

去年高基数带来利润端增速放缓，分版块看公司整体经营向好

增持 (维持)

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%
归母净利润 (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)	0.81	0.95	1.17	1.45
P/E (倍)	21.65	18.41	14.97	12.09

投资要点

- “低开转高开”叠加销售推广力度加大导致营收与利润增速有差，去年高基数带来利润端增速放缓，分版块看公司整体经营向好：公司上半年实现营收 40.88 亿元，同比增长 32.89%；归母净利润 5.83 亿元，同比增长 11.98%；归母扣非净利润 5.60 亿元，同比增长 11.60%。根据公司销售费用 111% 的同比增速叠加公司毛利率提升明显，我们判断公司营收与利润增速差距较大的原因为“两票制”带来的“低开转高开”导致，同时公司销售推广力度加大，为未来业绩增长做铺垫。公司上半年增速放缓我们认为除去销售费用增加以外，主要原因为去年上半年基数较高导致。输液板块公司软包装销量占比较 2017 年年末再提升 3 个百分点。其中重点产品 BFS 收入实现 35% 增长，直软输液快速导入市场，收入同比增长 55%。慢病平台二线品种快速增长，老品种稳中有升。公司慢病平台实现收入 15.29 亿元，同比增长 31.05%。公司专科业务营收实现 3.35 亿元，同比增长 40.52%。毛利率为 73.37%，比去年同期提高了 10.04 个百分点。专科业务实现快速增长，受“两票制”带来“低开转高开”的影响毛利率提升明显。
- 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：报告期内，公司以 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%。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。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。
- 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 0.95 元、1.17 元和 1.45 元。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。

2018 年 08 月 22 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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.49
一年最低/最高价	17.10/22.62
市净率(倍)	2.45
流通 A 股市值(百万元)	14398.51

基础数据

每股净资产(元)	7.15
资产负债率(%)	23.78
总股本(百万股)	1043.24
流通 A 股(百万股)	823.24

相关研究

1、《华润双鹤 (600062)：苯磺酸氨氯地平通过仿制药一致性评价，市占率有望提高增厚公司业绩》2018-07-31

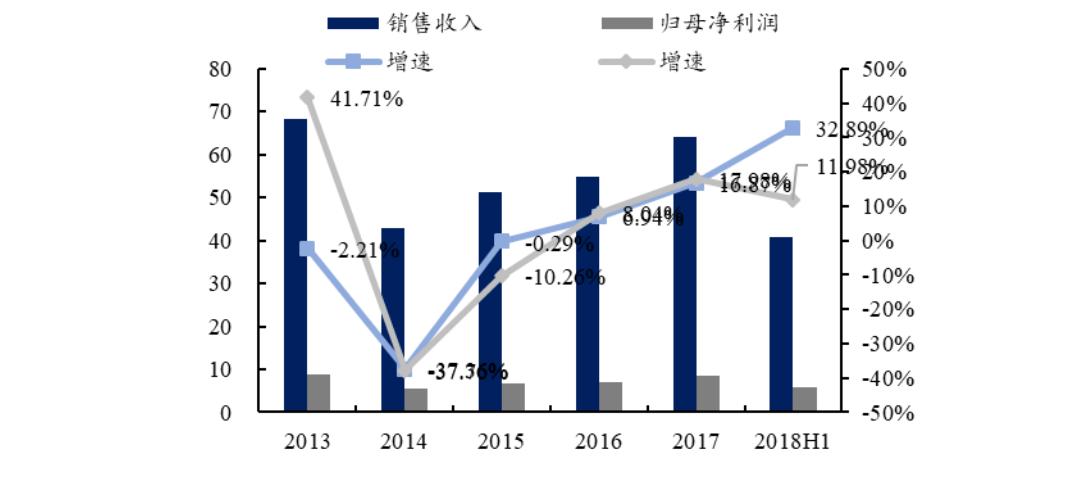
2、《华润双鹤 (600062)：并购湘中制药丰富产品线，收购济南利民助力公司整合，公司制剂板块持续向好》2018-06-06

3、《【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

1. 事件

2018年8月22日,公司发布2018年半年报,实现营收40.88亿元,同比增长32.89%;归母净利润5.83亿元,同比增长11.98%;归母扣非净利润5.60亿元,同比增长11.60%。

图1: 2013-2018H1 华润双鹤营收与净利润情况



数据来源: Wind、东吴证券研究所

2. 我们的观点:

2.1. “低开转高开”叠加销售推广力度加大导致营收与利润增速有差，去年高基数带来利润端增速放缓，分版块看公司整体经营向好

公司上半年实现营收40.88亿元,同比增长32.89%;归母净利润5.83亿元,同比增长11.98%;归母扣非净利润5.60亿元,同比增长11.60%。

根据公司销售费用111%的同比增速叠加公司毛利率提升明显,我们判断公司营收与利润增速差距较大的原因为“两票制”带来的“低开转高开”导致,同时公司销售推广力度加大,为未来业绩增长做铺垫。公司上半年增速放缓我们认为除去销售费用增加以外,主要原因为去年上半年基数较高导致。

2.1.1. 输液板块产品结构持续调整带来效率提升, BFS 实现快速增长

输液板块公司实现收入14.57亿元,同比增长33.39%。毛利率比去年同期增长11.4个百分点。我们认为,公司毛利率的上升除了低开转高开带来,也有产品结构调整带来整体效率提升的原因。公司软包装销量占比较2017年年末再提升3个百分点。其中重点产品BFS收入实现35%增长,直软输液快速导入市场,收入同比增长55%。

2.1.2. 慢病平台二线品种快速增长,老品种稳中有升

公司慢病平台实现收入15.29亿元,同比增长31.05%。其中老品种降压0号销售收

入同比增长 5%、糖适平同比增长 7%。降脂用药核心产品匹伐他汀钙继续保持高速增长，销售收入同比增长 28%。其它小品种如：压氏达、穗悦系列、硝苯地平和厄贝沙坦收入超双位数增长，二梯队产品二甲双胍缓释片(卜可)销售收入实现 41%的快速增长。

2.1.3. 专科业务实现快速增长，受“两票制”带来“低开转高开”的影响毛利率提升

公司专科业务营收实现 3.35 亿元，同比增长 40.52%。毛利率为 73.37%，比去年同期提高了 10.04 个百分点。我们认为专科业务毛利率提高较多，这部分业务毛利率的提升主要由“低开转高开”带来。其中儿科用药核心产品珂立苏销售收入同比增长 16%；肾科用药核心产品腹膜透析液销售收入实现 55%的增长。

2.2. 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

报告期内，公司以 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%。

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	20742	>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%

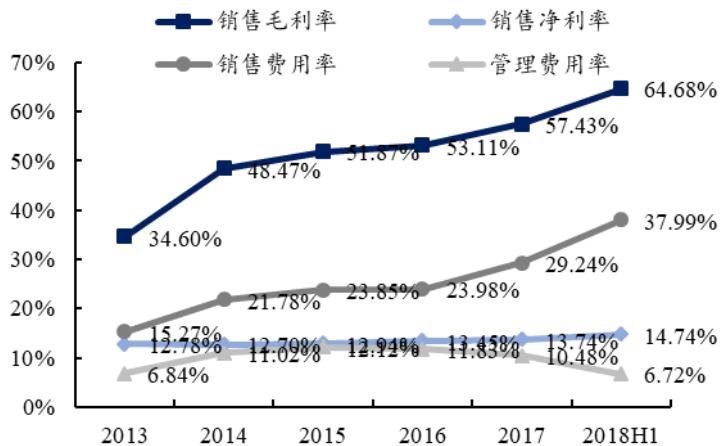
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

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。

2.3. “两票制”带来毛利率与销售费用率提升，净利率维持稳定

公司毛利率与销售费用率均有大幅度提升，我们认为主要原因是“低开转高开”带来。我们认为公司销售费用率的提升也有公司加大销售推广力度的原因。随着公司在销售上的发力，我们认为公司未来业绩有望进一步提高。

图 2：2013-2018H1 公司毛利率、净利率、销售费用率及管理费用率情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

3. 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0.95元、1.17元和1.45元。因此，维持对公司的“增持”评级。

4. 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)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	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)	0.81	0.95	1.17	1.45
少数股东权益	392	414	447	497	每股净资产(元)	7.15	8.18	9.26	10.59
归属母公司股东权益	7457	8538	9657	11043	发行在外股份(百万股)	869	1043	1043	1043
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%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	13.1%	13.4%	14.2%	15.2%
经营活动现金流	1187	678	1544	1212	资产负债率(%)	16.8%	14.5%	15.3%	13.7%
投资活动现金流	-1132	-590	-712	-832	收入增长率(%)	16.9%	15.4%	15.5%	15.7%
筹资活动现金流	-293	107	-85	-92	净利润增长率(%)	18.0%	17.6%	23.0%	23.8%
现金净增加额	-239	195	748	288	P/E	21.65	18.41	14.97	12.09
折旧和摊销	339	325	382	448	P/B	2.45	2.14	1.89	1.65
资本开支	155	278	346	398	EV/EBITDA	13.04	11.70	9.20	7.38
营运资本变动	-25	-630	-59	-749					

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,并注明出自为东吴证券研究所,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>