

毛利率提升业绩大幅超预期，华润系化药平台未来看点颇多

——华润双鹤（600062）2017 一季报点评

2017 年 04 月 27 日

强烈推荐/维持

华润双鹤

财报点评

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

事件：

公司发布 2017 年一季报，实现收入 15.28 亿元，同比增长 6.17%，实现归母净利润 2.35 亿元，同比增长 28.75%，实现扣非归母净利润 2.30 亿元，同比增长 45.48%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入（百万元）	1225.92	1341.94	1439.31	1406.6	1302.33	1346.56	1528.05
增长率（%）	16.19%	-30.71%	10.37%	11.06%	6.23%	0.34%	6.17%
毛利率（%）	49.87%	50.92%	49.33%	54.50%	54.34%	54.51%	54.96%
期间费用率（%）	35.47%	40.83%	32.72%	31.84%	36.71%	41.84%	33.14%
营业利润率（%）	13.35%	8.06%	14.55%	21.07%	16.47%	9.14%	19.47%
净利润（百万元）	146.65	106.53	184.96	260.02	174.78	119.49	244.08
增长率（%）	27.89%	-65.37%	-06.98%	22.19%	19.18%	12.17%	31.96%
每股盈利（季度，元）	0.26	0.14	0.25	0.35	0.23	0.16	0.32
资产负债率（%）	10.93%	17.12%	15.70%	16.62%	14.38%	14.60%	23.58%
净资产收益率（%）	2.40%	1.66%	2.79%	3.86%	2.53%	1.70%	3.35%
总资产收益率（%）	2.14%	1.37%	2.36%	3.21%	2.16%	1.45%	2.56%

观点：

► 一季度业绩表现亮眼，大幅超出市场预期

公司一季度实现归母净利润 2.35 亿元，同比增长 28.75%，实现扣非归母净利润 2.30 亿元，同比增长 45.48%，大幅超出市场预期。由于公司此前收购的海南中化于 3 月 1 日完成工商登记，实际并表利润我们估计不到 500 万元的影响（业绩承诺为 17 年 5500 万元），因此公司扣非后的内生增长为 42%-43%，表现极为亮眼，主要原因是整体毛利率大幅提升 5.31pp，分业务板块来看：

- ◆ **输液版块收入 5.45 亿元, 同比下降 1.79%, 但毛利率大幅上升 4.95pp 至 41.30%, 我们认为主要有两大因素: 1) 输液版块结构调整:** 公司近年来一直致力于输液版块产品结构优化, 以高毛利的 BFS 及软包装产品替代塑瓶, 毛利率持续提升; **2) 塑瓶价格回暖:** 今年以来, 塑瓶价格开始底部回暖, 一瓶平均涨幅约 5 分钱, 由于塑瓶从量上来看占比仍有 50% 左右, 价格回暖带动整个输液版块的毛利率提升。
- ◆ **非输液版块收入 9.34 亿元, 同比增长 8.10%, 毛利率上升 4.74pp 至 62.99%, 主要与公司儿科用药珂立苏在去年相对低基数下的高增长有关, 儿科用药实现收入 8345 万 (+71.82%), 毛利率为 75.19% (+15.87pp)。** 公司心脑血管版块收入 5.90 亿元 (+4.52%), 毛利率为 74.91% (+1.68pp); 内分泌版块收入 6586 万元 (-6.93%), 毛利率为 64.94% (-0.79pp); 其他制剂收入 1.95 亿元 (+8.05%), 毛利率为 21.08% (+12.87pp)。

从财务指标上来看, 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 22.70%、10.61%、-0.16%, 较去年同期 +0.55pp、0.03pp、-0.15pp, 整体上基本维持稳定。

➤ **输液版块产品结构持续优化, BFS 有望放量贡献业绩弹性**

从收入端的数据来看, 公司 Q1 输液版块收入增速已经基本持平, 呈现回暖态势, 未来随着产业结构的持续优化, 尤其是 BFS 未来的放量值得期待。BFS 毛利率较高, 我们估计 16 年仅在湖北省一地销售就实现约 9000 万左右收入, 现已进入 11 个省份, 虽未开始正式销售, 但未来有望放量贡献较大的业绩弹性。

➤ **医保目录调整受益标的, 匹伐他汀、缬沙坦氢氯噻嗪有望为公司带来业绩弹性**

- ◆ **匹伐他汀:** 公司匹伐他汀 2016 年销售收入 2.6 亿, 增速在 50% 以上。目前此品种格局较好国内市场上有 5 家公司的匹伐他汀的片剂在销, 分别是日本兴和、江苏万邦、浙江京新和山东齐都、华润双鹤。匹伐他汀新进入国家医保, 我们考虑降价因素下, 认为其有望继续达到 30% 左右增速。
- ◆ **缬沙坦氢氯噻嗪:** 公司缬沙坦氢氯噻嗪 2016 年销售收入 4942 万, 复方降压药属于高血压药物中增速较快的领域, 此次公司产品新调入医保目录有望为公司带来业绩弹性。
- ◆ **血液滤过置换液:** 公司血液滤过置换液 2016 年销售额仅 474 万, 基数小, 未来有望进入高速增长期。

➤ **账上现金充足, 外延预期强烈**

公司目前账上拥有现金 16.66 亿元, 同时公司早已将外延写入经营计划中。我们认为在华润医药整体上市后, 公司作为华润医药旗下唯一的化药+生物药平台, 未来公司外延效率有望进一步得到改善。

➤ **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 19 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, 我们推测 BFS, 匹伐他汀、珂立苏都将延续今年等高增速势头持续向好, 另外新进入医保的缬沙坦氢氯噻嗪和血液滤过置换液也有一定弹性, 其他核心品种稳健增长, 0 号提价仍有一定空间, 有望提供业绩弹性。外延并购是公司未来另一大看点, 海南中化

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。

- ◆ **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 2017-19 年归母净利润分别为 9.04 亿、10.51 亿和 12.08 亿, 增速分别为 26.31%、16.24%、14.91%, EPS 分别为 1.25 元、1.45 元和 1.66 元, 对应 PE 分别为 18X、16X 和 14X。我们认为公司为低估值有变化优质标的, 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				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	3759	4306	5797	7200	8779	营业收入	5138	5495	6441	7516	8727
货币资金	778	1487	2295	3230	4285	营业成本	2473	2576	3076	3528	4024
应收账款	897	894	1124	1311	1523	营业税金及附加	72	93	90	105	121
其他应收款	32	21	24	28	33	营业费用	1226	1318	1504	1781	2077
预付款项	95	82	66	47	26	管理费用	623	650	721	873	1096
存货	809	763	1006	1154	1316	财务费用	-21	-7	-10	-10	-20
其他流动资产	435	191	400	400	400	资产减值损失	25.34	32.80	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	4004	3936	3445	3221	2996	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	23.72	11.24	0.00	0.00	0.00
固定资产	2232	2269	2126	1995	1882	营业利润	764	843	1060	1238	1429
无形资产	776	779	701	623	545	营业外收入	55.63	74.98	52.00	52.00	52.00
其他非流动资产	96	58	58	58	58	营业外支出	13.20	11.39	15.00	15.00	15.00
资产总计	7763	8242	9241	10421	11774	利润总额	807	907	1097	1275	1466
流动负债合计	1104	1015	1164	1299	1450	所得税	142	168	193	224	258
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	665	739	904	1051	1208
应付账款	397	396	487	559	638	少数股东损益	4	25	2	2	3
预收款项	120	107	160	222	294	归属母公司净利润	661	714	902	1049	1205
一年内到期的非流	30	0	0	0	0	EBITDA	1765	1887	1271	1452	1634
非流动负债合计	225	188	139	139	139	BPS (元)	0.91	0.99	1.25	1.45	1.66
长期借款	11	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	1329	1203	1304	1438	1590	成长能力					
少数股东权益	327	352	354	356	359	营业收入增长	20.03%	6.94%	17.21%	16.69%	16.12%
实收资本(或股本)	724	724	724	724	724	营业利润增长	19.73%	10.32%	25.70%	16.83%	15.37%
资本公积	660	660	660	660	660	归属于母公司净利润	21.99%	8.04%	26.31%	16.24%	14.91%
未分配利润	4375	4939	5364	5858	6426	获利能力					
归属母公司股东权	6107	6686	7583	8627	9826	毛利率(%)	51.87%	53.11%	52.24%	53.05%	53.89%
负债和所有者权	7763	8242	9241	10421	11774	净利率(%)	12.94%	13.45%	14.03%	13.98%	13.84%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	8.52%	8.67%	9.76%	10.06%	10.23%	
经营活动现金流	701	771	503	930	1042	偿债能力					
净利润	665	739	904	1051	1208	资产负债率(%)	17%	15%	14%	14%	13%
折旧摊销	1021	1051	0	223	225	流动比率	3.40	4.24	4.98	5.54	6.05
财务费用	-21	-7	-10	-10	-20	速动比率	2.67	3.49	4.11	4.66	5.15
应付帐款的变化	0	0	-230	-188	-211	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	53	62	72	总资产周转率	0.71	0.69	0.74	0.76	0.79
投资活动现金流	-710	163	274	0	0	应收账款周转率	7	6	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	11.60	13.86	14.59	14.36	14.58
长期股权投资减少	0	0	16	0	0	每股指标(元)					
投资收益	24	11	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.91	0.99	1.25	1.45	1.66
筹资活动现金流	-584	-225	31	5	14	每股净现金流(最新)	-0.82	0.98	1.11	1.29	1.46
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	8.43	9.23	10.47	11.91	13.56
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	153	0	0	0	0	P/E	24.71	22.87	18.11	15.58	13.56
资本公积增加	-499	0	0	0	0	P/B	2.68	2.44	2.15	1.89	1.66
现金净增加额	-593	710	808	935	1056	EV/EBITDA	8.84	7.87	11.04	9.03	7.37

资料来源: 公司财报、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。2016年水晶球最佳分析师第一名，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

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。

胡偌碧

医药行业分析师。2016年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。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。