

华润双鹤 (600062)

增持 (维持)

单季增长较快, 明年存在业绩弹性

市场数据

报告日期	2012-10-29
收盘价(元)	23.86
总股本(百万股)	571.70
流通股本(百万股)	571.70
总市值(百万元)	13640.67
流通市值(百万元)	13640.67
净资产(百万元)	4515.69
总资产(百万元)	6519.76
每股净资产	7.90

主要财务指标

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	6383	7876	9213	10332
同比增长(%)	18.9%	23.4%	17.0%	12.2%
净利润(百万元)	529	603	740	881
同比增长(%)	1.7%	14.0%	22.7%	19.1%
毛利率(%)	32.3%	29.7%	30.5%	31.1%
净利润率(%)	8.3%	7.7%	8.0%	8.5%
净资产收益率(%)	12.4%	13.0%	13.7%	14.1%
每股收益(元)	0.93	1.06	1.29	1.54
每股经营现金流(元)	0.89	1.28	1.45	1.72

相关报告

《大输液增长较快, 产品结构继续改善》2012-08-19

《主业增速高于预期, 华润整合值得期待》2012-06-04

《业绩平稳, 还看整合》2012-03-13

分析师:

项军

021-38565838

xiangjun@xyzq.com.cn

S0190512040001

研究助理:

徐佳熹

021-38565685

xujiaxi@xyzq.com.cn

投资要点

事件:

近日, 华润双鹤公布了其 2012 年三季报, 报告期内, 公司实现营业收入 56.08 亿元, 同比增长 24.02%; 营业利润 5.69 亿元, 同比增长 24.48%; 实现归属上市公司股东净利润 4.78 亿元, 同比增长 18.31%, EPS0.84 元。

点评:

公司三季报业绩符合我们此前的预期。

- **单季度增速较快, 全年有望保持稳健增长:** 公司第三季度单季业绩增长较快, 单季度实现营业收入 19.05 亿元, 同比增长 20.83%, 净利润 1.40 亿元, 同比增长 30.43%。我们认为单季度增速较高的原因主要有两方面, 一是去年同期的业绩低基数, 公司去年同期受到塑瓶大输液价格开始大幅下滑的影响, 单季度净利润仅为 1.07 亿元, 而今年上半年以来, 大输液行业运行状况出现复苏, 特别是公司塑瓶产品在上半年有所调整, 加之其采取了降低成本, 挖潜增效的手段, 使得大输液业务运行状况出现逐季度改善。二则是公司主力产品销售出现温和上升, 我们估计公司主力产品降压 0 号下半年同比增速有望较上半年有所好转 (上半年我们估计 0 号的销量有微幅下滑), 据我们估计由于降压 0 号市场认可度高, 生产具备规模效应, 费用投放也不多, 因此虽然其单价很低, 但目前依然是公司最大的利润来源。此外单价较高的儿科用药产品 (珂立苏、小儿氨基酸等) 估计在三季度也依然保持了较快的增长, 从而使得公司单季度业绩表现较为靓丽, 由于公司去年四季度业绩基数不高, 当时大输

请阅读最后一页信息披露和重要声明

敬请参阅最后一页特别声明

液行业景气也处于最低点，因此我们估计公司全年保持稳健增长的大格局已基本确定。

- **三合一输液为明年提供业绩弹性，储备产品具有亮点：**报告期内公司没有进一步披露其大输液及二三线产品的详细情况，但根据此前公告推算，公司三合一输液在部分省市的招标工作有望逐步展开。目前公司的三合一产品已获得了湖北省发改委给的定价，在湖北和沈阳的共计 4 条生产线预计明年也有望陆续投产（我们预计湖北生产线明年有望完全贡献产能，而沈阳生产线由于还需要完成 GMP 认证，故可能需要到明年下半年才能投产）。从目前情况来看，公司三合一产品定价情况较好，如果明年能够顺利达产销售有望为公司贡献相当的业绩弹性，而由于三合一生产线引进成本较高，从定制设备到完成全部 GMP 认证的周期也要 2 年以上，所以短期来看价格竞争压力不大。此外，随着公司二线产品（盈源、一君、珂立苏、氨基酸系列）的放量和导入期\培育期储备品种（培育期产品包括伯斯庄、豨莶通栓、匹伐他汀等，导入期产品包括巴尼地平、复方降糖、环酯红霉素、依达拉奉等）销售额的逐步提升，公司产品结构有望继续改善，为其长期稳定增长提供动力。
- **财务指标稳健，各项费用率总体保持稳定：**报告期内公司整体保持稳健，三季度末应收账款为 12.18 亿元，较二季度增加约 1 亿元，符合季节性变化规律，当期存货 7.34 亿元，与去年同期相比大体相同。三季度单季公司整体毛利率较去年同期微幅上升 0.9 个百分点，变化幅度不大。而三季度单季公司销售费用率和管理费用率分别为 15.49% 和 6.68%，较去年同期分别下降了 1.65 个百分点和提升了 1.46 个百分点，公司总体费用率变化不大。
- **盈利预测：**我们认为目前为公司贡献主要利润的 0 号，糖适平等老品种未来有望维持平稳发展，而三合一的放量以及儿科用药、治疗性输液的持续较快增长则有望为公司在明年和后年贡献一定业绩弹性，长期来看，公司作为国内老牌的制剂\大输液生产企业，业绩基础扎实，行业地位稳固，未来通过外延并购及内生增长可以维持与医药行业整体增速类似的增长，是良好的配置型标的，预计 2012-2014 年其 EPS 分别为 1.06、1.29 和 1.54 元，维持对公司的“增持”评级。
- **风险因素：**大输液行业长期整体产能仍然过剩；三合一放量低于预期。

表 1、公司分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

报告期	11-4Q	12-1Q	12-2Q	12-3Q	QOQ	2010	2011	YOY
营业收入	1862	1920	1782	1905	6.9%	5367	6383	18.9%
营业成本	1320	1319	1240	1284	3.6%	3425	4321	26.2%
毛利	542	601	543	622	14.5%	1942	2062	6.2%
销售费用	240	248	273	295	8.1%	974	1005	3.1%
管理费用	114	96	105	127	20.8%	322	365	13.3%
财务费用	-5	9	7	1	-91.7%	-2	2	-182.1%
资产减值	-12	41	1	5	753.4%	24	2	-90.3%
公允价值	0	0	0	0		0	0	
投资收益	8	52	1	0	-84.4%	8	13	53.0%
营业利润	198	244	145	180	23.5%	593	655	10.6%
利润总额	212	262	144	180	25.1%	617	703	14.0%
净利润	125	220	117	140	19.5%	520	529	1.7%
EPS	0.219	0.385	0.205	0.245	19.5%	0.910	0.925	1.7%
销售费用率	12.9%	12.9%	15.3%	15.5%	0.2%	18.1%	15.7%	-2.4%
管理费用率	6.1%	5.0%	5.9%	6.7%	0.8%	6.0%	5.7%	-0.3%
财务费用率	-0.3%	0.5%	0.4%	0.0%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.1%
所得税率	31.6%	16.5%	18.2%	21.8%	3.5%	13.6%	21.4%	7.8%
毛利率	29.1%	31.3%	30.5%	32.6%	2.2%	36.2%	32.3%	-3.9%
净利润率	6.7%	11.5%	6.6%	7.4%	0.8%	9.7%	8.3%	-1.4%

资料来源: 天软投资系统

附表
资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	3697	4325	5197	6213
货币资金	1105	1531	2162	2959
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	962	907	994	1080
其他应收款	144	177	207	233
存货	701	741	712	692
非流动资产	2380	2361	2304	2266
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	64	54	54	54
投资性房地产	86	86	86	86
固定资产	1426	1588	1667	1702
在建工程	401	251	165	113
油气资产	0	0	0	0
无形资产	223	203	183	162
资产总计	6077	6687	7501	8479
流动负债	1652	1868	1933	2020
短期借款	387	420	350	300
应付票据	203	259	300	334
应付账款	516	661	764	850
其他	546	528	520	537
非流动负债	82	82	82	82
长期借款	0	0	0	0
其他	82	82	82	82
负债合计	1734	1950	2015	2102
股本	572	572	572	572
资本公积	1165	1165	1165	1165
未分配利润	2216	2539	3205	3998
少数股东权益	86	96	105	114
股东权益合计	4343	4737	5486	6376
负债及权益合计	6077	6687	7501	8479

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	529	603	740	881
折旧和摊销	178	173	191	205
资产减值准备	-66	31	30	25
无形资产摊销	24	24	24	24
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	2	8	2	-8
投资损失	-13	-62	-16	-18
少数股东损益	24	10	9	9
营运资金的变动	98	19	137	112
经营活动产生现金流量	578	730	829	981
投资活动产生现金流量	-310	-96	-125	-143
融资活动产生现金流量	-65	-208	-72	-42
现金净变动	204	426	632	796
现金的期初余额	1057	1105	1531	2162
现金的期末余额	1261	1531	2162	2959

利润表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	6383	7876	9213	10332
营业成本	4321	5535	6399	7120
营业税金及附加	46	57	66	75
销售费用	1005	1134	1336	1498
管理费用	365	425	497	558
财务费用	2	8	2	-8
资产减值损失	2	43	12	15
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	13	62	16	18
营业利润	655	736	916	1093
营业外收入	71	50	30	30
营业外支出	23	20	10	10
利润总额	703	766	936	1113
所得税	150	153	187	223
净利润	553	613	749	890
少数股东损益	24	10	9	9
归属母公司净利润	529	603	740	881
EPS(元)	0.93	1.06	1.29	1.54

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长性(%)				
营业收入增长率	18.9%	23.4%	17.0%	12.2%
营业利润增长率	10.6%	12.4%	24.4%	19.3%
净利润增长率	1.7%	14.0%	22.7%	19.1%
盈利能力(%)				
毛利率	32.3%	29.7%	30.5%	31.1%
净利率	8.3%	7.7%	8.0%	8.5%
ROE	12.4%	13.0%	13.7%	14.1%

偿债能力(%)

资产负债率	28.5%	29.2%	26.9%	24.8%
流动比率	2.24	2.32	2.69	3.07
速动比率	1.81	1.91	2.32	2.73

营运能力(次)

资产周转率	1.12	1.23	1.30	1.29
应收帐款周转率	6.63	7.28	8.38	8.61

每股资料(元)

每股收益	0.93	1.06	1.29	1.54
每股经营现金	0.89	1.28	1.45	1.72
每股净资产	7.45	8.12	9.41	10.95

估值比率(倍)

PE	24.73	21.69	17.68	14.84
PB	3.07	2.82	2.43	2.09

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场
- 中 性: 相对表现与市场持平
- 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15%
- 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
- 中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间
- 减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。