



稳健增长，产品结构持续改善

华润双鹤 (600062)

投资评级：推荐

事件：

公司公布 2013 年年报。2013 年实现营业收入 67.71 亿元，较上年同期减少 2.05%。实现归属母公司净利润 8.71 亿元，较上年同期增长 41.71%，EPS 1.52 元。

四季度毛利率费用率双升

2013 年四季度，公司营业收入同比下降 23.29%，营业利润同比增长 153.48%，归属母公司所有者净利润同比增长 153.22%，Q4 单季实现 EPS 0.61 元，净利润大幅增长的主要是出售长沙双鹤投资收益所致。四季度扣非后净利润 1.1 亿元，同比下降 8%。四季度毛利率同比提升 8.61 个百分点，营业费用率和管理费用率分别提升 1.03 个百分点和 4.74 个百分点，财务表现整体表现良好。

输液产品结构改善，新品有望逐步放量

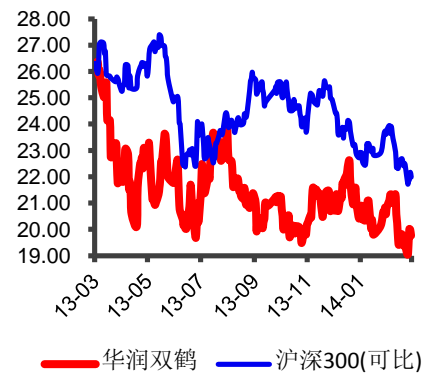
2013 年输液产品实现营业收入 26.76 亿元，同比增长 9.59%，毛利率同比下降 1.44 个百分点。13 年大输液市场竞争激烈，降价是输液毛利率下降的主要原因。817 增长 104%，受到湖北补标延后的影响 13 年三合一销量较少，预计 14 年有望随着各省招标的推进逐步放量。治疗性输液销售收入比重达到 25%，果糖、转化糖等产品增速都超过 20%，腹透产品增速达到 99%。受益于腹透产品高增长子公司长富金山 13 年净利润达到 4376 万元，超额完成长富金山整体盈利目标。公司设置了专门队伍负责长富金山高附加值产品的潇洒，13 年腹透中心达到 50 家，在透析市场整体快速扩容情况下公司腹透业务的高增长有望持续。

立足三大领域，成长期、培育期产品保持较快增速

心脑血管领域，核心产品 0 号 2013 年销量 11 亿片，收入同比增长 6%，下半年恢复增长。巴尼地平、依达拉奉上市，匹伐他汀进入 10 省医保同比增长 162%。儿科领域，收入超过 2 亿元，同比增长 23%，其中珂立苏收入过亿增长 21%，小儿氨基酸增长 25%。内分泌领域，销售收入同比稳步增长，核心产品糖适平加强了在高端医院的学术推广，在社区和零售药店的销售有望上量。整体上，公司成长期和培育期产品增速远超成熟期产品增速，制剂产品线逐步完备。我们预计未来成长期和培育期产品仍将保持较快增速，公司对成熟期产品的依赖度将进一步降低，制剂盈利的稳定性和持续性都将得到加强。公司已将营销模式转换为“学术+代理”模式，加大了对县级医院的开发力度，并开展了针对基层医生的鹤鸣行动和针对患者的鹤舞行动，公司产品在基层市场活力有望得到进一步的发挥。

一年来市场表现

截至 2014/3/17



市场数据

2014/3/17

A 股收盘价 (元)	20.48
A 股一年内最高价 (元)	26.93
A 股一年内最低价 (元)	18.70
上证指数	2023.67
市净率	2.1
总股本 (万股)	57,170
实际流通 A 股 (万股)	57,170
限售的流通 A 股 (万股)	0
流通 A 股市值 (亿元)	117.08

分析师 张科然

执业证书号：S1490513050001

电话：010-58565075

邮箱：zhangkeran@hrsec.com.cn

联系人：黄彬

电话：010-58566865

邮箱：huangbin@hrsec.com.cn

⑤ 盈利预测与投资建议

我们预计 2014-2016 年 EPS 分别为 1.30 元、1.53 元、1.74 元，对应当期价格市盈率分别为 15 倍、13 倍、12 倍。公司业绩稳健增长，产品结构持续改善，存在外延式扩张的可能性，当前估值安全性高，给予“推荐”评级。

⑤ 风险提示

新品销售不达预期；
 输液降价；

财务数据与估值

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	6,989.3	6,834.6	4,955.1	5,698.3	6,553.1
同比增长(+/-%)	9.5%	-2.2%	-27.5%	15.0%	15.0%
营业利润（百万元）	731.3	1,033.9	877.3	1,037.4	1,184.8
同比增长(+/-%)	11.6%	41.4%	-15.1%	18.3%	14.2%
净利润（百万元）	630.5	873.4	743.8	876.4	997.2
同比增长(+/-%)	14.1%	38.5%	-14.8%	17.8%	13.8%
每股收益（元）	1.07	1.52	1.30	1.53	1.74
PE	19.06	13.45	15.79	13.40	11.78
PB	2.52	2.20	2.00	1.81	1.64

资料来源：wind，华融证券

资产负债表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	3,891.6	3,881.2	4,447.3	5,285.7	6,227.0
现金	1,004.7	1,410.0	2,361.4	3,201.0	3,804.9
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	735.9	989.3	693.7	672.3	832.3
应收款项	886.9	615.1	652.1	642.8	739.2
其他应收款	97.1	121.6	121.3	139.5	158.1
存货	779.1	566.1	492.1	560.0	644.0
其他	387.8	179.0	126.8	70.1	48.6
非流动资产	2,616.2	2,599.7	2,531.3	2,463.6	2,396.6
长期股权投资	26.7	26.7	26.7	26.7	26.7
固定资产	1,926.2	1,864.9	1,871.5	1,804.8	1,739.0
无形资产	222.2	241.6	256.7	271.1	284.7
其他	441.1	466.6	376.4	361.0	346.1
资产总计	6,507.8	6,480.9	6,978.6	7,749.3	8,623.6
流动负债	1,682.3	1,028.9	1,044.7	1,183.7	1,346.3
短期负债	295.0	210.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	577.0	428.5	600.8	683.8	786.4
预收账款	61.8	89.6	50.3	58.8	69.5
其他	748.5	300.7	393.7	441.2	490.4
长期负债	118.7	115.8	76.2	93.7	106.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	118.7	115.8	76.2	93.7	106.5
负债合计	1,801.0	1,144.7	1,121.0	1,277.4	1,452.8
股本	571.7	571.7	571.7	571.7	571.7
资本公积金	1,166.2	1,159.2	1,159.2	1,159.2	1,159.2
留存收益	2,915.8	3,601.8	4,120.9	4,732.5	5,428.5
少数股东权益	53.1	3.5	5.7	8.3	11.3
母公司所有者权益	4,653.6	5,332.7	5,851.8	6,463.5	7,159.5
负债及权益合计	6,507.8	6,480.9	6,978.6	7,749.3	8,623.6

资料来源：wind，华融证券

现金流量表

单位：百万元

经营活动现金流	363.2	523.4	1,464.8	1,118.4	920.7
净利润	630.5	873.4	743.8	876.4	997.2
折旧摊销	216.6	269.2	113.4	114.1	114.8
财务费用	24.2	22.9	-2.6	-10.0	-12.6
投资收益	-48.3	-274.1	0.0	0.0	0.0
营运资金变动	-457.8	-357.2	608.8	130.5	-195.4
其他	-2.1	-10.9	1.5	7.3	16.7
投资活动现金流	-208.3	98.9	-44.0	-44.0	-44.0
资本支出	-223.0	-207.4	-44.0	-44.0	-44.0
其他投资	14.7	306.3	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金流	-245.7	-256.4	-469.5	-234.7	-272.8
借款变动	-92.4	-85.0	-210.0	0.0	0.0
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	1.0	-6.9	0.0	0.0	0.0
股利分配	-219.5	-184.7	-222.5	-262.1	-298.3
其他	65.1	20.2	-37.0	27.5	25.4

资料来源：wind，华融证券

利润表

单位：百万元

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	6,989.3	6,834.6	4,955.1	5,698.3	6,553.1
营业成本	4,661.5	4,470.0	2,403.2	2,735.2	3,145.5
营业税金及附加	53.9	55.6	39.6	45.6	52.4
营业费用	1,122.4	1,043.6	1,288.3	1,481.6	1,703.8
管理费用	437.9	467.5	346.9	398.9	458.7
财务费用	2.0	12.4	-2.6	-10.0	-12.6
资产减值损失	32.8	22.9	2.4	9.7	20.5
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	52.4	271.3	0.0	0.0	0.0
营业利润	731.3	1,033.9	877.3	1,037.4	1,184.8
营业外收入	49.9	46.4	45.8	47.4	46.5
营业外支出	18.4	13.5	16.0	16.0	15.2
利润总额	762.8	1,066.8	907.1	1,068.8	1,216.1
所得税	132.2	193.3	163.3	192.4	218.9
净利润	630.5	873.4	743.8	876.4	997.2
少数股东权益	16.1	2.8	2.2	2.6	3.0
归属母公司所有者净利润	614.4	870.7	741.6	873.8	994.2
EPS（元）	1.07	1.52	1.30	1.53	1.74

资料来源：wind，华融证券

主要财务比率

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
同比增长率					
营业收入	9.5%	-2.2%	-27.5%	15.0%	15.0%
营业利润	11.6%	41.4%	-15.1%	18.3%	14.2%
净利润	14.1%	38.5%	-14.8%	17.8%	13.8%
盈利能力					
毛利率	33.3%	34.6%	51.5%	52.0%	52.0%
净利率	9.0%	12.8%	15.0%	15.4%	15.2%
ROE	13.2%	16.3%	12.7%	13.5%	13.9%
ROIC	15.3%	19.5%	15.4%	16.4%	16.8%
偿债能力					
资产负债率	27.7%	17.7%	16.1%	16.5%	16.8%
流动比率	2.31	3.77	4.26	4.47	4.63
速动比率	1.77	3.20	3.78	4.04	4.22
营运能力					
资产周转率	1.07	1.05	0.71	0.74	0.76
存货周转率	5.98	7.90	4.88	4.88	4.88
应收账款周转率	4.31	4.26	3.68	4.33	4.17
每股资料（元）					
每股收益	1.07	1.52	1.30	1.53	1.74
每股经营现金	0.69	0.96	2.56	1.96	1.61
每股净资产	8.14	9.33	10.24	11.31	12.52
每股股利	0.38	0.32	0.39	0.42	0.44
估值比率					
PE	19.06	13.45	15.79	13.40	11.78
PB	2.52	2.20	2.00	1.81	1.64

资料来源：wind，华融证券

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

张科然，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称公司）的资产管理和证券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和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给公司客户有偿使用。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为公司客户。本报告版权归公司所有。未获得公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询公司的投资顾问。公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159 网址：www.hrsec.com.cn