6.19亿元，同比增长14.46%。净利润大增主要是四季度剥离长沙双鹤获得收益所致。工业整体增速低于我们预期。

◆ **0号将稳定增长，儿科药品增长相对较好。**0号在2012年几乎没有增长，2013年一季度渠道改革，销量下滑，二季度销售已经恢复，通过对渠道和终端梳理与改革，全年完成11片，虽然离11.5亿的销售目标略有差距，但老产品恢复增长利于公司业绩向好。预计2014年销量增长10%左右，基本保持稳定。儿科用药销售收入同比增长23%，重点产品珂立苏已突破亿元。

◆ **817和腹透产品增速较快，三合一14年有望放量。**输液产品在2013年实现收入26.76亿元，同比增长9.59%，毛利率下降1.44%至40.03%。分地区来看，公司在华中、华南等地收入负增长，华北地区增长不足6个点，东北地区增长1个多点，而西南地区同比增长了近58%。817和腹透产品处于快速增长期，13年均实现翻倍增长。长富金山净利润率远远高出公司整体，2014年腹透病人建档有望增加50%左右。三合一二季度有望逐渐放量。

◆ **短期具有估值优势。**我们看好公司输液产品的结构调整，直立式软袋、817和三合一，将成为公司有竞争力的输液产品。GMP改造淘汰了部分落后产能，未来输液行业有望逐步步入正轨，作为集团下的化药平台，公司未来存在并购预期。预计公司在2014年-2016年的EPS分别为1.53元、1.62元和1.76元，目前公司估值偏低，具有上升空间，维持增持评级。

◆ **风险提示：**招标低于预期；并购存在不确定性。

## 财务报表预测

## 利润表(百万元)

	2013	2014	2015	2016
	A	E	E	E
营业收入	6835	4715	5328	5967
营业成本	4470	2334	2637	2984
毛利	2365	2381	2691	2984
	34.6	50.5	50.5	50.0
% 营业收入	%	%	%	%
营业税金及附加	56	38	43	49
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	1044	1037	1172	1313
	15.3	22.0	22.0	22.0
% 营业收入	%	%	%	%
管理费用	468	321	362	406
% 营业收入	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
财务费用	12	8	10	11
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
资产减值损失	23	-29	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	271	50	20	20
营业利润	1034	1055	1113	1216
	15.1	22.4	20.9	20.4
% 营业收入	%	%	%	%
营业外收支	33	20	20	20
利润总额	1067	1075	1133	1236
	15.6	22.8	21.3	20.7
% 营业收入	%	%	%	%
所得税费用	193	195	205	224
净利润	873	881	928	1012
归属于母公司所有者的净利润	870.7	877.4	924.9	1008.3
少数股东损益	3	3	3	4
EPS (元/股)	1.52	1.53	1.62	1.76

## 现金流量表(百万元)

	2013	2014	2015	2016
	A	E	E	E
经营活动现金流净额	546	1710	1060	1156
取得投资收益收回现金	0	0	0	0
长期股权投资	194	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-99	-200	-200	-200

## 资产负债表(百万元)

	2013	2014	2015	2016
	A	E	E	E
货币资金	1410	2438	3011	3654
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	737	510	577	646
存货	566	296	334	378
预付账款	161	83	93	106
其他流动资产	18	16	18	21
流动资产合计	3881	4026	4806	5669
可供出售金融资产	0	0	0	0
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	29	29	29	29
固定资产合计	2017	1968	1899	1815
无形资产	242	215	191	170
商誉	110	110	110	110
递延所得税资产	30	0	2	2
其他非流动资产	113	113	113	113
资产总计	6481	6570	7279	8057
短期贷款	210	0	0	0
应付款项	429	223	252	285
预收账款	90	61	69	78
应付职工薪酬	65	34	39	44
应交税费	112	105	112	123
其他流动负债	123	77	87	98
流动负债合计	1029	500	559	627
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	116	116	116	116
负债合计	1145	616	674	743
归属于母公司所有者权益	5333	5947	6594	7300
少数股东权益	3	7	10	14
股东权益	5336	5954	6605	7314

其他	4	0	0	0	负债及股东权益	6481	6570	7279	8057
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>99</b>	<b>-200</b>	<b>-200</b>	<b>-200</b>	<b>基本指标</b>				
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.523	1.535	1.618	1.764
股权融资	0	0	0	0	BVPS	9.33	10.40	11.53	12.77
银行贷款增加(减少)	86	-210	0	0	PE	13.26	13.16	12.48	11.45
筹资成本	217	-272	-287	-313	PEG	2.64	2.62	2.49	2.28
其他	-414	0	0	0	PB	2.16	1.94	1.75	1.58
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-111</b>	<b>-482</b>	<b>-287</b>	<b>-313</b>	EV/EBITDA	7.87	6.80	6.03	5.15
						16.3	14.8	14.0	13.8
<b>现金净流量</b>	<b>534</b>	<b>1028</b>	<b>573</b>	<b>643</b>	ROE	%	%	%	%

### 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](http://www.casstock.com)