

并购湘中制药丰富产品线，收购济南利民助力公司整合，公司制剂板块持续向好 增持（维持）

2018年06月05日

证券分析师 全铭

执业证号：S0600517010002
021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证号：S0600516120001
021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	6,422	7,411	8,559	9,903
同比（%）	16.9%	15.4%	15.5%	15.7%
净利润（百万元）	843	991	1,219	1,510
同比（%）	18.0%	17.6%	23.0%	23.8%
每股收益（元/股）	0.97	1.14	1.40	1.74
P/E（倍）	27.38	23.28	18.92	15.28

投资要点

■ **并购湘中制药有效丰富公司精神类用药产品线：**湘中制药的主要产品有丙戊酸镁、丙戊酸钠及丙戊酰胺，均属于抗癫痫类用药。公司2017年实现营收3.7亿元，净利润1495.2万元。目前抗癫痫类用药中，市占率最高的为丙戊酸钠，第二位左乙拉西坦。通过并购湘中制药，华润双鹤精神类用药产品线得以丰富，产品线涵盖了抗癫痫类用药排名前两位的品种。丙戊酸钠目前市场仍处于快速增长的阶段，2018Q1实现收入1.2亿元，同比增速达22.2%。目前市占率最高的公司为赛诺菲，占比达62.7%。湘中制药占比约为1%。我们认为，通过双鹤的整合与销售推广，该产品可实现快速放量，市占率将会有所提升。丙戊酸镁和丙戊酰胺则为公司的独家产品，其中丙戊酸镁增速稳定，重点城市样本医院可以看出2018Q1销售额为1150.3万，增速为4.8%。我们认为通过双鹤对其渠道的整合，该产品的增速会有进一步提升。

■ **利民实现100%控股，增厚公司利润，有助公司统一整合：**2017年，双鹤利民实现营业收入7.2亿元，同比增长35.8%；实现利润1.2亿元，同比增长48.1%。双鹤利民业绩增速快，整体经营良好，通过收购其所有股权，双鹤的业绩将进一步增厚。同时，双鹤利民的主要产品包括硝苯地平、胞磷胆碱钠和厄贝沙坦等降压产品。通过股权的收购，母公司华润双鹤将与其形成协同作用，通过销售渠道的整合合作，双鹤降压产品线的销售增速有望进一步提高。

■ **公司继续减员策略，未来效率提升可期：**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。

■ **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74.11亿元、85.59亿元和99.03亿元，同比增长15.4%、15.5%和15.7%；归属母公司净利润为9.91亿元、12.19亿元和15.10亿元，同比增长17.6%、23.0%和23.8%；对应EPS为1.14、1.40和1.74。因此，维持对公司的“增持”评级。

■ **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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.54
一年最低/最高价	19.96/27.27
市净率(倍)	2.98
流通A股市值(百万元)	18207.37

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)	869.36
流通A股(百万股)	686.04

相关研究

1、《【东吴医药】华润双鹤2018一季报点评：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》
2018-04-24

2、《【东吴医药】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》
2018-03-15

3、《华润双鹤2017年三季报点评：二线品种发力+中化联合并表带动营收增长，减员节约成本推动毛利率进一步提升》
2017-10-25

一、 事件

6月5日公司发布公告，以1.44亿元收购湖南省湘中制药有限公司股权45%。同时公司公告以8.48亿元收购华润双鹤利民药业有限公司股权40%，收购完成后持有利民股权100%。

二、 我们的观点：并购湘中制药丰富产品线，收购济南利民助力公司整合，公司制剂板块持续向好

1. 湘中制药收购完成，公司精神产品线进一步扩充

湘中制药的主要产品有丙戊酸镁、丙戊酸钠及丙戊酰胺，均属于抗癫痫类用药。公司2017年实现营收3.7亿元，净利润1495.2万元。通过PDB的数据库可以看出2017年全年重点城市样本医院抗癫痫用药市场达12.4亿元，同比增速超过11%，仍处于快速增长阶段。以此趋势推断，我们认为2018年全年增速将在10%-15%之间。

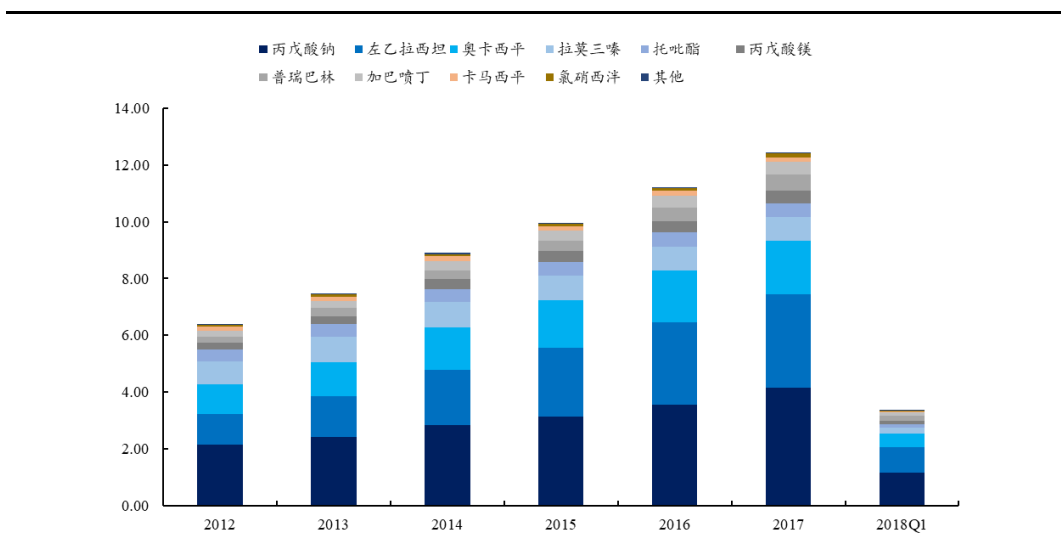
表1：湘中制药主要产品情况

产品名称	销量(万瓶)	收入(亿元)	毛利率
丙戊酸镁缓释片	567.9	2074.2	>90%
丙戊酸镁片	65.6	1194.7	>70%
丙戊酸钠片	623.6	6684.2	>40%
丙戊酰胺片	61.9	1214.2	>60%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

目前抗癫痫类用药中，市占率最高的为丙戊酸钠，第二位左乙拉西坦。通过并购湘中制药，华润双鹤精神类用药产品线得以丰富，产品线涵盖了抗癫痫类用药排名前两位的品种。

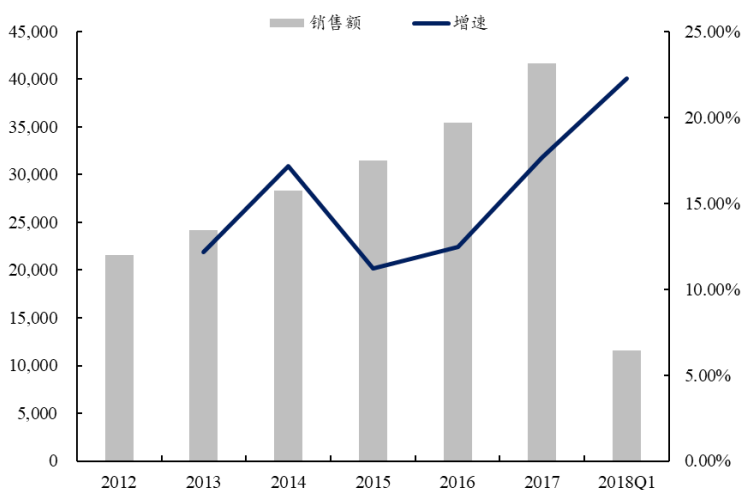
图1：我国抗癫痫类用药市场情况(亿元)



数据来源：PDB、东吴证券研究所

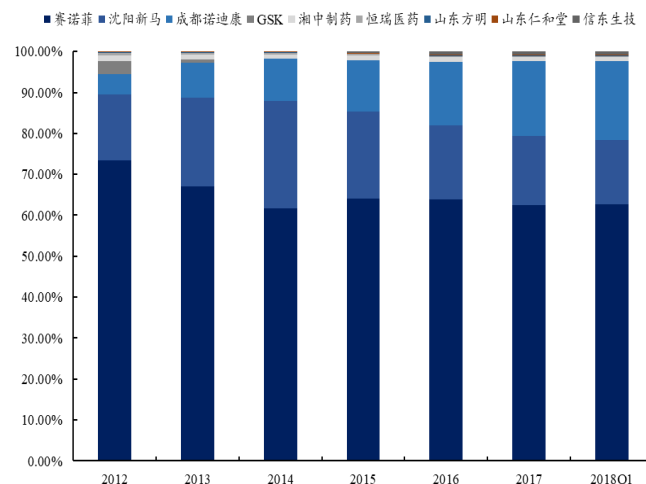
丙戊酸钠目前市场仍处于快速增长的阶段，2018Q1 实现收入 1.2 亿元，同比增速达 22.2%。目前市占率最高的公司为赛诺菲，占比达 62.7%。湘中制药占比约为 1%。我们认为，通过双鹤的整合与销售推广，该产品可实现快速放量，市占率将会有所提升。

图 2：丙戊酸钠我国销售情况（万元）



数据来源：PDB、东吴证券研究所

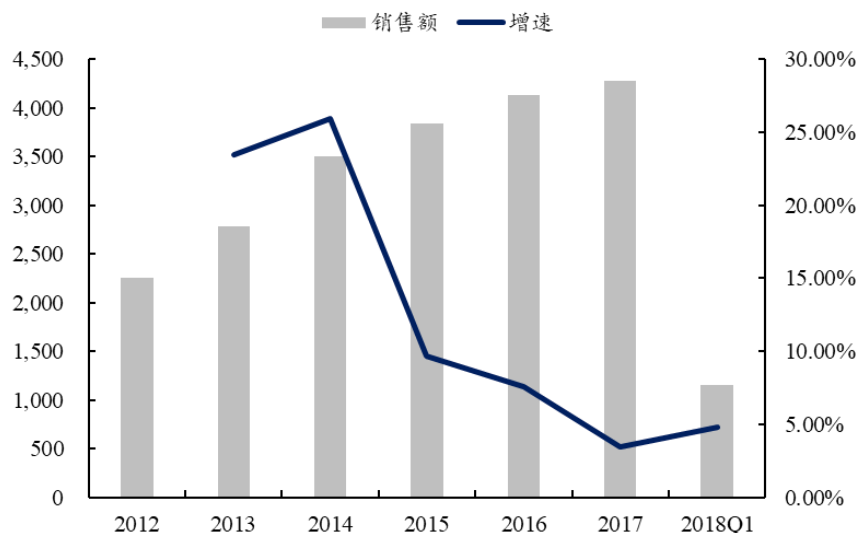
图 3：丙戊酸钠各厂商销售占比情况



数据来源：PDB、东吴证券研究所

丙戊酸镁和丙戊酰胺则为公司的独家产品，其中丙戊酸镁增速稳定，重点城市样本医院可以看出 2018Q1 销售额为 1150.3 万，增速为 4.8%。我们认为通过双鹤对其渠道的整合，该产品的增速会有进一步提升。

图 4：丙戊酸镁历年销售情况（万元）



数据来源：PDB、东吴证券研究所

我们认为，通过收购湘中制药，公司精神类用药的产品线得以进一步丰富，公司的利润也得以增厚。

2.利民实现 100%控股，增厚公司利润，有助公司统一整合

2017年，双鹤利民实现营业收入7.2亿元，同比增长35.8%；实现利润1.2亿元，同比增长48.1%。双鹤利民业绩增速快，整体经营良好，通过收购其所有股权，双鹤的业绩将进一步增厚。

同时，双鹤利民的主要产品包括硝苯地平、胞磷胆碱钠和厄贝沙坦等降压产品。通过股权的收购，母公司华润双鹤将与其形成协同作用，通过销售渠道的整合合作，双鹤降压产品线的销售增速有望进一步提高。

3. 公司继续减员策略，未来效率提升可期

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。

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74.11亿元、85.59亿元和99.03亿元，同比增长15.4%、15.5%和15.7%；归属母公司净利润为9.91亿元、12.19亿元和15.10亿元，同比增长17.6%、23.0%和23.8%；对应EPS为1.14、1.40和1.74。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 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	4780	5537	6644	7686	营业收入	6422	7411	8559	9903
现金	1248	1443	2191	2479	减:营业成本	2734	3090	3484	4001
应收账款	956	1179	1287	1566	营业税金及附加	110	126	146	168
存货	974	989	1224	1318	营业费用	1878	2196	2545	2869
其他流动资产	1602	1925	1942	2323	管理费用	673	777	870	991
非流动资产	4658	4936	5282	5681	财务费用	-10	-17	-14	-32
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	37	43	49	57
固定资产	2329	2481	2675	2888	加:投资净收益	16	14	16	14
在建工程	121	120	124	129	其他收益	0	0	0	0
无形资产	1316	1446	1597	1781	营业利润	1060	1211	1496	1863
其他非流动资产	892	889	887	883	加:营业外净收支	-6	0	0	0
资产总计	9438	10473	11926	13367	利润总额	1054	1211	1496	1863
流动负债	1209	1141	1442	1446	减:所得税费用	172	197	244	304
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	39	22	33	50
应付账款	469	508	593	672	归属母公司净利润	843	991	1219	1510
其他流动负债	740	632	848	774	EBIT	1016	1170	1442	1793
非流动负债	380	380	380	381	EBITDA	1355	1496	1824	2241
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	380	380	380	380	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1589	1521	1822	1827	每股收益(元)	0.97	1.14	1.40	1.74
少数股东权益	392	414	447	497	每股净资产(元)	8.58	9.82	11.11	12.70
归属母公司股东权益	7457	8538	9657	11043	发行在外股份(百万股)	869	869	869	869
负债和股东权益	9438	10473	11926	13367	ROIC(%)	11.0%	11.1%	12.1%	13.3%
					ROE(%)	11.2%	11.3%	12.4%	13.5%
					毛利率(%)	57.4%	58.3%	59.3%	59.6%
					销售净利率(%)	13.1%	13.4%	14.2%	15.2%
					资产负债率(%)	16.8%	14.5%	15.3%	13.7%
					收入增长率(%)	16.9%	15.4%	15.5%	15.7%
					净利润增长率(%)	18.0%	17.6%	23.0%	23.8%
					P/E	27.38	23.28	18.92	15.28
					P/B	3.09	2.70	2.39	2.09
					EV/EBITDA	20.00	18.01	14.38	11.60

数据来源: 贝格数据, 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>

