

大输液盈利能力提升，专科药医保放量

投资要点

- **业绩总结：**公司2017年实现收入64.2亿元（+17%）、归母净利润8.4亿元（+18%）、扣非后归母净利润8.2亿元（+24%）；2017Q4单季度实现收入16.7亿（+24%）、归母净利润1.2亿（+4%）、扣非后归母净利润1.2亿（+33%）。
- **大输液板块盈利持续提升，专科药快速放量。**总体来看，公司业绩符合市场预期。1）输液板块实现收入23.2亿（+14%），毛利率提升6.18pp至44.88%，收入和毛利率双双实现提升，估计主要是因为大输液产品结构改变。高毛利率的软包装收入同比增长9%，重点品种BFS增速达到24%，收入首次超过1亿；年底流感爆发估计对公司的大输液产品销售也有一定的推动作用，Q4单季度收入增速提升至19%。2）慢病业务实现收入23.7亿元（+14%），毛利率提升0.31pp至80.60%。其中降脂领域增长20%，重点品种匹伐他汀收入增长22%；降糖药硝苯地平缓释片收入增速达到两位数，成为公司新的上亿元大品种。3）专科业务实现收入5.3亿（+48%），毛利率提升8.56pp至66.23%。其中儿科用药收入增长33%，核心品种珂立苏收入增长25%、小儿氨基酸收入突破亿元同比增长50%，膜透透析液收入超过亿元同比增长81%。公司三大业务板块都实现了收入和盈利能力持续提升，高毛利率的重磅产品持续放量将推动公司业绩持续增长。销售费率提升5.26pp至29.24%，估计是受到低开转开的影响；管理费用率下降1.35pp至10.48%，估计是减员增效+管理效率提升的影响；财务费率基本持平。
- **大输液产品结构转变，医保品种迎来放量高峰期。**大输液板块实现触底反弹，随着行业集中度提升+高毛利率产品占比持续提升，将迎来收入及盈利能力持续提升的新阶段。公司重磅产品新进2017年医保目录，匹伐他汀作为首仿药，市场竞争力强，2017年销量增速45%，未来3年有望保持30%左右的增长；缬沙坦氢氯噻嗪片新进医保，复方降压药市场空间大且增速快。降压0号、压氏达、二甲双胍缓释片、匹伐他汀等多个品种申请一致性评价，已有4个重点品种完成BE，2018年将迎来收获期。
- **盈利预测与投资建议。**预计2018-2020年EPS分别为1.13元、1.30元、1.49元，对应PE分别为21倍、19倍、16倍。维持“买入”评级。给予2018年化学制剂行业估值中位数28倍，目标价31.64元。
- **风险提示：**药品招标或低于预期的风险、新进医保药品放量或低于预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	6421.85	7270.72	8173.39	9185.25
增长率	16.87%	13.22%	12.42%	12.38%
归属母公司净利润（百万元）	842.61	979.05	1126.33	1299.30
增长率	17.98%	16.19%	15.04%	15.36%
每股收益EPS（元）	0.97	1.13	1.30	1.49
净资产收益率ROE	11.24%	11.89%	12.41%	12.93%
PE	25	21	19	16
PB	2.67	2.43	2.20	1.99

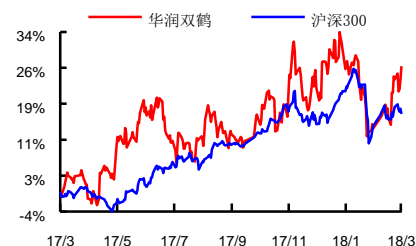
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱国广
执业证号：S1250513110001
电话：021-68413530
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

分析师：周平
执业证号：S1250517080004
电话：023-67791327
邮箱：zp@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.69
流通A股(亿股)	6.86
52周内股价区间(元)	20.19-27.47
总市值(亿元)	209.17
总资产(亿元)	94.38
每股净资产(元)	8.58

相关研究

1. 华润双鹤（600062）：收入增速超预期，大输液反转趋势明确（2017-10-24）
2. 华润双鹤（600062）：业绩稳定增长，盈利能力持续提升（2017-08-18）
3. 华润双鹤（600062）：业绩超市场预期，匹伐他汀新进医保放量在即（2017-04-27）

关键假设：

假设 1：2018-2020 年期间输液产品的销量增速分别为 12%、11%、10%，由于高毛利率产品的占比提升，毛利率分别为 46%、47%、48%；

假设 2：2018-2020 年期间慢病业务的销量增速维持在 10%、毛利率维持在 83%；

假设 3：2018-2020 年期间专科药业务的销量增速分别为 40%、30%、30%，毛利率分别为 70%、73%、75%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
输液	收入	2318.5	2596.7	2882.3	3170.6
	增速	14%	12%	11%	10%
	毛利率	45%	46%	47%	48%
慢病	收入	2374.3	2611.7	2872.9	3160.2
	增速	14%	10%	10%	10%
	毛利率	81%	83%	83%	83%
专科药	收入	534.4	748.2	972.6	1264.4
	增速	48%	40%	30%	30%
	毛利率	66%	70%	73%	75%
其他	收入	1194.7	1314.1	1445.6	1590.1
	增速	16%	10%	10%	10%
	毛利率	32%	32%	32%	32%
合计	收入	6421.9	7270.7	8173.4	9185.3
	增速	17%	13%	12%	12%
	毛利率	57%	59%	60%	61%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6421.85	7270.72	8173.39	9185.25	净利润	882.10	1024.93	1179.11	1360.18
营业成本	2733.74	2964.27	3261.61	3583.30	折旧与摊销	339.99	549.60	559.85	569.73
营业税金及附加	110.38	120.49	137.67	154.41	财务费用	-9.60	-5.81	-9.05	-12.82
销售费用	1877.84	2181.22	2492.88	2847.43	资产减值损失	36.90	40.00	45.00	50.00
管理费用	673.09	727.07	817.34	918.53	经营营运资本变动	-507.24	-402.83	-309.89	-364.48
财务费用	-9.60	-5.81	-9.05	-12.82	其他	444.94	-34.27	-45.73	-50.59
资产减值损失	36.90	40.00	45.00	50.00	经营活动现金流净额	1187.09	1171.64	1419.29	1552.03
投资收益	16.07	0.00	0.00	0.00	资本支出	-633.61	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-498.85	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1132.45	-100.00	-100.00	-100.00
营业利润	1060.36	1243.48	1427.94	1644.41	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-6.44	-5.00	-5.00	-5.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1053.92	1238.48	1422.94	1639.41	股权融资	144.89	0.00	0.00	0.00
所得税	171.82	213.55	243.82	279.23	支付股利	-216.62	-255.56	-296.94	-341.61
净利润	882.10	1024.93	1179.11	1360.18	其他	-221.73	5.75	9.05	12.82
少数股东损益	39.49	45.88	52.78	60.89	筹资活动现金流净额	-293.45	-249.81	-287.89	-328.79
归属母公司股东净利润	842.61	979.05	1126.33	1299.30	现金流量净额	-238.87	821.83	1031.40	1123.24
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1248.14	2069.96	3101.36	4224.60	成长能力				
应收和预付款项	1892.49	2210.83	2462.72	2761.93	销售收入增长率	16.87%	13.22%	12.42%	12.38%
存货	974.24	1050.66	1157.36	1272.59	营业利润增长率	25.75%	17.27%	14.83%	15.16%
其他流动资产	665.34	753.28	846.80	951.64	净利润增长率	19.32%	16.19%	15.04%	15.36%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	20.36%	28.51%	10.71%	11.25%
投资性房地产	6.00	6.00	6.00	6.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2449.64	2126.58	1793.26	1450.07	毛利率	57.43%	59.23%	60.09%	60.99%
无形资产和开发支出	2112.79	1987.46	1862.12	1736.79	三费率	39.57%	39.92%	40.39%	40.86%
其他非流动资产	89.26	88.06	86.86	85.65	净利率	13.74%	14.10%	14.43%	14.81%
资产总计	9437.90	10292.83	11316.48	12489.27	ROE	11.24%	11.89%	12.41%	12.93%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.35%	9.96%	10.42%	10.89%
应付和预收款项	888.67	947.26	1053.88	1170.37	ROIC	13.41%	14.27%	16.41%	18.98%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.66%	24.58%	24.21%	23.97%
其他负债	700.67	727.69	762.55	800.27	营运能力				
负债合计	1589.33	1674.95	1816.43	1970.64	总资产周转率	0.73	0.74	0.76	0.77
股本	869.36	869.36	869.36	869.36	固定资产周转率	2.79	3.35	4.41	6.05
资本公积	659.91	659.91	659.91	659.91	应收账款周转率	6.94	6.92	6.76	6.81
留存收益	5927.46	6650.95	7480.34	8438.02	存货周转率	3.12	2.92	2.94	2.94
归属母公司股东权益	7456.79	8180.23	9009.62	9967.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.47%	—	—	—
少数股东权益	391.77	437.65	490.44	551.33	资本结构				
股东权益合计	7848.56	8617.88	9500.05	10518.63	资产负债率	16.84%	16.27%	16.05%	15.78%
负债和股东权益合计	9437.90	10292.83	11316.48	12489.27	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.95	4.70	5.27	5.79
					速动比率	3.15	3.89	4.46	4.99
					股利支付率	25.71%	26.10%	26.36%	26.29%
					每股指标				
					每股收益	0.97	1.13	1.30	1.49
					每股净资产	9.03	9.91	10.93	12.10
					每股经营现金	1.37	1.35	1.63	1.79
					每股股利	0.25	0.29	0.34	0.39
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1390.75	1787.28	1978.74	2201.32					
PE	24.82	21.36	18.57	16.10					
PB	2.67	2.43	2.20	1.99					
PS	3.26	2.88	2.56	2.28					
EV/EBITDA	14.07	10.49	8.96	7.54					
股息率	1.04%	1.22%	1.42%	1.63%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn