

业绩逐步回暖，产品线持续外延扩张

投资要点

- **事件：**公司发布2016年中报，实现营收28.5亿元（+11%）、归母净利润4.3亿元（+6%）、扣非后归母净利润4.0亿元（+30%）。
- **业绩逐步回暖，产品结构更加合理。**（1）从单季度来看，2016Q2实现营收14.1亿元（+11%）、归母净利润2.5亿元（+18%）、扣非后归母净利润2.5亿元（+57%），利润增速出现明显提升，业绩回暖趋势十分明显。（2）分业务来看，输液产品实现收入10.9亿元（-10%），主要是受到输液限用和限抗等因素的影响，但与2015年相比降幅略有收窄；毛利率为38.41%，提升3.19pp，主要是因为公司产品结构调整，新产品BSF的销量同比增长41%，且由于产量减少带来成本降幅更明显达到14%。心脑血管产品实现收入11.1亿元（+26%），核心增量来自于降脂药匹伐他汀同比增长74%，复穗悦和厄贝沙坦的增速也超过30%；毛利率下降7.48pp，主要原因可能是部分产品成本有所上升且新并表的双鹤利民毛利率相对较低。（3）总体来看，2016H1公司综合毛利率为51.88%（-1.86pp），净利率为15.23%（-0.74pp）。但从产品结构来看，输液产品收入和毛利占比持续下滑，2016H1分别为38.31%和28.36%，高增速高毛利的心脑血管产品的收入和毛利占比持续提升，2016H1分别为39.12%和56.24%，随着产品结构持续改善，公司盈利能力也有望逐步提高。
- **慢病平台内生外延持续增长，儿科药政策受益明显。**在慢性病领域，公司重点布局高血压、高血脂、糖尿病等大病种。我国慢性病患者人数超过2.6亿，且随着老龄化进程加快将持续扩大，慢性病治疗药物具有广阔的市场前景。公司通过自主研发和外延并购扩大产品线，目前已经形成了降压药全产品线。2015年收购了2家以心脑血管药品为主的企业：即华润赛科的100%股权和济南利民的60%股权，2016年净利润承诺分别不低于2.16亿元和7730万元，并表将显著增厚公司业绩。在儿科药领域，二胎政策全面放开将带来新生儿数量显著提升，市场持续扩容；国家高度重视儿科药发展，出台了从注册评审到招标采购等一系列利好政策。珂立苏等儿科药产品增速逐步回升。
- **盈利预测与投资建议。**预计2016-2018年EPS分别为1.31元、1.62元、2.09元，对应PE分别为15倍、12倍、9倍，考虑到公司业绩逐步回升，估值处于底部且存在持续外延并购预期，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**大输液行业政策或发生变动的风险、药品招标或低于预期的风险。

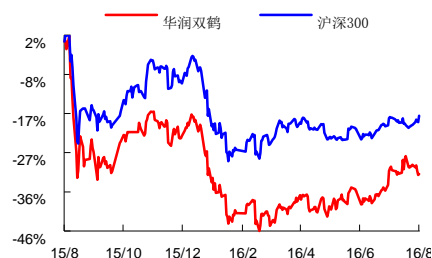
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	5138.40	5900.92	6686.72	7691.78
增长率	20.03%	14.84%	13.32%	15.03%
归属母公司净利润（百万元）	661.06	951.88	1176.88	1512.75
增长率	21.99%	43.99%	23.64%	28.54%
每股收益EPS（元）	0.91	1.31	1.62	2.09
净资产收益率ROE	10.33%	13.10%	14.10%	15.51%
PE	21	15	12	9
PB	2.19	1.93	1.68	1.44

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱国广
执业证号：S1250513070001
电话：021-68413530
邮箱：zhugg@swsc.com.cn
联系人：周平
电话：023-67791327
邮箱：zp@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.24
流通A股(亿股)	5.72
52周内股价区间(元)	15.65-29.29
总市值(亿元)	140.91
总资产(亿元)	78.52
每股净资产(元)	8.68

相关研究

关键假设：

假设 1：2016-2018 年期间心脑血管药品的收入增速分别为 35%、30%、25%，毛利率分别为 75%、73%、70%；

假设 2：2016-2018 年期间输液产品的收入增速分别为-7%、-5%、0%，毛利率分别为 38%、39%、40%。

表 1：华润双鹤主营业务收入预测（百万元）

万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
合计						
营业收入	6834.6	4281.0	5138.4	5900.9	6686.7	7691.8
yoy		-37%	20%	15%	13%	15%
营业成本	4470.0	2206.0	2473.1	2857.0	3121.7	3555.7
毛利率	35%	48%	52%	52%	53%	54%
制剂产品合计（不含输液）						
收入	1557.9	1670.9	2658.7	3743.8	4637.4	5642.5
yoy	-	7%	59%	41%	24%	22%
成本	424.5	465.7	884.6	1519.5	1871.7	2326.1
毛利率	73%	72%	67%	59%	60%	59%
心脑血管						
收入			1787.2	2412.7	3136.6	3920.7
yoy			10%	35%	30%	25%
成本			392.2	603.2	846.9	1176.2
毛利率			78%	75%	73%	70%
内分泌						
收入			241.2	277.4	319.0	366.8
yoy			11%	15%	15%	15%
成本			77.6	88.8	102.1	117.4
毛利率			68%	68%	68%	68%
儿科用药						
收入			217.8	228.7	274.4	356.7
yoy			-12%	5%	20%	30%
成本			56.6	68.6	87.8	114.2
毛利率			74%	70%	68%	68%
其他制剂						
收入			412.5	825.0	907.5	998.3
yoy			6%	100%	10%	10%
成本			358.2	759.0	834.9	918.4
毛利率			13%	8%	8%	8%
输液产品						
收入	2676.2	2560.7	2319.5	2157.1	2049.3	2049.3
yoy	-	-4%	-9%	-7%	-5%	0%
成本	1605.0	1716.0	1504.7	1337.4	1250.1	1229.6
毛利率	40%	33%	35%	38%	39%	40%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	5138.40	5900.92	6686.72	7691.78	净利润	664.82	957.29	1183.57	1521.35
营业成本	2473.12	2856.97	3121.72	3555.71	折旧与摊销	275.78	479.36	499.96	523.32
营业税金及附加	71.51	72.19	85.03	98.11	财务费用	-20.64	-60.75	-72.14	-86.25
销售费用	1225.62	1239.19	1404.21	1538.36	资产减值损失	25.34	30.00	25.00	20.00
管理费用	622.82	649.10	735.54	769.18	经营营运资本变动	-187.31	-158.52	-282.29	-373.08
财务费用	-20.64	-60.75	-72.14	-86.25	其他	-56.65	-43.00	-41.00	-34.83
资产减值损失	25.34	30.00	25.00	20.00	经营活动现金流净额	701.35	1204.38	1313.10	1570.52
投资收益	23.72	15.00	15.00	15.00	资本支出	-736.75	-200.00	-250.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	26.61	15.00	15.00	15.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-710.13	-185.00	-235.00	-285.00
营业利润	764.33	1129.21	1402.37	1811.68	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	42.43	32.91	33.67	34.58	长期借款	11.22	0.00	0.00	0.00
利润总额	806.76	1162.11	1436.05	1846.26	股权融资	-346.56	0.00	0.00	0.00
所得税	141.94	204.83	252.47	324.91	支付股利	0.00	-82.60	-95.09	-107.80
净利润	664.82	957.29	1183.57	1521.35	其他	-248.55	29.75	72.14	86.25
少数股东损益	3.76	5.41	6.69	8.60	筹资活动现金流净额	-583.89	-52.85	-22.95	-21.55
归属母公司股东净利润	661.06	951.88	1176.88	1512.75	现金流量净额	-592.53	966.53	1055.15	1263.97
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	778.24	1744.77	2799.92	4063.89	成长能力				
应收和预付款项	1728.17	1854.96	2134.09	2461.93	销售收入增长率	20.03%	14.84%	13.32%	15.03%
存货	808.68	932.19	1019.76	1161.50	营业利润增长率	19.73%	47.74%	24.19%	29.19%
其他流动资产	444.26	503.88	570.97	656.80	净利润增长率	22.29%	43.99%	23.64%	28.54%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	18.85%	51.82%	18.24%	22.87%
投资性房地产	29.94	29.94	29.94	29.94	获利能力				
固定资产和在建工程	2444.17	2263.72	2112.66	1988.23	毛利率	51.87%	51.58%	53.31%	53.77%
无形资产和开发支出	1369.67	1272.03	1174.40	1076.76	三费率	35.57%	30.97%	30.92%	28.88%
其他非流动资产	159.99	158.72	157.46	156.19	净利率	12.94%	16.22%	17.70%	19.78%
资产总计	7763.11	8760.20	9999.19	11595.24	ROE	10.33%	13.10%	14.10%	15.51%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.56%	10.93%	11.84%	13.12%
应付和预收款项	727.91	827.56	940.99	1062.71	ROIC	11.53%	14.64%	18.14%	22.83%
长期借款	11.22	11.22	11.22	11.22	EBITDA/销售收入	19.84%	26.23%	27.37%	29.24%
其他负债	590.07	613.83	650.90	711.68	营运能力				
负债合计	1329.20	1452.60	1603.11	1785.60	总资产周转率	0.71	0.71	0.71	0.71
股本	724.47	724.47	724.47	724.47	固定资产周转率	2.52	2.75	3.39	4.26
资本公积	659.91	659.91	659.91	659.91	应收账款周转率	6.88	6.65	6.97	6.85
留存收益	4721.28	5590.56	6672.35	8077.30	存货周转率	3.38	3.28	3.19	3.26
归属母公司股东权益	6106.66	6974.94	8056.73	9461.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.58%	—	—	—
少数股东权益	327.25	332.66	339.35	347.95	资本结构				
股东权益合计	6433.91	7307.60	8396.08	9809.64	资产负债率	17.12%	16.58%	16.03%	15.40%
负债和股东权益合计	7763.11	8760.20	9999.19	11595.24	带息债务/总负债	0.84%	0.77%	0.70%	0.63%
					流动比率	3.40	4.10	4.73	5.35
					速动比率	2.67	3.34	3.99	4.60
					股利支付率	0.00%	8.68%	8.08%	7.13%
					每股指标				
					每股收益	0.91	1.31	1.62	2.09
					每股净资产	8.88	10.09	11.59	13.54
					每股经营现金	0.97	1.66	1.81	2.17
					每股股利	0.00	0.11	0.13	0.15
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	1019.48	1547.82	1830.19	2248.75					
PE	21.32	14.80	11.97	9.31					
PB	2.19	1.93	1.68	1.44					
PS	2.74	2.39	2.11	1.83					
EV/EBITDA	12.87	7.83	6.05	4.36					
股息率	0.00%	0.59%	0.67%	0.77%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn