

华润双鹤(600062)

二线品种实现快速增长，未来效率提升可期 增持(维持)

2018年3月15日

证券分析师 全铭

S0600517010002

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

S0600516120001

021-60199780

jiaodzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,421.8	7,408.9	8,555.0	9,899.0
同比	16.9%	15.4%	15.5%	15.7%
归母净利润(百万元)	842.6	984.7	1,210.4	1,501.5
同比	18.0%	21.2%	22.9%	24.1%
ROE	10.9%	11.8%	12.7%	13.7%
每股收益(元)	0.97	1.13	1.39	1.73
P/E	23.8	20.5	16.6	13.4
P/B	2.7	2.5	2.4	2.1

投资要点

一、事件:

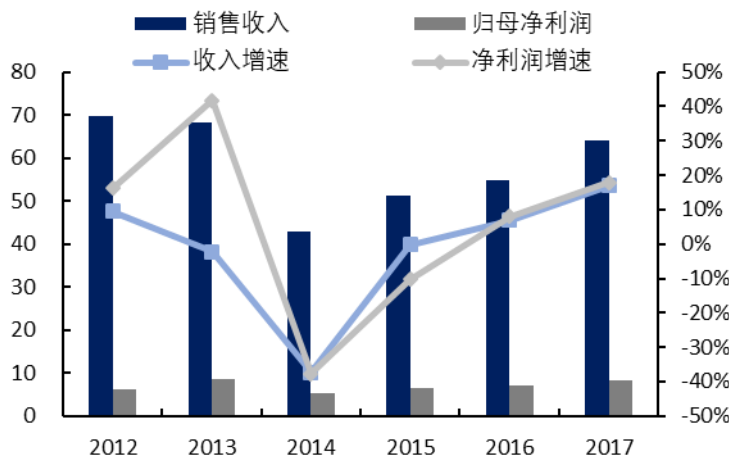
公司公布2017年年报,2017年实现营收64.21亿元,同比增长16.87%;归属母公司股东净利润8.43亿元,同比增长17.98%;扣非归属母公司股东净利润8.16亿元,同比增长24.09%,符合预期。

公司第四季度,营收16.66亿元,同比增长23.68%;归属母公司股东净利润1.18亿元,同比增长4.42%;扣非归属母公司股东净利润1.19亿元,同比增长33.71%,符合预期。

二、我们的观点:二线品种实现快速增长,输液产品线效率提升明显,裁员推动未来效率提升。

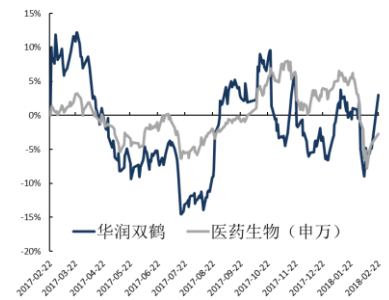
公司2017年实现重拾快速增长,2017年实现营收64.21亿元,同比增长16.87%;归属母公司股东净利润8.43亿元,同比增长17.98%。我们认为公司业绩实现快速增长的主要原因为:公司二线品种实现快速增长,输液产品线受产品结构的调整和2016年裁员的影响增速和效率双升。我们认为,随着二线品种的稳定增长、2017年继续裁员带来2018年的效率提升及仿制药一致性评价的推进,公司未来的业绩增速将维持甚至超过2017年的水平。

图表 1:2012-2017 华润双鹤营业收入与扣非归母净利润情况(亿元)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.13
一年最低/最高价	18.21/25.58
市净率(倍)	2.70
流通A股市值(百万元)	15,868

基础数据

每股净资产(元)	8.58
资产负债率(%)	16.84
总股本(百万股)	869
流通A股(百万)	686

相关研究

1. 华润双鹤2017 季报点评: 二线品种发力+中华联合并购带动营收增长, 减员节约成本推动毛利率进一步提升-20171025
2. 华润双鹤2017 半年报点评: 公司各领域均实现增长, 中报净利润增速24.35%超预期-20170817
3. 华润双鹤深度报告: 二线产品逐渐放量, 效率提升进一步释放利润-20170816

1、二线品种发力推动公司营收的快速增长

1) 输液板块实现营业收入 23.18 亿元，同比增长 14.33%。

公司输液板块重拾两位数增长，我们认为主要原因是产品结构调整叠加塑瓶价格略有回升带来。2017 年全年公司输液产品的销量基本与 2016 年持平，但由于公司继续加大软袋及 BFS 等高毛、高价产品的推广，公司营收实现快速增长。2017 年软袋输液产品销量同比增长 9%；BFS 推广进程加速，在北京、安徽、河北等地区陆续放量，收入突破亿元大关，销量实现 2696 万瓶，同比增长 17.37%，收入增速达到 24%。

同时输液产品线的毛利率提升了 6.18 个百分点。我们认为，效率提升的主要原因有二：高毛产品占比的提升及减员带来的效率提升。2016 年公司裁员约 2000 人，我们认为其中大部分为输液产品线的员工。通过裁员节约了成本的同事提高了人均产值及劳生产率。2017 年输液人均产值增长 21%，劳生产率同比提升 25%。

2) 慢病业务营业收入 23.74 亿元，同比增长 14.2%。

慢病业务的快速增长主要得益于二线品种的发力及降压 0 号收入的稳定。

公司降压领域收入增速达 8%，其中降压 0 号通过提价维持了收入的稳定。目前降压 0 号在我国超过 90%的地区完成了提价，因此虽然销量出现了 3.94%的下滑，但整体营收仍然维持稳定。而复穗悦、厄贝沙坦分散片和硝苯地平二线品种均实现了双位数增长，硝苯地平销量过亿。

降脂领域收入增速达 20%，其增长主要由匹伐他汀带来。匹伐他汀 2017 年全年销量达 6157 万片，同比增长 45.73%。但由于调整进入 2017 年的国家医保目录带来价格的下调，因此收入 22%的增速低于销量增速。我们认为随着价格调整的结束，未来产品销量与价格将实现同比增长。该产品目前约有 50%在北京地区销售，随着外省市地区推广进程的加速，未来产品将继续实现快速增长。

公司降糖领域糖适平及二甲双胍分别实现 4%和 22%的收入增长，通过产品的进一步推广和渠道下沉，未来增速有望维持甚至超过 2017 年的水平。

3) 专科业务实现收入 5.34 亿元，同比增长 47.85%。

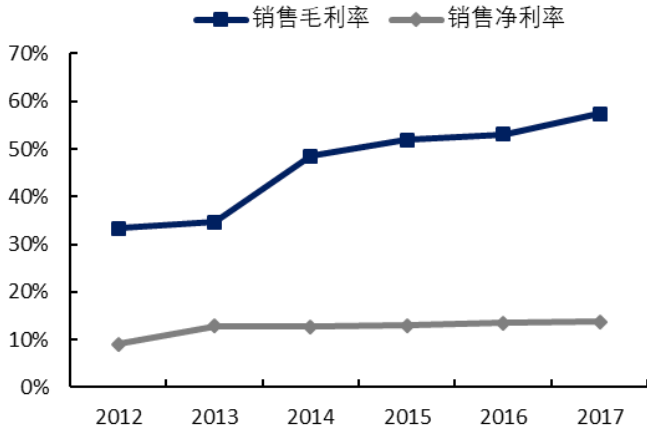
公司专科业务实现快速增长，其中珂立苏销量达 9.7 万支，同比增长 21.25%，从而带来收入增长 25%。肾科领域收入增速达 85%，核心产品腹膜透析液收入过亿，增速达 81%。专科业务毛利率同比提升了 8.56 个百分点，我们认为主要原因是“低开转高开带来”。

2、公司继续减员策略，未来效率提升可期

2017 年全年，公司毛利率达 57.93%同比增加了 4.63 个百分点。这部分增长除低开转高开带来，很大一部分由裁员带来的效率提升贡献。

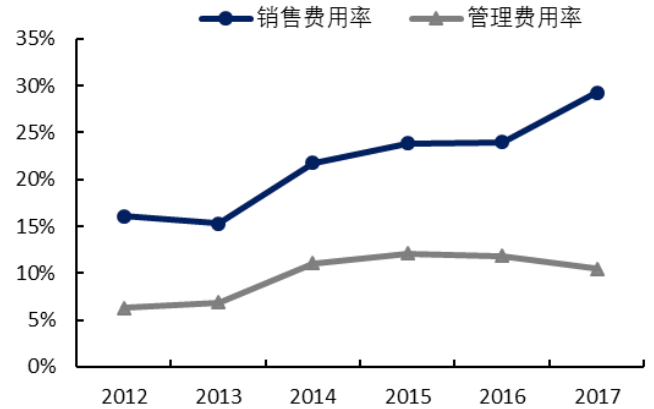
2016 年至今，公司减员人数达 4000 人。其中 2017 年表内员工人数达 9977 人，相较于 2016 年的 11213 减少约 1200 人。通过 2017 年全年的结构性减员，我们预计 2018 年公司的效率将会进一步提高，毛利率有望进一步上升。如果减员员工的平均年薪水平在 3.5-4.5 万元/年，则减员将有望增厚利润 4000-5000 万元。

图表 2:2012-2017 华润双鹤毛利率与净利率情况



资料来源: Wind、东吴证券研究所

图表 3:2012-2017 华润双鹤销售和管理费用率情况



资料来源: Wind、东吴证券研究所

3、费用增长推动未来业绩增长。

2017 年公司的销售费用率达到 29.24%，高出 2016 年的 23.98% 约 5.26 个百分点。这部分增长主要由“两票制”引出的“低开转高开”以及产品的逐步推广带来。公司匹伐他汀和 BFS 等产品实现快速增长，同时带动了销售费用的增长。我们认为随着销售费用的增加，公司未来业绩有望维持快速增长。

4、仿制药一致性评价进程加速，公司长期发展可期

公司 2017 年仿制药一致性评价顺利进行，其中苯磺酸氨氯地平片、二甲双胍和左乙拉西坦等四个产品顺利完成 BE 实验，随着未来产品逐步通过一致性评价，公司长期业绩增长可期。

三、盈利预测与投资评级：

公司输液产品线实现两位数增长，匹伐他汀、复穗悦和珂立苏等产品逐步放量，降压 0 号保持稳定。公司裁员带来效率提升增厚利润。我们预期 2018-2020 年，营业收入为 74.09 亿元、85.55 亿元和 98.99 亿元，同比增长 15.4%%、15.5%%和 15.7%；归属母公司净利润为 9.85 亿元、12.10 亿元和 15.02 亿元，同比增长 21.2%、22.9%和 24.1%；对应 EPS 为 1.13、1.39 和 1.73。因此，维持对公司的“增持”评级。

四、风险提示：

行业政策变化风险；生产要素成本（或价格）上涨的风险；产品价格风险。

华润双鹤三大财务预测表

资产负债表					利润表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4780.2	4359.8	5300.8	6723.0	营业收入	6421.8	7408.9	8555.0	9899.0
现金	1248.1	827.9	1317.4	2376.7	营业成本	2733.7	3087.3	3484.5	4003.2
应收票据&账款	1791.7	1791.7	2303.8	2425.3	营业税金及附加	110.4	126.0	145.4	168.3
其它应收款	21.7	21.7	27.1	29.3	营业费用	1877.8	2195.3	2543.4	2867.8
预付账款	79.0	79.0	0.0	0.0	管理费用	673.1	776.5	896.7	1037.5
存货	974.2	974.2	987.4	1226.6	财务费用	-9.6	-22.6	-39.8	-61.8
其他	665.1	665.1	665.1	665.1	资产减值损失	36.9	31.7	31.7	31.7
非流动资产	4657.8	4607.5	4495.9	4411.4	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	16.1	0.0	0.0	0.0
固定资产	2328.6	2328.6	2405.9	2362.1	营业利润	1060.4	1214.8	1493.2	1852.4
无形资产	968.5	968.5	1281.1	1246.3	营业外损益	(6.4)	0.0	0.0	0.0
其他	24.9	1310.4	809.0	803.0	利润总额	1053.9	1214.8	1493.2	1852.4
资产总计	9437.9	8967.2	9796.8	11134.4	所得税	157.2	182.2	224.0	277.9
流动负债	1209.2	946.5	975.0	1119.1	净利润	882.1	1032.6	1269.2	1574.5
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	39.5	47.9	58.8	73.0
应付账款	156.7	469.2	507.5	594.9	归属母公司净利润	842.6	984.7	1210.4	1501.5
其他	271.9	477.2	467.5	524.2	EBITDA	1338.2	1243.5	1504.5	1835.4
非流动负债	380.2	172.2	2.2	2.2	EPS (元)	0.97	1.13	1.39	1.73
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	170.0	172.2	2.2	2.2	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
负债合计	1589.3	1118.7	977.2	1121.3	营业收入增速	16.9%	15.4%	15.5%	15.7%
发行在外股本	869.4	869.4	869.4	869.4	归母公司净利润增速	18.0%	21.2%	22.9%	24.1%
少数股东权益	391.8	391.8	439.6	498.5	毛利率	57.4%	58.3%	59.3%	59.6%
归属母公司股东权益	7456.8	7456.8	8379.9	9514.6	净利率	13.7%	13.9%	14.8%	15.9%
负债和股东权益	9437.9	8967.2	9796.8	11134.4	ROE	11.9%	11.8%	12.7%	13.7%
现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E	ROIC	11.8%	14.3%	16.3%	19.7%
经营活动现金流	1187.9	669.9	1093.4	945.8	资产负债率	16.8%	10.0%	10.1%	9.4%
折旧摊销	340.0	52.9	52.9	46.8	总资产周转率	0.73	0.76	0.77	0.78
营运资金变动	894.2	-208.2	912.5	1278.0	P/E	23.8	20.5	16.6	13.4
投资活动现金流	-1132.5	-143.0	0.0	0.0	P/B	2.7	2.5	2.4	2.1
筹资活动现金流	-293.5	-37.5	-34.2	-30.1	EV/EBITDA	14.7	15.5	12.2	9.5
现金净增加额	-238.9	1317.4	2376.7	3292.4	每股净资产(元)	8.58	9.17	9.64	10.94

数据来源: 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 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

