

# 业绩逐渐向好，制剂板块高速增长超预期

2016年10月30日

强烈推荐/维持

华润双鹤

财报点评

## ——华润双鹤（600062）三季度财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
胡偌碧	联系人	
	hurb@dxzq.net.cn	010-66554044
缪牧一	联系人	
	miaomy@dxzq.net.cn	010-66554035

### 事件：

华润双鹤发布三季报，前三季度实现营业收入 41.48 亿元，同比增加 9.27%；归属于上市公司股东的净利 6.02 亿元，同比增加 7.8%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利 5.69 亿元，同比增加 43.34%（15 年按前三季度调整后净利润计算）。实现 EPS 为 0.83 元。

公司 2016 年 Q3 实现营业收入 13.02 亿元，同比增加 6.32%；实现归属于上市公司股东的净利 1.68 亿元，同比增加 14.01%（15 年按第三季度调整后净利润计算）。实现 EPS 为 0.23 元。

### 观点：

#### 1、业绩呈现逐渐向好趋势，输液板块拉低整体业绩

公司前三季度收入 41.48 亿元，增速 9.27%，净利润 6.02 亿元，增速 7.8%，符合预期。分业务板块来看：

- 前三季度公司**输液板块**收入 15.78 亿元，同比下降 11.25%，略低于预期。输液板块的下滑影响整体收入端增速，但输液板块毛利率有所提升（+3.99%）体现了输液板块结构正持续优化，我们推测毛利率较高的营养治疗性输液占比逐渐上升。
- 非输液板块**收入收入 24.89 亿元，同比增长（29.46%），增速较快，符合预期。其中心脑血管收入 15.98 亿元（+25.33%），内分泌板块收入 1.99 亿元（+6%），儿科用药板块收入 1.97 亿元（+12.86%）。制剂板块收入增速情况良好，尤其是儿科用药板块，半年报增速-1.21%，前三季度增速 12.86%，回暖趋势明显。

财务指标方面，公司销售费用率 21.97%，较去年同期（21.48%）基本维持稳定。管理费用率 11.84%，较去年同期（11.25%）基本维持稳定。综合毛利率 52.90%，较去年同期上升 0.37%，稳中有升，各项财务指标良好

## 展望未来我们预计公司收入端将实现 10%-15% 稳健增长

- 输液板块会随着产品结构的优化有所好转（结构调整、BFS 放量），有望达到 0-5% 增速。
- 制剂板块高速增长（大品种降压 0 号低价药政策红利保持 10% 增速，匹伐他汀培育期 50% 增速，儿童药政策倾向珂立苏 15% 增速，赛科优质品种穗悦 30% 增速，压氏达 10% 增速）。

## 2、医保目录调整受益标的，匹伐他汀、珂立苏有望进入医保带来业绩弹性

医保目录调整在即，在今年年底将会出结果，而地方增补以及儿童药都是医保目录调整重点考虑的对象。我们认为，公司匹伐他汀和珂立苏均有进入国家医保目录的可能性，有望为公司带来较大业绩弹性：

- **匹伐他汀**：匹伐他汀现已进入北京、甘肃、广东、河北、黑龙江、江西、辽宁、山西、天津、新疆、浙江 11 省医保增补目录，2016 年上半年增速 74.1%，有望进入国家目录。若今年年底进入国家医保目录，则明年有望继续维持翻倍增速，短期内销售规模即可达到 5 亿，为公司带来较大业绩弹性。
- **珂立苏**：公司儿童药品种珂立苏同样有调入国家医保目录的潜质，若进入医保目录，则未来增速有望超过 30%，也是 5 亿级潜力品种。

## 3、华润医药已整体上市，将为公司带来积极影响

华润医药 10 月 28 日已于港交所开始交易。我们认为，华润医药整体上市将为公司带来内生、外延两方面的积极影响，也将为公司带来业绩与估值的弹性：

- **内生**：华润医药整体上市大概率将给公司定下经营效率及业绩方面的考核，国企改革预期强烈，而公司目前对输液板块的内部调整即能体现一部分国企改革将带来的积极影响，未来内生增长有望。
- **外延**：公司作为华润医药旗下唯一的化药+生物药平台，外延预期强烈。华润医药上市后计划用港币 33.54 亿元用于收购中国生物药品、中药、营养保健品及化学药品的制造商及选择性地收购或投资专注心血管系统、中枢神经系统、肿瘤科及呼吸系统等领域的制造商。从华润医药招股说明书中可以看到，在寻求收购的时候，华润医药一般收购目标的交易规模不少于 5000 万元人民币，有望给公司带品种上的补充以及业绩上的支撑。

## 4、压氏达补充申请 ANDA 获批，国际化战略稳步推进

2014 年 11 月，华润赛科向美国市场成功出口了 ANDA 产品压氏达，实现了制剂出口美国市场的新突破。2014 年 12 月，华润赛科生产的第二个 ANDA 产品左乙拉西坦片和苯磺酸氨氯地平片 2.5 毫克获得 FDA 现场检查批准函，标志着其国际化产品线进一步稳固丰富。赛科已经在美国设立公司，初步建立了美国营销网络。

2016 年上半年，华润赛科的核心产品压氏达 2.5mg 产品的 ANDA 补充申请获美国 FDA 批准，标志着华润赛科具备了在美国市场销售该产品全规格的资格，对公司拓展美国制剂市场带来积极的影响。

## 5、公司投资逻辑再梳理，低估值优质标的

公司目前已基本完成从输液龙头到化药平台的华丽转型，未来将重点发展制剂板块。在不考虑任何外延式发展的前提下（已写入经营计划），公司 2017 年 PE 为 19 倍，若按照经营计划，在外延式上实现有效突破，对应 2017 年 PE 将更低。

- **业绩方面：**我们预计公司收入端将保持 10-15% 稳健增长，若公司匹伐他汀（11 省增补）和珂立苏（儿童药）进入医保目录，则两个品种都有望实现收入翻倍增长，迅速成为 4-5 亿级别品种，带来巨大弹性。外延并购是公司未来另一大看点（已写入经营计划），外延并购将为公司业绩带来新的盈利点，对业绩增厚影响较大。O 号持续提价仍有较大空间，有望提供业绩弹性。
- **估值方面：**随着公司业务结构改善，公司非输液产品收入、毛利占比均显著提升。而在输液业务中，毛利率较高的治疗、营养输液占比明显提升，而在基础输液中直软、817、BFS 等软包产品占比又得到提升，应为公司存量业务带来估值上的提升。华润医药目前已整体上市，经营层面有望持续改善，公司是儿童药、制剂出口两大主题相关标的，应享受更高估值。

### 结论：

预计公司 2016-18 年营收分别为 58.33、65.43 和 74.11 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 7.35、8.95 和 10.29 亿元，增速分别为 11.13%、21.80%、15.02%，EPS 分别为 1.01 元、1.24 元和 1.42 元，对应 PE 分别为 23X、19X 和 16X。不考虑外延，根据分部估值法，输液部分（17 年预计 1.8 亿左右利润）给予 15-20 倍估值，制剂部分（17 年预计 7.2 亿左右利润）给予 25-30 倍，在此估值切换临近之际，公司合理市值在 207-252 亿之间，按中性估计，我们给予公司 6 个月目标价 31.8 元，维持公司“强烈推荐”评级。

## 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	3921	3759	4944	6166	7541	<b>营业收入</b>	4281	5138	5833	6543	7411
货币资金	1366	778	1693	2594	3581	<b>营业成本</b>	2206	2473	2807	3147	3548
应收账款	598	897	1018	1142	1293	营业税金及附加	50	72	81	91	103
其他应收款	27	32	36	41	46	营业费用	932	1226	1391	1498	1697
预付款项	108	95	80	64	45	管理费用	472	623	707	766	867
存货	654	809	918	1029	1160	财务费用	-18	-21	-10	-10	-20
其他流动资产	514	435	400	400	400	资产减值损失	5.29	25.34	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	2698	4004	3561	3340	3117	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	4.86	23.72	0.00	0.00	0.00
固定资产	1852	2232	2091	1963	1853	<b>营业利润</b>	638	764	857	1052	1215
无形资产	234	776	698	621	543	营业外收入	37.06	55.63	52.00	52.00	52.00
其他非流动资产	69	96	96	96	96	营业外支出	17.08	13.20	15.00	15.00	15.00
<b>资产总计</b>	6619	7763	8505	9506	10658	<b>利润总额</b>	658	807	894	1089	1252
<b>流动负债合计</b>	826	1104	1200	1309	1434	所得税	115	142	157	191	220
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	544	665	736	897	1032
应付账款	488	397	445	499	562	少数股东损益	2	4	2	2	3
预收款项	78	120	169	223	284	归属母公司净利润	542	661	735	895	1029
一年内到期的非流	0	30	30	30	30	EBITDA	1066	1765	1066	1262	1418
<b>非流动负债合计</b>	109	225	139	139	139	<b>BPS (元)</b>	0.95	0.91	1.01	1.24	1.42
长期借款	0	11	11	11	11	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	935	1329	1340	1448	1573	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	5	327	329	331	334	营业收入增长	-37.36	20.03%	13.51%	12.18%	13.26%
实收资本(或股本)	572	724	724	724	724	营业利润增长	-38.25	19.73%	12.07%	22.76%	15.56%
资本公积	1159	660	660	660	660	归属于母公司净利润	11.13%	21.80%	11.13%	21.80%	15.02%
未分配利润	3643	4375	4721	5142	5627	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	5679	6107	6837	7727	8751	毛利率(%)	48.47%	51.87%	51.88%	51.91%	52.12%
<b>负债和所有者权</b>	6619	7763	8505	9506	10658	净利率(%)	12.70%	12.94%	12.63%	13.71%	13.93%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	12.90%	8.19%	8.52%	8.64%	9.41%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	9.54%	10.83%	10.75%	11.58%	11.76%
<b>经营活动现金流</b>	718	701	683	896	972	<b>偿债能力</b>					
净利润	544	665	736	897	1032	资产负债率(%)	14%	17%	16%	15%	15%
折旧摊销	445	1021	0	221	223	流动比率	4.75	3.40	4.12	4.71	5.26
财务费用	-18	-21	-10	-10	-20	速动比率	3.95	2.67	3.35	3.93	4.45
应收账款减少	0	0	-121	-124	-151	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	48	54	61	总资产周转率	0.65	0.71	0.72	0.73	0.74
<b>投资活动现金流</b>	-352	-710	228	0	0	应收账款周转率	7	7	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.34	11.60	13.85	13.87	13.97
长期股权投资减少	0	0	22	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	5	24	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.95	0.91	1.01	1.24	1.42
<b>筹资活动现金流</b>	-410	-584	4	5	15	每股净现金流(最新)	-0.08	-0.82	1.26	1.24	1.36
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	9.93	8.43	9.44	10.67	12.08
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	153	0	0	0	P/E	24.23	25.17	22.65	18.60	16.17
资本公积增加	0	-499	0	0	0	P/B	2.31	2.73	2.43	2.15	1.90
<b>现金净增加额</b>	-44	-593	914	901	987	EV/EBITDA	11.04	9.01	14.07	11.16	9.24

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

---

## 分析师简介

---

### 张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

## 联系人简介

---

### 胡偌碧

北京大学医学部分子药理学博士，和君商学院六届学子。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于化学药、创新产业链、精准医疗等投资机会

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

---

## 免责声明

---

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

---

## 行业评级体系

---

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。