

华润双鹤 (600062)

强烈推荐

行业：化学制剂

## 战略新起点，发展前景日益清晰

近日，我们调研了华润双鹤，我们认为市场对公司并购赛科药业的重要意义认识并不充分，公司作为华润医药旗下化学药+生物药的唯一发展平台正式明确后，未来发展战略已十分明确，2015年将成为公司蓄势待发的重要年份。

### 投资要点：

- ◇ **2015年BFS有望放量，降压零号提价效果逐步显现。**（1）公司输液业务的产品结构持续调整，BFS软袋将成为公司有竞争力的输液产品，目前BFS共中标4个省份，只有湖北地区开始采购，未来随着其它地区实际采购工作的展开，BFS有望实现销售突破，带动输液业务板块维持稳定状态。（2）公司制剂业务中的多个老产品进入低价药目录，具有提价空间，2015年降压0号已提价30%，糖适平和二甲双胍后续也将逐步提价，未来整体制剂业务有望维持15%左右的增长。
- ◇ **收购赛科药业意义重大，研发及制剂出口走在前列：**公司2015年4月20日公告收购赛科药业，赛科是华润医药中相当优秀的一块资产，集团也对其寄予厚望，我们认为市场对公司本次收购赛科药业的重要意义认识并不充分：
  - ◇ **（1）赛科拥有强大的自主创新研发体系，大大提升公司的整体研发实力：**赛科药业一直是华润医药的新药孵化平台，具有非常深厚的研发积累，多年来均保持着较高的研发投入，2014年将近7000万元，公司除拥有多项自主知识产权的专利外，还多次承担重大科技研发项目。
  - ◇ **（2）赛科的制剂出口走在行业前列，或成为公司未来重要增长点：**一方面，赛科的原料和制剂生产质量体系是与国际接轨的，已经通过欧盟GMP、EHS、美国FDA认证；另一方面，赛科目前已成功向美国市场出口ANDA苯磺酸氨氯地平片(2.5mg)，2014年12月ANDA左乙拉西坦片获得FDA现场检查批准函。与此同时，华润双鹤的ANDA美洛昔康片也已获得FDA通过，本次收购标志着华润双鹤在制剂国际化的道路上迈出了坚实的一步，未来继续推进制剂国际化也将是公司的工作重点。
- ◇ **战略定位化学药+生物药发展平台，有望通过外延并购迅速做大做强。**（1）本次收购赛科药业，正式明确了公司作为华润医药旗下化学药+生物药的唯一发展平台，我们认为发展战略清晰后，2015年将成为公司蓄势待发的重要年份。（2）根据华润医药做大收入及利润规模的考核要求，公司有强烈的并购动力，外延将成为未来最重要的发展方式之一。并购的方向主要集中在非输液领域，除进一步丰富公司现有心脑血管、内分泌、儿科领域的品种外，还将重点关注呼吸、消化、麻醉神经类用药的并购机会。

### 作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：梅梅

S0960115030011

0755-82026810

meimei@china-invs.cn

6-12个月目标价：44.7

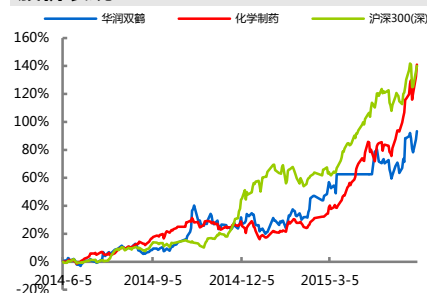
当前股价：31.92

评级调整：首次

### 基本资料

总股本(百万股)	572
流通股本(百万股)	572
总市值(亿元)	182
流通市值(亿元)	182
成交量(百万股)	21.56
成交额(百万元)	685.03

### 股价表现



### 相关报告

- ◇ **看好新董事长上任后带来的变化，有强烈的国企改革预期。**2015 年初华润集团新董事长上任，同时唯一兼任了华润医药的董事长，显示出重点发展和改革华润医药的态度，我们判断华润双鹤除了在资产整合和外延并购上的步伐加快以外，国企改革预期强烈，有望完善管理层激励机制。
- ◇ **首次覆盖，给予强烈推荐评级。**在不考虑赛科药业并表的情况下，我们预测 2015-2017 年 EPS 分别为 1.22、1.49、1.80 元，对应当前股价 PE 为 26、22、18 倍，考虑到公司增长稳定，未来经营趋势向上的确定性强，外延并购及国企改革预期强烈，给予 2016 年 30 倍 PE，目标价为 44.70 元，给予强烈推荐评级。
- ◇ **风险提示：**招标采购慢于预期；外延并购的不确定性。

### 主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	4281	4482	5027	5781
收入同比(%)	-37%	5%	12%	15%
归属母公司净利润	542	699	849	1029
净利润同比(%)	-38%	29%	21%	21%
毛利率(%)	48.5%	51.8%	53.4%	54.5%
ROE(%)	9.5%	11.0%	11.7%	12.5%
每股收益(元)	0.95	1.22	1.49	1.80
P/E	34.10	26.42	21.76	17.96
P/B	3.25	2.90	2.56	2.24
EV/EBITDA	20	17	14	12

资料来源：中国中投证券研究总部

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	3921	4790	5933	7287
现金	1366	2365	3141	4225
应收账款	598	669	751	863
其它应收款	27	71	80	92
预付账款	108	106	115	129
存货	654	650	705	791
其他	1168	929	1141	1187
<b>非流动资产</b>	2698	2171	1964	1743
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1852	1747	1584	1391
无形资产	234	234	234	234
其他	613	191	146	118
<b>资产总计</b>	6619	6961	7896	9030
<b>流动负债</b>	826	503	564	674
短期借款	0	0	0	0
应付账款	488	318	363	459
其他	338	185	201	215
<b>非流动负债</b>	109	75	100	94
长期借款	0	0	0	0
其他	109	75	100	94
<b>负债合计</b>	935	578	663	768
少数股东权益	5	5	5	5
股本	572	572	572	572
资本公积	1159	1159	1159	1159
留存收益	3948	4648	5497	6526
归属母公司股东权益	5679	6378	7228	8257
<b>负债和股东权益</b>	6619	6961	7896	9030

**现金流量表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	718	656	753	1060
净利润	544	699	849	1029
折旧摊销	236	206	214	218
财务费用	-18	-18	-18	-18
投资损失	-5	-5	-5	-5
营运资金变动	-68	-110	-305	-161
其它	29	-116	19	-2
<b>投资活动现金流</b>	-352	324	5	5
资本支出	142	0	0	0
长期投资	-496	-49	0	0
其他	-706	274	5	5
<b>筹资活动现金流</b>	-410	18	18	18
短期借款	-210	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-200	18	18	18
<b>现金净增加额</b>	-44	998	776	1084

**利润表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	4281	4482	5027	5781
营业成本	2206	2161	2344	2631
营业税金及附加	50	50	50	50
营业费用	932	976	1095	1259
管理费用	472	494	554	637
财务费用	-18	-18	-18	-18
资产减值损失	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	5	5	5
<b>营业利润</b>	638	819	1001	1221
营业外收入	37	44	43	41
营业外支出	17	16	16	16
<b>利润总额</b>	658	847	1028	1246
所得税	115	148	179	217
<b>净利润</b>	544	699	849	1029
少数股东损益	2	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	542	699	849	1029
EBITDA	856	1006	1197	1421
EPS (元)	0.95	1.22	1.49	1.80

**主要财务比率**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-37.4%	4.7%	12.1%	15.0%
营业利润	-38.3%	28.3%	22.3%	22.0%
归属于母公司净利润	-37.8%	29.1%	21.4%	21.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	48.5%	51.8%	53.4%	54.5%
净利率	12.7%	15.6%	16.9%	17.8%
ROE	9.5%	11.0%	11.7%	12.5%
ROIC	12.0%	16.5%	19.8%	24.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	14.1%	8.3%	8.4%	8.5%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	4.75	9.53	10.52	10.81
速动比率	3.94	8.23	9.27	9.64
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.65	0.66	0.68	0.68
应收账款周转率	7	7	7	7
应付账款周转率	4.81	5.36	6.89	6.40
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.95	1.22	1.49	1.80
每股经营现金流(最新摊薄)	1.26	1.15	1.32	1.85
每股净资产(最新摊薄)	9.93	11.16	12.64	14.44
<b>估值比率</b>				
P/E	34.10	26.42	21.76	17.96
P/B	3.25	2.90	2.56	2.24
EV/EBITDA	20	17	14	12

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
------	------

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭,中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

梅梅,中国中投证券研究总部医药行业研究员,澳门大学中药学硕士,3 年医药行业相关从业经验。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,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。

本报告基于中国中投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。中国中投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。

本公司及其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,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。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报告所载之内容,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报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434