

## 华润双鹤 (600062)

2017年3月17日

# 产品布局优化明显, 华润体系化药平台雏形渐现

买入 (首次)

证券分析师 全铭

执业资格证书号码: S0600517010002

[quanm@dwzq.com.cn](mailto:quanm@dwzq.com.cn)

010-66573557

证券分析师 焦德智

执业资格证书号码: S0600516120001

[jiadzh@dwzq.com.cn](mailto:jiadzh@dwzq.com.cn)

### 投资要点

一、事件: 近日, 我们对华润双鹤进行了调研跟踪。

二、我们的观点:

1、公司成功从大输液转型, 慢病管理收入占比超 50%, 并实现快速增长。

2016 年公司实现营业收入 54.95 亿元, 同比增长 6.94%; 归属于上市公司所有者的净利润为 7.14 亿元, 同比增长 8.04%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 6.58 亿元, 同比增长 59.10%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润增长迅猛, 其主要原因为 2016 年初收购华润赛科并表导致。未来随着公司现有产品的放量和公司管理的升级, 公司未来我们认为公司未来将维持两位数增长。

从 2015 年华润双鹤开始转变主营业务板块以来, 公司慢病领域占营收比例逐年上升, 2016 年达 54%。该领域产品可分为降压类、降糖类 and 降脂类三种。2016 年公司慢病领域收入同比增长 23%。其中降脂领域增长达 54%、降压类产品增长 8%、降糖类产品增长 4%。

公司降脂类产品主要为匹伐他汀钙片。该产品自 2010 年实现转产以来, 一直维持稳定增长, 2016 年销量增长达 59%, 目前处于高速增长期。该产品已进入国家医保目录, 我们预计未来将继续快速增长, 2017 年有望继续保持 50% 以上的增速。

公司降压类产品“降压 0 号”2016 年收入同比下降 1%。其出现下滑的主要原因为华润双鹤开始全面推进该产品的药品提价。目前已有 17 个省完成第一次提价, 12 个省启动二次提价。其它降压类产品, 如穗悦、厄贝沙坦分散片和硝苯地平缓释片营业收入均实现两位数增长。公司降压类产品丰富, 共有 10 个不同产品。通过将产品进行高、中、低三个价位的整合, 将低价位产品与“降压 0 号”结合推广销售, 可实现该领域的快速增长。我们推测, 随着公司该板块产品的进一步整合, 2017 年可实现两位数增长。

公司降糖产品为糖适平, 该产品销量稳定, 2016 年实现增长 1%。

2、儿科、肾科快速成长, 珂立苏表现亮眼。

公司专科业务目前主要包括儿科与肾脏科。珂立苏作为儿科领域的重点产品, 2016 年实现营收 1.7 亿元, 同比增长 43%, 处于快速增长期。

公司肾科产品腹膜透析液受生产供应限制影响出现下滑, 目

### 股价走势



### 市场数据

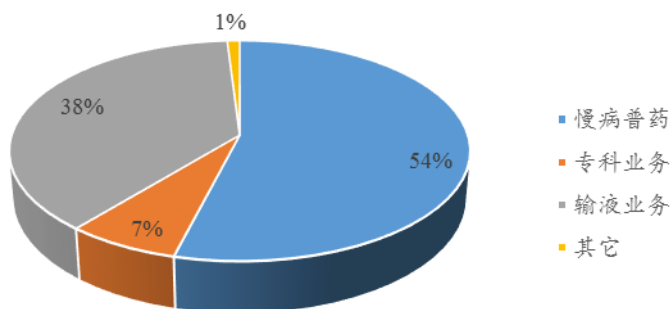
收盘价 (元)	22.74
一年最低价/最高价	24.66/16.45
市净率	2.5
流通 A 股市值 (亿元)	165

### 基础数据

每股净资产 (元)	9.23
资本负债率 (%)	14.60
总股本 (亿股)	7.24
流通 A 股 (亿股)	5.72

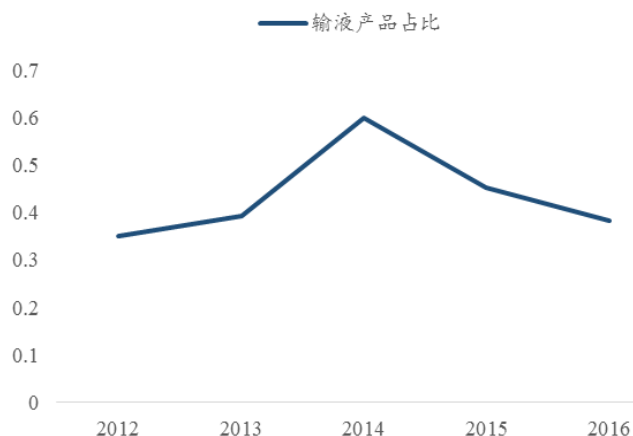
### 相关报告

图表 1. 公司各业务板块收入占比



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

图表 2. 输液产品营收占比出现下滑



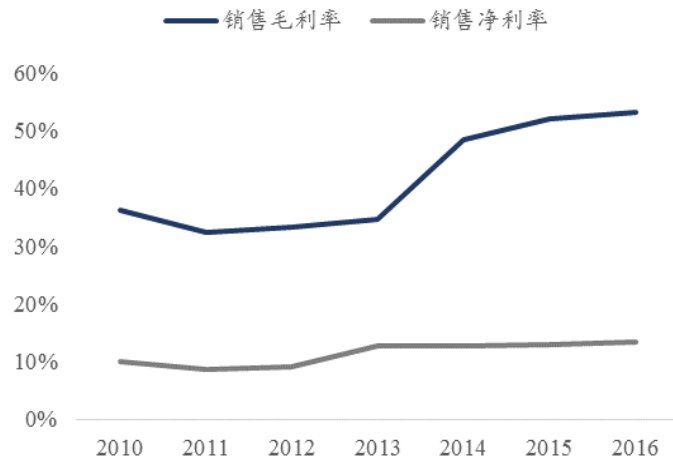
资料来源：公司公告、东吴证券研究所

图表 3. 海南中化业绩承诺情况



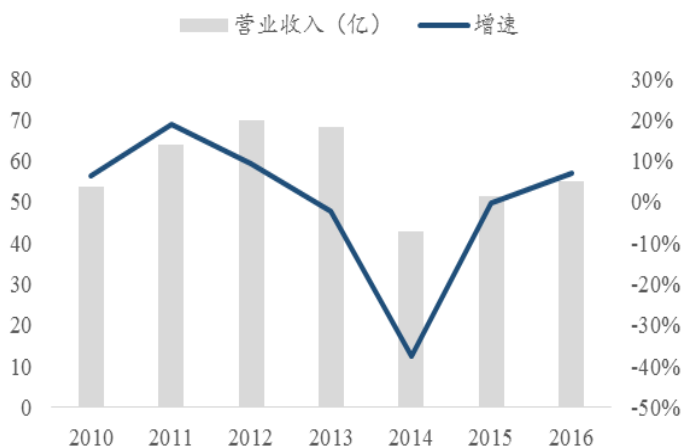
资料来源：公司公告、东吴证券研究所

图表 4. 公司净利率与毛利率逐年提升



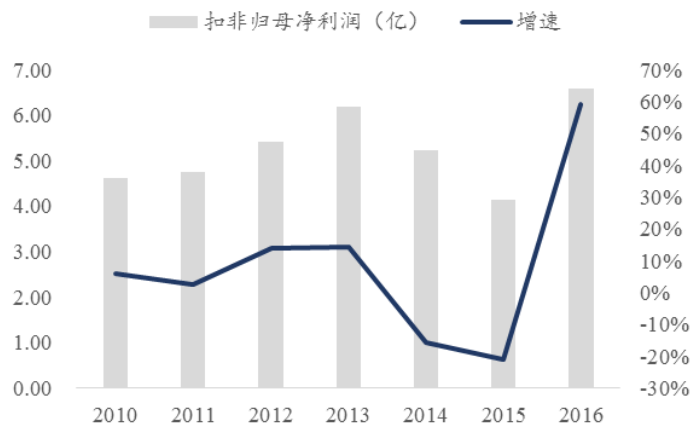
资料来源：公司公告、东吴证券研究所

图表 5. 近年来公司营业收入稳定提升



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

图表 6. 公司扣非归母净利润出现提升



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

前供应已恢复正常，销售基本恢复，目前公司已建成的腹透中心达 89 家。该领域产品血液滤过置换液进入国家医保目录。随着 16 年卫计委叫停医院自行调配该产品，血滤产品未来将进入快速成长期，我们预测该领域产品有望实现两位数增长。

### 3、收购海南中化，化药产品进一步丰富。

2016 年公司收购海南中化。海南中化的主要产品包括：注射用单磷酸阿糖腺苷、雷贝拉唑钠肠溶片、泮托拉唑钠肠溶胶囊和紫杉醇注射液。这四种产品分别涉及抗病毒、消化和抗肿瘤领域。通过收购该公司，华润双鹤将构建起全新的治疗平台，与现有产品形成协同，同时增强招商代理客户资源和营销实力。海南中化做出业绩承诺：2016、2017 和 2018 年分别实现净利润 5000 万、5500 万和 6000 万元。

2016 年公司拟发行公司债，募集资金不超过 15 亿元。公司目前现金充裕，账上现金 14.87 亿元。我们预计公司 2017 年将加大外延式布局，实现跨越式发展。

### 4、压缩输液业务，产品布局优化明显。

2016 年输液板块业务收入为 21.07 亿元，同比下滑 9%。而非输液板块营业收入达 32.60 亿元，同比增长 22.63%，公司有意压缩输液板块业务占比，产品布局优化明显。

公司不断降低塑瓶类低毛利率产品的占比，提高直软、软袋和 BFS 等高毛利率产品的比例。2016 年，直软和软袋类产品的销售量占比达 50%，较上年提升 11%。2016 年，公司 BFS 产品销售同比增长 38%。公司在压缩输液业务占比的同时，调整了该领域各产品的比例。

### 5、公司管理提升，实现效益最大化。

公司目前正对旗下的控股公司进行销售的整合，实现有效利用市场资源，同时减少同类竞争。目前公司整合的销售市场主要包括赛科、利民及双鹤三部分，未来随着海南中化的整合完成，将一起进行整合。

公司由于输液板块占比逐渐减少，该产品线工作人员数超过所需数量，公司于 2016 年进行减员工作。通过减员，公司的效率得以提升。

通过对公司的治理进行升级，公司的毛利率与净利率逐年递增。2010 年至 2016 年，毛利率从 36% 提升至 53%；净利率从 10% 提升至 13%。随着公司销售市场整合工作的推进及减员红利的逐步显现，我们预计未来公司毛利率与净利率将进一步提高。

## 三、 盈利预测与投资建议

我们预计 2017-2019 年公司营业收入为 61.30 亿元、68.19 亿元和 77.34 亿元，归属母公司净利润为 8.65 亿元、9.97 亿元和 11.32 亿元。对应 EPS 分别为 1.19 元、1.38 元和 1.56 元。我们认为公司现存产品优异，管理稳步提高。因此我们首次覆盖，给予“买入”评级。

#### 四、 风险提示

行业政策变化风险、生产要素成本上涨的风险。

华润双鹤 (600062) 主要财务数据及估值 (百万元)

利润表	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5494.80	6130.25	6818.52	7734.33	毛利率	53.11%	53.11%	53.11%	53.11%
营业成本	2576.50	2874.45	3197.18	3626.60	三费/销售收入	35.68%	34.23%	33.62%	33.59%
营业税金及附加	93.27	104.05	115.74	131.28	EBIT/销售收入	16.37%	16.61%	16.91%	16.71%
营业费用	1317.72	1440.61	1568.26	1778.90	EBITDA/销售收入	22.18%	25.97%	25.32%	24.05%
管理费用	649.82	692.72	784.13	904.92	销售净利率	13.45%	14.61%	15.13%	15.15%
财务费用	-7.26	-35.09	-60.24	-86.03	ROE	10.68%	11.70%	12.14%	12.40%
资产减值损失	32.80	0.00	0.00	0.00	ROA	11.67%	11.69%	12.22%	12.07%
投资收益	11.24	0.00	0.00	0.00	ROIC	10.86%	14.25%	17.19%	20.19%
<b>营业利润</b>	<b>843.20</b>	<b>1053.50</b>	<b>1213.45</b>	<b>1378.66</b>	销售收入增长率	6.94%	11.56%	11.23%	13.43%
其他非经营损益	63.59	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	14.36%	13.23%	13.24%	12.09%
<b>利润总额</b>	<b>906.79</b>	<b>1053.50</b>	<b>1213.45</b>	<b>1378.66</b>	EBITDA 增长率	14.75%	30.59%	8.47%	7.75%
所得税	167.55	158.03	182.02	206.80	净利润增长率	11.19%	21.13%	15.18%	13.62%
<b>净利润</b>	<b>739.25</b>	<b>895.48</b>	<b>1031.43</b>	<b>1171.86</b>	总资产增长率	7.55%	12.97%	8.37%	13.50%
少数股东损益	25.04	30.33	34.93	39.69	股东权益增长率	9.49%	10.57%	11.01%	11.27%
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>714.21</b>	<b>865.15</b>	<b>996.50</b>	<b>1132.18</b>	经营营运资本增长率	-4.16%	9.05%	12.99%	13.51%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	资产负债率	8.69%	10.71%	8.61%	10.47%
货币资金	1000.54	2118.45	3235.97	4411.19	投资资本/总资产	78.83%	65.48%	57.65%	48.92%
应收和预付款项	1860.75	2163.65	2312.59	2764.87	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
存货	762.77	915.23	951.17	1165.91	流动比率	5.72	5.79	8.26	7.62
其他流动资产	191.38	191.38	191.38	191.38	速动比率	4.29	4.60	6.85	6.41
投资性房地产	21.96	17.21	12.46	7.71	股利支付率	18.77%	18.28%	18.28%	18.28%
固定资产和在建工程	2361.37	1933.29	1505.22	1077.14	收益留存率	81.23%	81.72%	81.72%	81.72%
无形资产和开发支出	1423.58	1288.60	1153.61	1018.63	总资产周转率	0.71	0.70	0.72	0.72
其他非流动资产	86.00	80.38	74.76	74.76	固定资产周转率	2.42	3.17	4.53	7.18
<b>资产总计</b>	<b>7708.34</b>	<b>8708.18</b>	<b>9437.15</b>	<b>10711.58</b>	应收账款周转率	3.13	3.13	3.13	3.07
应付和预收款项	667.62	930.15	809.86	1119.41	存货周转率	3.38	3.14	3.36	3.11
其他负债	2.23	2.23	2.23	2.23	EBIT	899.42	1018.41	1153.21	1292.63
<b>负债合计</b>	<b>669.84</b>	<b>932.37</b>	<b>812.08</b>	<b>1121.64</b>	EBITDA	1218.93	1591.85	1726.65	1860.45
股本	724.47	724.47	724.47	724.47	净利润	714.21	865.15	996.50	1132.18
资本公积	659.91	659.91	659.91	659.91	EPS	0.986	1.194	1.375	1.563
留存收益	5301.83	6008.82	6823.14	7748.33	BPS	9.229	10.205	11.329	12.606
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>6686.21</b>	<b>7393.20</b>	<b>8207.52</b>	<b>9132.71</b>	PE	23.22	19.17	16.64	14.65
少数股东权益	352.28	382.61	417.54	457.23	PB	2.48	2.24	2.02	1.82
<b>股东权益合计</b>	<b>7038.50</b>	<b>7775.81</b>	<b>8625.06</b>	<b>9589.94</b>	PS	3.02	2.71	2.43	2.14
负债和股东权益合计	7708.34	8708.18	9437.15	10711.58	PCF	21.50	13.36	13.38	12.79
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EV/EBIT	17.76	14.62	11.98	9.82
经营性现金净流量	771.36	1240.98	1239.47	1296.17	EV/EBITDA	13.10	9.36	8.00	6.82
投资性现金净流量	163.30	0.00	0.00	0.00	EV/NOPLAT	23.53	17.20	14.10	11.55
筹资性现金净流量	-224.69	-123.08	-121.94	-120.95	EV/IC	2.63	2.61	2.54	2.42
<b>现金流量净额</b>	<b>710.01</b>	<b>1117.90</b>	<b>1117.53</b>	<b>1175.22</b>	股息率	0.008	0.010	0.011	0.012

资料来源: wind、东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

