

# 华润双鹤(600062)

## 流感助力输液板块业绩爆发，一季度利润端27.94%的增长超预期

增持(维持)

2018年4月24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	11.9%	12.7%	14.3%	16.1%
每股收益(元)	0.97	1.13	1.39	1.73
P/E	24.7	21.2	17.2	13.8
P/B	2.8	2.6	2.4	2.1

### 投资要点

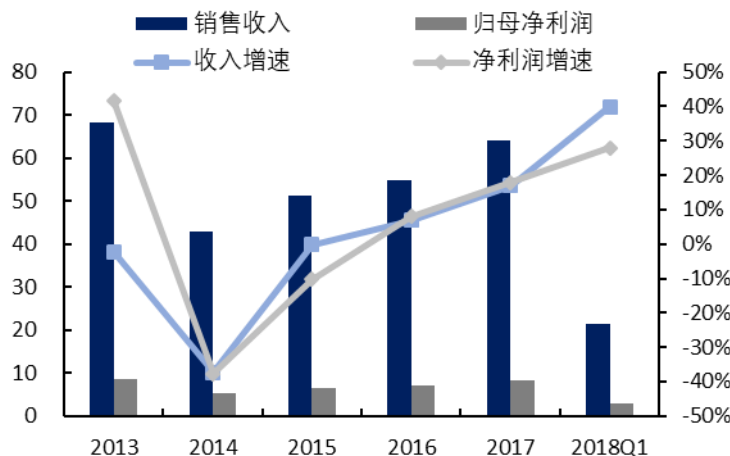
#### 一、事件:

公司公布2018年一季度报,实现营收21.38亿元,同比增长39.90%;归属母公司股东净利润3.00亿元,同比增长27.94%;扣非归属母公司股东净利润2.92亿元,同比增长26.84%,超预期。

二、我们的观点:流感助力输液板块44.40%的增长,二线品种销量稳步提升带动慢病与专科业务的增长。

2018年一季度,公司各板块业务均实现快速增长,最终带来营收端与利润端分别39.90%和27.94%的增速,公司业绩整体超预期。除去输液板块流感带来的增长外,慢病与专科领域也实现了快速增长。我们认为,公司整体经营状况向好,各板块业务快速发展,公司未来业绩增速可期。

图表 1:2013-2018Q1 华润双鹤营业收入与扣非归母净利润情况(亿元)

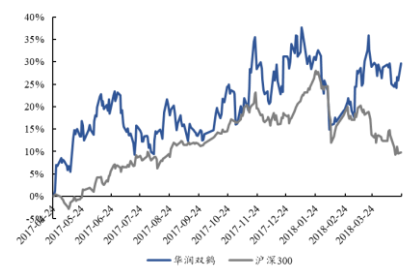


资料来源: Wind、东吴证券研究所

### 1、流感助力公司一季度输液业务快速增长,产品结构调整叠加涨价促进毛利率继续提高。

2018年一季度,公司输液板块收入为7.58亿元,同比增长44.40%。我们认为该板块业绩高速增长的主要原因为1、2月份流感爆发带来的需求端增长。同时,公司2017年输液产品结构开始调整,二季度塑瓶类产品逐步提价,这些因素累加,在为公司带来收入快速增长的同时,提高了输液板块的毛利率。2018年一季度,公司输液板块的毛利率高达53.09%,相较2017年全年平均的44.88%增长了8.21个百分点。我们认为公司输液

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	23.96
一年最低/最高价	18.21/25.6
市净率(倍)	2.69
流通A股市值(百万元)	16,437

### 基础数据

每股净资产(元)	8.92
资产负债率(%)	18.02
总股本(百万股)	869
流通A股(百万股)	686

### 相关研究

1. 华润双鹤2017年报点评: 二线品种实现快速增长,未来效率提升可期-20180315
2. 华润双鹤2017三季度报点评: 二线品种发力+中华联合合并带动营收增长,减员节约成本推动毛利率进一步提升-20171025
3. 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
4. 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

板块随着产品结构的进一步调整，收入端将继续维持两位数增长，毛利率亦将进一步提升。我们预计 2018 年公司输液板块的收入增速有望突破 15%，毛利率有望突破 55%。

## 2、制剂板块二线品种继续维持稳定增长，低开转高开带来收入增速大于利润增速

### 1) 慢病业务营业收入 8.08 亿元，同比增长 39.35%。

公司慢病业务平台继续维持快速增长，我们认为该板块业务的快速增长主要由二线品种继续放量带来。根据草根调研，我们估测公司的匹伐他汀、二甲双胍、压氏达、复穗悦等一系列重磅二线品种销量均实现 20% 以上的增长，为公司的慢病业务产品线实现快速放量。低开转高开则使得慢病业务的毛利率与上年同期相比提高了 3.04 个百分点。

公司慢病领域在二线产品放量叠加低开转高开的作用下，收入端实现了高速增长，我们认为其中最主要的因素为产品销量的快速提升。我们预计该板块的收入增速 2018 年有望维持在 20% 左右，为公司全年业绩的增长做出贡献。

### 2) 专科业务实现收入 1.67 亿元，同比增长 44.32%。

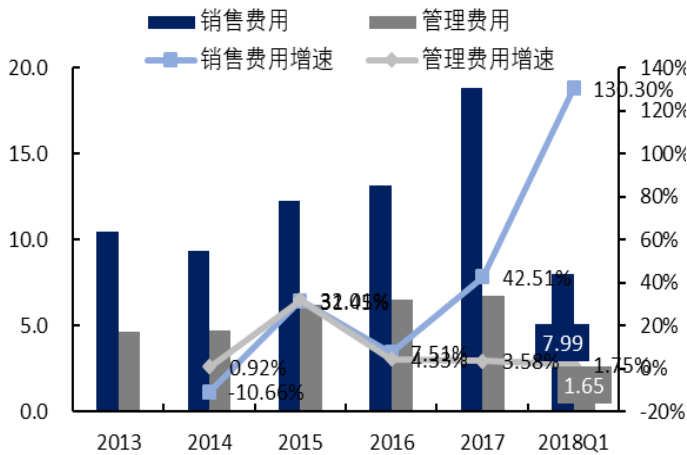
公司专科业务延续了 2017 年的态势，继续维持高速增长。这主要由产品本身销量的高增速及低开转高开带来。珂立苏、小儿氨基及肾科用药继续维持高增长，同时毛利率相比去年同期提升了 10.23 个百分点，我们认为毛利率的提升主要由低开转高开带来。2018 年全年专科业务的收入增速有望延续 2018 年一季度的销量增速，实现 30% 以上的收入增长。

## 2、低开转高开带来销售费用率提升，公司效率提升带来毛利率小幅升高

公司 2018 年一季度销售费用达 7.99 亿元，同比增长 130.30%，销售费用率从 2017 年的 29.24% 提升到了 37.37%。我们认为，公司销售费用的增长主要由两部分构成：收入端快速增长带来销售费用的同比提升；低开转高开带来的销售费用增长。随着“两票制”的落地推行，我们认为公司的销售费用率将维持在目前的水平。

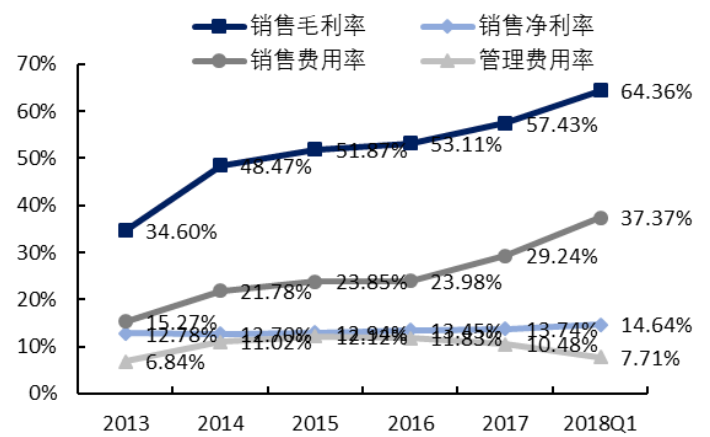
2018 年一季度，公司毛利率与净利率均出现提升，毛利率的提升幅度大于净利率的增幅。公司毛利率的提高主要由低开转高开带来，同时输液板块产品结构的调整贡献了一部分毛利率的增长。输液业务毛利率的增长最终体现到了净利润中，带来净利率的小幅提高。随着公司输液产品结构的进一步调整，我们认为公司的毛利率和净利率将仍有小幅提升的空间。

图表 2:2013-2018Q1 华润双鹤销售费用与管理费用变化情况



资料来源: Wind、东吴证券研究所

图表 3: 2013-2018Q1 华润双鹤销售和管理费用率及毛利率净利率情况



资料来源: Wind、东吴证券研究所

### 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 元、1.39 元和 1.73 元。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	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
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	8049.7	8820.5	9823.5	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%	12.7%	14.3%	16.1%
<b>现金流量表</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	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	24.7	21.2	17.2	13.8
投资活动现金流	-1132.5	-143.0	0.0	0.0	P/B	2.8	2.6	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	9.26	10.15	11.30

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>

