

中报5.2亿业绩超预期，收入结构改善毛利率持续提升

——华润双鹤（600062）2017年中报点评

2017年08月17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
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 2017 年半年报, 2017 年上半年年实现营业收入 30.76 亿元, 同比增加 8.08%; 归属于上市公司股东的净利 5.21 亿元, 同比增加 20.13%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利 5.02 亿元, 同比增加 24.25%。实现 EPS 为 0.60 元。

公司 2017 年 Q2 实现营业收入 15.48 亿元, 同比增加 10.04%; 实现归属于上市公司股东的净利 2.97 亿元, 同比增加 14.25%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利 2.71 亿元, 同比增加 10.55%。实现 EPS 为 0.39 元。

观点:

1、上半年5.2亿业绩超预期，收入结构持续改善毛利率再提升，赛科利民业绩超预期

公司 2017 年上半年收入 30.76 亿元, 增速 8.08%, 净利润 5.21 亿元, 增速 20.13%, 高增速超市场预期! 其中 Q2 单季度收入 15.48 亿元, 净利润 2.97 亿元, 与 Q1 业绩 2.44 亿相比持续向好, 单季度业绩接近 3 亿表现亮眼。2016 年公司四个季度业绩分别为 1.8 亿, 2.5 亿, 1.7 亿, 1.1 亿, 二季度为全年业绩最高季度, 在去年高基数的情况下上半年仍有 20%以上业绩增速, 我们判断全年大概率完成 8.5-9 亿利润, 若按 9 亿计算, 增速 26%, 目前 PE 仅 21 倍!

分业务板块来看收入端:

- ◆ 公司上半年输液板块收入 10.58 亿元, 同比增长 3.25%, 平稳增长符合预期。目前输液软包装结构占比已达 53%, 结构不断优化调整 (2016 年末软包装结构占比 50%, 又有了进一步提高)。公司目前输液板块占收入的比重已下降至 34.40%, 已快降到 1/3 以下。
- ◆ 非输液板块收入收入 19.04 亿元, 同比增长 9.87%, 增速平稳。其中慢病业务收入 11.89 亿元 (+7.98%), 专科业务板块收入 2.39 亿元 (+46.14%), 专科业务板块表现优异、慢病业务平稳增长。

从毛利率的角度:

- ◆ 输液板块毛利率持续提升 (+5.35%), 输液板块结构还在持续优化。
- ◆ 非输液板块毛利率也在提升 (+3.26%), 其中专科业务线条毛利提升明显 (+12.81%)。

从产品的角度, 根据公司的年报披露口径, 匹伐他汀、珂立苏、腹膜透析液、BFS 高速增长:

- ◆ 高毛利输液产品增速较快, BFS 销量增速 27%, 营养治疗性输液增速 10%。
- ◆ 心脑血管系列, 降压 0 号销量略有下降 (-7%), 剔除消化渠道库存影响同比小幅上升 1%, 但价格提升; 新进入医保的匹伐他汀依旧维持高增速 (59%), 新进入医保的复穗悦增速 25%。
- ◆ 降糖药板块, 糖适平保持平稳 (增速 2%)
- ◆ 儿童药板块, 珂立苏增速较快 (增速 33%) 超预期。
- ◆ 其他方面, 小儿氨基酸+18%表现突出, 腹膜透析液恢复性增长 (+89%)

从子公司的角度, 赛科、利民、海南中化表现优异, 尤其利民增速超预期:

- ◆ 双鹤利民收入 3.18 亿, 净利润 0.58 亿 (2017 承诺业绩 0.89 亿元, 完成超过 65%), 本期净利润较上年同期上升 58.33%, 主要是调整营销经营策略, 加快高毛利产品增长, 提高高盈利产品占比所致。
- ◆ 华润赛科收入 5.97 亿, 净利润 1.57 亿 (2017 承诺业绩 2.3 亿), 本期净利润较上年同期上升 35.76%, 主要是合并海南中化以及主要产品销售增长所致, 剔除中化影响, 也已完成承诺业绩的一半以上。
- ◆ 海南中化实现业绩 2886.29 万元, 承诺业绩 5500 万元, 已完成超过 50%。

财务指标方面, 公司销售费用率 23.85%, 较去年同期 (21.55%) 提升 2.3pp, 其中广告费用和服务费增长较快, 公司产品推广力度有所加大。管理费用率 9.59%, 较去年同期 (10.84%) 下降 1.25pp, 管理费用控制良好。综合毛利率 56.23%, 较去年同期上升 4.35pp, 反应产品结构的不断优化, 各项财务指标良好

展望 2017, 不考虑海南中化并表因素, 我们预计公司收入端内生将实现 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), 软包装进一步完成替代。
- ◆ 制剂板块高速增长 (匹伐他汀进入医保维持 30%-40%高增速, 儿童药政策倾向珂立苏维持 30%-40%高增速, 压氏达 10%增速)。

2、医保目录调整及一致性评价政策受益标的, 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 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。品种新进入国家医保, 2017 有望继续保持 30%-40%收入增速 (考虑到降价影响)。
- ◆ **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。
- ◆ **一致性评价:** 公司有 36 个品种在积极推动一致性评价, 进度靠前。品种包括苯磺酸氨氯地平片、单硝酸异山梨酯缓释胶囊 (I)、非那雄胺片、阿奇霉素分散片、缬沙坦胶囊、阿奇霉素胶囊、厄贝沙坦分散片、甘草酸二铵胶囊、格列齐特片 (II)、盐酸特拉唑嗪片等。未来这些品种通过一致性评价之后竞争格局有望改善进而进一步拉动慢病平台的成长。

3、账上现金充足, 外延预期依然强烈

公司目前账上拥有现金 11.71 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, 外延预期依旧强烈。

4、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 年营收分别为 64.41 亿元、75.16 亿元和 87.27 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 9.04 亿元、10.51 亿元和 12.08 亿元, 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 21X、18X 和 15X。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					利润表						
	单位:百万元					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					单位:百万元	总资产净利润(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	12.90%	8.52%	8.67%	9.61%	9.92%
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	5.10	5.66	6.15
财务费用	-21	-7	-10	-10	-20	速动比率	2.67	3.49	4.24	4.77	5.25
应收账款减少	0	0	-230	-188	-211	营运能力					
预收帐款增加	0	0	53	62	72	总资产周转率	0.71	0.69	0.73	0.75	0.78
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	1.04	1.21	1.39
筹资活动现金流	-584	-225	31	5	14	每股净现金流(最新)	-0.82	0.98	1.10	1.08	1.21
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	8.43	9.23	8.89	10.09	11.47
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	23.33	21.60	20.52	17.65	15.36
资本公积增加	-499	0	0	0	0	P/B	2.53	2.31	2.39	2.11	1.86
现金净增加额	-593	710	808	935	1056	EV/EBITDA	8.32	7.39	12.64	10.43	8.62

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。2016年水晶球第一名团队组长，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。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

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。

联系人简介

缪牧一

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。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。