

业绩逐渐向好，制剂板块尤其儿童药高速增长超预期

——华润双鹤（600062）事件点评

2016年12月21日

强烈推荐/维持

华润双鹤

事件点评

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:

华润双鹤于2016年12月20日发布公告，公司全资子公司华润赛科以8.5亿现金收购海南中化联合制药工业股份100%股权。海南中化2015年收入1.49亿元，净利润5149.75万元

公司同时公告向华润医药申请8亿元借款额度用于满足营运资金的需求，保障公司业务发展的需要

观点:

1、海南中化经营情况良好，利润稳健增长

海南中化联合制药工业股份有限公司成立于2004年，现有四大生产基地，14条GMP认证生产线，其中11条于2013年通过新版GMP认证，是一家研发密集型的新型综合性制药企业。2015年收入1.49亿元，净利润5149.75万元；2016年1-7月收入9003.13万元，净利润3285.38万元。

四大主要品种注射用单磷酸阿糖腺苷（2015收入3966万）、雷贝拉唑钠肠溶片（2015收入2021万）、泮托拉唑钠肠溶胶囊（2015收入1988万）、紫杉醇注射液（2015收入1278万）合计收入9253万，占公司总收入的60%。四个品种毛利均超过50%。除四大品种外，公司还拥有注射用胸腺五肽、注射用奥美拉唑、注射用吗替麦考酚酯等30个品种。

2、外延战略高效落地、执行力强，超市场预期

公司2016年半年报将外延写入经营计划“公司围绕战略落地，积极开展外延扩张，与战略领域内多家并购对象进行了接触、谈判，力争完成年度并购计划。”而在半年内就落地完成体现了公司外延并购的超高执行力，超市场预期。我们认为外延并购的加速与华润医药整体上市带来的效率和执行力提升有很大关系，未来公司外延效率有望进一步得到改善。

3、申请 8 亿借款额度助力持续做大做强强化药平台

华润双鹤做为华润医药旗下的化药平台未来战略意义重大, 公司三季报账上现金 11.33 亿, 现在 8.5 亿收购之后账上仍有 2.83 亿现金, 此次申请 8 亿借款额度, 结合公司未来发展战略及本次超预期外延动作, 我们推测未来公司有望继续通过外延并购做大做强强化药平台。

4、现金收购增厚公司利润, 低估值优质标的值得关注

海南中化 2015 年收入 1.49 亿元, 净利润 5149.75 万元; 2016 年 1-7 月收入 9003.13 万元, 净利润 3285.38 万元。预计 2016 年净利润约在 5600 万左右。我们保守预计按照 10% 左右利润增速计算, 明年有望实现 6000 万净利润, 可增厚双鹤利润, 对应 2017 年 PE 仅 18 倍, 值得重点关注。

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。考虑海南中化业绩并表, 公司 2017 年 PE 仅为 17 倍, 若按后续外延继续发展, 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, 此单高效落地后续值得期待, 外延的落地有望继续增厚公司利润。0 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:

考虑到海南中化收购后并表, 我们上调盈利预测, 预计公司 2016-18 年营收分别为 58.33、67.23 和 76.09 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 7.35、9.20 亿和 10.48 亿元, 增速分别为 11.13%、25.17%、13.91%, EPS 分别为 1.01 元、1.27 元和 1.45 元, 对应 PE 分别为 22X、17X 和 15X。根据分部估值法, 输液部分 (预计 1.8 亿左右利润) 给予 15-20 倍估值, 制剂部分 (预计 7.4 亿左右利润) 给予 25-30 倍, 合理市值在 212-258 亿之间, 我们看好公司长期发展, 维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示:

外延并购落地低于预期, 输液新品推广不达预期

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		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	3921	3759	4944	6204	7598	营业收入	4281	5138	5833	6723	7609						
货币资金	1366	778	1693	2547	3544	营业成本	2206	2473	2807	3233	3643						
应收账款	598	897	1018	1173	1328	营业税金及附加	50	72	81	94	106						
其他应收款	27	32	36	42	48	营业费用	932	1226	1391	1546	1750						
预付款项	108	95	80	63	44	管理费用	472	623	707	781	895						
存货	654	809	918	1057	1191	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						
非流动资产合计	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	营业利润	638	764	857	1079	1235						
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						
资产总计	6619	7763	8505	9544	10715	利润总额	658	807	894	1116	1272						
流动负债合计	826	1104	1200	1324	1452	所得税	115	142	157	196	224						
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	544	665	736	920	1048						
应付账款	488	397	445	512	577	少数股东损益	2	4	2	2	3						
预收款项	78	120	169	224	287	归属母公司净利润	542	661	735	917	1045						
一年内到期的非流	0	30	30	30	30	EBITDA	1066	1765	1066	1290	1438						
非流动负债合计	109	225	139	139	139	BPS (元)	0.95	0.91	1.01	1.27	1.44						
长期借款	0	11	11	11	11	主要财务比率											
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E						
负债合计	935	1329	1340	1463	1592	成长能力											
少数股东权益	5	327	329	331	334	营业收入增长	-37.36	20.03%	13.51%	15.27%	13.18%						
实收资本(或股本)	572	724	724	724	724	营业利润增长	-38.25	19.73%	12.07%	25.94%	14.48%						
资本公积	1159	660	660	660	660	归属于母公司净利润	11.13%	24.86%	11.13%	24.86%	13.98%						
未分配利润	3643	4375	4721	5153	5645	获利能力											
归属母公司股东权	5679	6107	6837	7749	8789	毛利率(%)	48.47%	51.87%	51.88%	51.91%	52.12%						
负债和所有者权	6619	7763	8505	9544	10715	净利率(%)	12.70%	12.94%	12.63%	13.68%	13.78%						
现金流量表					单位:百万元		总资产净利润(%)					12.90%	8.19%	8.52%	8.64%	9.61%	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)					9.54%	10.83%	10.75%	11.84%	11.89%		
经营活动现金流	718	701	683	849	983	偿债能力											
净利润	544	665	736	920	1048	资产负债率(%)	14%	17%	16%	15%	15%						
折旧摊销	445	1021	0	221	223	流动比率				4.69	5.23						
财务费用	-18	-21	-10	-10	-20	速动比率				3.89	4.41						
应收账款减少	0	0	-121	-155	-155	营运能力											
预收帐款增加	0	0	48	56	63	总资产周转率	0.65	0.71	0.72	0.74	0.75						
投资活动现金流	-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	14.05	13.96						
长期股权投资减少	0	0	22	0	0	每股指标(元)											
投资收益	5	24	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.95	0.91	1.01	1.27	1.44						
筹资活动现金流	-410	-584	4	5	15	每股净现金流(最新)	-0.08	-0.82	1.26	1.18	1.38						
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	10.70	12.13						
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率											
普通股增加	0	153	0	0	0	P/E	24.22	25.16	22.64	18.13	15.91						
资本公积增加	0	-499	0	0	0	P/B	2.31	2.72	2.43	2.15	1.89						
现金净增加额	-44	-593	914	854	998	EV/EBITDA	11.04	9.01	14.06	10.96	9.13						

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

缪牧一

美国罗切斯特大学会计学理学硕士，美国注册会计师，2016 年 6 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于医药政策下的投资机会。

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。