

公司研究/年报点评

2020年03月22日

医药生物/化学制药 II

投资评级：增持（调低评级）

当前价格(元): 12.64
合理价格区间(元): 13.52~14.56

代雯 执业证书编号: S0570516120002
研究员 021-28972078
daiwen@htsc.com

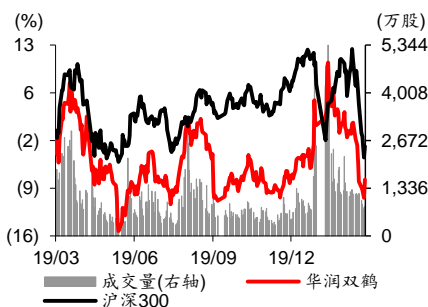
李运 执业证书编号: S0570518060003
研究员 021-38476288
liyun3@htsc.com

沈卢庆 执业证书编号: S0570519060001
研究员 021-38476125
shenluqing@htsc.com

相关研究

- 1《华润双鹤(600062,买入): 专科制剂领衔, 大平台稳步前行》2019.04
- 2《华润双鹤(600062,买入): 大输液: 贡献稳定利润及现金流》2019.03
- 3《华润双鹤(600062,买入): 稳健前行, 化药大平台成长继续》2018.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

业绩平稳, 但仍面临较大集采压力

华润双鹤(600062)

2019 增势平稳, 目标价 13.52-14.56 元, 下调评级至“增持”

公司发布 2019 年年报, 实现收入 93.8 亿元 (Yoy+14.1%), 归母净利润 10.6 亿元 (Yoy +8.9%), 扣非归母净利润 9.9 亿元 (Yoy +9.1%), 整体业绩呈现稳健增长态势。各业务中专科制剂领衔增长 (Yoy +47%), 因湘中全年并表带来近 3 亿元收入增量, 输液及慢病业务稳定。展望 2020, 我们认为输液仍是核心利润重要抓手, 疫情后终端需求望反弹, 但制药业务将面临更严峻集采压力, 我们因此下调 20/21 年 EPS 预测至 1.04/1.12 元, 给予 20 年 PE 13-14 倍 (考虑公司后续集采负面影响偏大, 较可比公司 20 年 PE 16 倍折价 10-20%), 目标价 13.52-14.56 元, 下调评级至“增持”。

输液: 软包占比继续提升, BFS 加速放量

输液板块 2019 年实现收入 29.4 亿元, 同比小幅增长 4.3%, 软袋销量占比进一步提升至 60%以上 (+3pp vs 2018), 直接推动毛利率整体提高 0.87pp。其中高附加值的 BFS 同比增长 43%, 全年销量超 5000 万袋, 直软同比增长 17%。输液板块奠定了公司长期发展的坚实基础, 为后续管线研发和战略转型提供稳定保障的现金流。我们预计 1Q20 门诊数量锐减对输液板块造成一过性冲击, 随着疫情有效控制和医院秩序的恢复, 二季度终端需求有望快速反弹, 对全年维持低个位数增长的预期。

化药: 传统产品增长趋缓, 集采对核心产品造成冲击

制药板块 (慢病+专科) 2019 年实现收入 47.1 亿元, 同比增长 22.3%, 其中专科制剂同比大幅增长 47%, 主因全年并表湘中制药 (丙戊酸镁缓释片全年销售近 3 亿元) 以及腹膜透析液持续的高增长 (Yoy+22%)。慢病领域, 匹伐他汀依旧强劲 (预计 Yoy+40%), 二线新产品发力 (二甲双胍缓释片同比增长 47%, 诺百益同比增长 45%), 受到基药调整和集采冲击, 拳头产品降压 0 号和氨氯地平增长乏力 (2019 年合计收入占比 15.5%), 伴随集采扩围全面执行, 我们预计 20 年传统化药将面临更为严峻的挑战, 预计制药板块全年增速放缓至个位数区间。

待战略转型提升盈利能力

公司账面现金充沛 (2019: 18.4 亿元), 全年研发投入 3.48 亿元 (占比制药业务收入 7.3%), 当前在研项目共计 100 余项 (包含 50 多项一致性评价), 2019 年新批两项仿制药 (左乙拉西坦片、盐酸氨溴索氯化钠注射液), 两项仿制药过评 (二甲双胍缓释片、非那雄胺片), 2020 年 3 月新批枸橼酸咖啡因, 仍有 5 项一致性评价处于审批阶段。公司作为拥有 80 年历史积淀的国内医药百强集团, 当前面对史无前例的行业政策剧变, 从传统普仿走向创新及特色仿制势所必然, 而集采也将大幅缩短转型预留的窗口期, 公司或将借力研发外包及 BD 加快多渠道产品获得, 寻求新的成长引擎。

风险提示: 新一轮集采品种及降价幅度超预期, 研发进度低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,043
流通 A 股 (百万股)	1,043
52 周内股价区间 (元)	11.83-15.07
总市值 (百万元)	13,187
总资产 (百万元)	3,281
每股净资产 (元)	8.25

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	8,225	9,381	10,078	10,906	11,745
+/-%	28.08	14.05	7.43	8.21	7.69
归属母公司净利润 (百万元)	968.59	1,055	1,085	1,170	1,282
+/-%	14.95	8.93	2.79	7.91	9.58
EPS (元, 最新摊薄)	0.93	1.01	1.04	1.12	1.23
PE (倍)	13.61	12.50	12.16	11.27	10.28

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

盈利预测调整

公司19年实现收入93.8亿元(Yoy +14.1%)，归母净利润10.6亿元(Yoy +8.9%)，扣非归母净利润9.9亿元(Yoy +9.1%)，整体业绩呈现稳健增长态势。其中专科制剂领衔增长(Yoy +47%)，因湘中全年并表带来近3亿元收入增量，输液及慢病业务表现稳定。展望2020，我们认为输液依然是公司核心利润的重要抓手，疫情之后终端需求有望快速反弹，但制药业务将面临更为严峻集采压力，我们因此下调20/21 EPS预测至1.04/1.12元，及22年EPS预测1.23元，给予20年PE 13-14倍(考虑公司后续受集采负面影响偏大，相对可比公司20年PE 16倍折价10-20%)，目标价13.52-14.56元，下调评级至“增持”。

图表1：盈利预测调整

(人民币百万元)		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	调整前	8,225	9,381	10,505	11,327	11,895
	调整后	8,225	9,381	10,078	10,906	11,745
	(+/-) %	-	-	-4.06%	-3.71%	-1.26%
毛利	调整前	5,211	5,950	6,710	7,211	7,582
	调整后	5,211	5,950	6,373	6,877	7,417
	(+/-) %	-	-	-5.01%	-4.63%	-2.18%
销售费用	调整前	3,194	3,730	3,939	4,191	4,401
	调整后	3,194	3,730	3,991	4,308	4,627
	(+/-) %	-	-	1.31%	2.79%	5.14%
管理费用	调整前	737	833	1,050	1,133	1,189
	调整后	737	833	887	960	1,034
	(+/-) %	-	-	-15.57%	-15.27%	-13.11%
归母净利润	调整前	969	1,055	1,252	1,395	1,496
	调整后	969	1,055	1,085	1,170	1,282
	(+/-) %	-	-	-13.39%	-16.09%	-14.30%
EPS	调整前	0.93	1.01	1.20	1.34	1.43
	调整后	0.93	1.01	1.04	1.12	1.23
	(+/-) %	-	-	-13.39%	-16.09%	-14.30%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

可比公司估值表

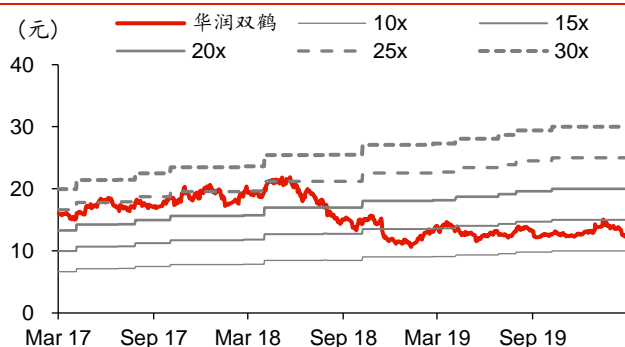
图表2：可比公司估值表(2020年3月20日)

公司名称	代码	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE(x)		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
丽珠集团*	000513	35.15	289	1.16	1.42	1.71	30	25	21
华东医药*	000963	16.62	291	1.30	1.58	1.89	13	11	9
恩华药业*	002262	10.39	106	0.51	0.65	0.74	20	16	14
科伦药业	002422	20.76	299	0.84	0.70	0.94	25	30	22
化学制剂——平均值			246	0.95	1.09	1.32	22	20	16

注：标x公司EPS预测来源为华泰预测；资料来源：Wind，华泰证券研究所

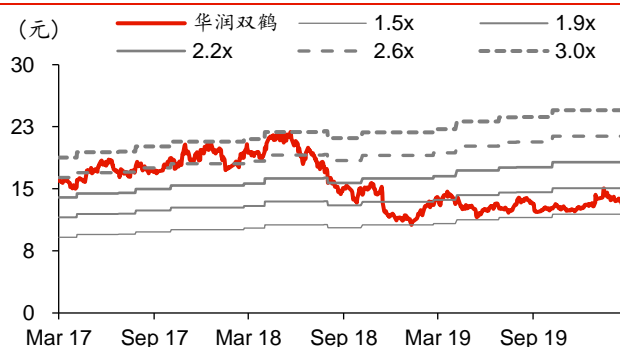
PE/PB - Bands

图表3：华润双鹤历史PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

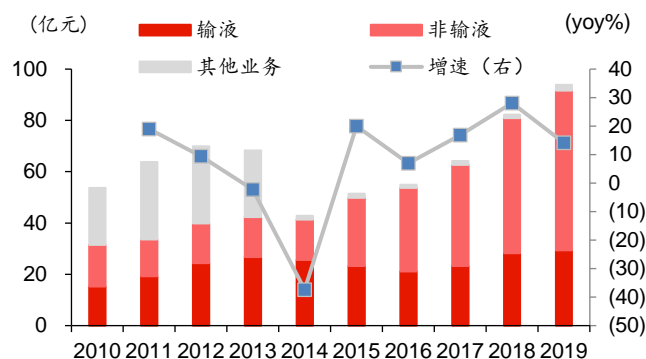
图表4：华润双鹤历史PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

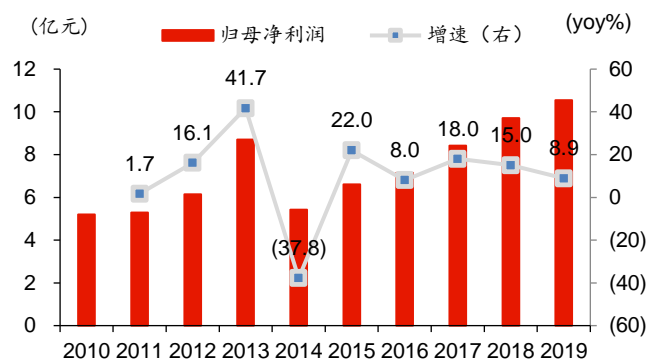
公司经营指标概览

图表5: 公司营业收入



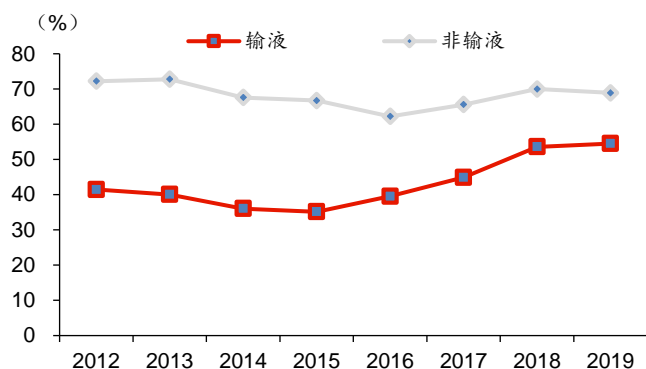
附注: 2015年赛科并表全年数据(同一控制下企业合并), 3Q18利民与湘中并表
资料来源: 2010-2019公司年报, 华泰证券研究所

图表6: 公司归母净利润



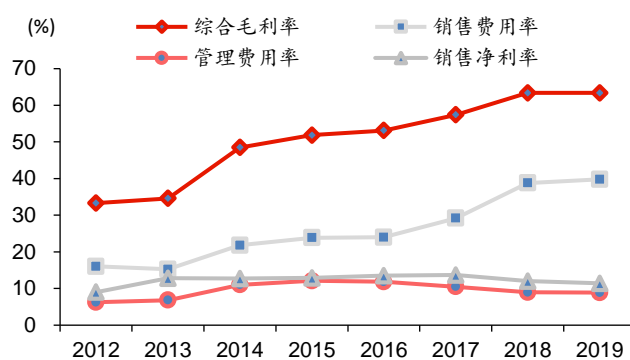
附注: 2015年赛科并表全年数据(同一控制下企业合并)
资料来源: 2010-2019公司年报, 华泰证券研究所

图表7: 公司各项业务毛利率



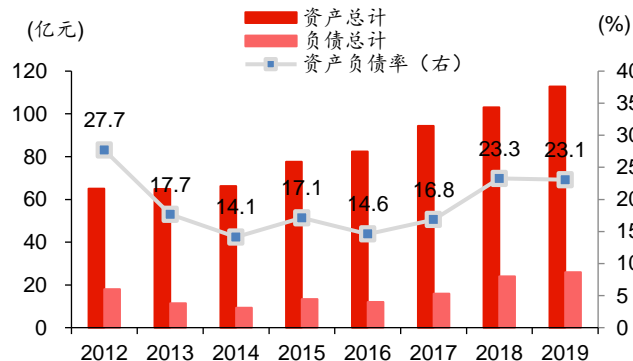
资料来源: 2012-2019公司年报, 华泰证券研究所

图表8: 公司销售毛利率、净利率和费用率



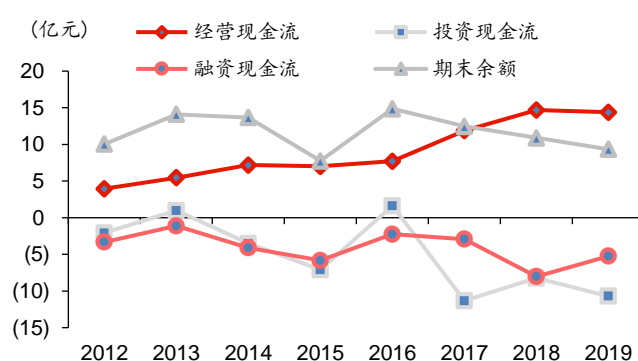
资料来源: 2012-2019公司年报, 华泰证券研究所

图表9: 公司资产负债率



资料来源: 2012-2019公司年报, 华泰证券研究所

图表10: 公司现金流量



资料来源: 2012-2019公司年报, 华泰证券研究所

风险提示

1. 新一轮集采品种及降价幅度超预期。因公司多项产品过评, 后续陆续进入集采面临降价;
2. 研发进度低于预期。公司在研项目 100 余项, 叠加后续 BD 预期, 因此存进展风险。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,135	6,039	7,085	8,234	9,453
现金	1,097	1,844	2,760	3,623	4,562
应收账款	1,066	1,189	1,278	1,383	1,489
其他应收账款	31.80	20.30	21.81	23.60	25.42
预付账款	113.55	106.71	115.25	125.32	134.63
存货	973.61	1,146	1,117	1,214	1,304
其他流动资产	1,853	1,732	1,793	1,865	1,937
非流动资产	5,171	5,238	5,128	5,028	4,936
长期投资	9.07	9.30	9.30	9.30	9.30
固定投资	2,329	2,385	2,378	2,233	2,089
无形资产	1,054	1,074	1,103	1,130	1,155
其他非流动资产	1,779	1,769	1,638	1,655	1,683
资产总计	10,306	11,277	12,213	13,261	14,389
流动负债	2,128	2,341	2,498	2,690	2,874
短期借款	40.00	57.30	61.56	66.61	71.74
应付账款	534.92	683.87	738.57	803.09	862.76
其他流动负债	1,553	1,600	1,698	1,820	1,939
非流动负债	269.57	258.85	258.85	258.85	258.85
长期借款	7.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	262.57	258.85	258.85	258.85	258.85
负债合计	2,398	2,600	2,757	2,949	3,132
少数股东权益	68.68	74.05	85.70	98.27	112.04
股本	1,043	1,043	1,043	1,043	1,043
资本公积	149.39	149.39	149.39	149.39	149.39
留存公积	6,650	7,414	8,177	9,022	9,952
归属母公司股东权益	7,840	8,603	9,370	10,214	11,145
负债和股东权益	10,306	11,277	12,213	13,261	14,389

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,469	1,440	1,533	1,503	1,620
净利润	968.59	1,055	1,085	1,170	1,282
折旧摊销	347.55	363.67	371.71	383.66	396.36
财务费用	(3.57)	(9.87)	42.45	34.45	27.61
投资损失	(22.70)	(8.50)	(3.18)	(1.19)	(0.45)
营运资金变动	152.63	(31.33)	23.13	(99.69)	(102.04)
其他经营现金	26.54	70.69	14.30	15.22	16.42
投资活动现金	(823.49)	(1,069)	(261.19)	(284.50)	(306.85)
资本支出	228.69	241.65	259.60	280.93	302.53
长期投资	369.71	761.23	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	225.09	66.42	1.58	3.57	4.32
筹资活动现金	(803.14)	(524.86)	(355.34)	(355.37)	(374.26)
短期借款	40.00	17.30	4.26	5.06	5.12
长期借款	7.00	(7.00)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	173.87	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(510.52)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(513.49)	(535.16)	(359.60)	(360.43)	(379.38)
现金净增加额	(157.59)	(154.37)	916.41	862.89	939.19

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,225	9,381	10,078	10,906	11,745
营业成本	3,014	3,431	3,705	4,029	4,328
营业税金及附加	147.12	136.87	147.04	159.12	171.36
营业费用	3,194	3,730	3,991	4,308	4,627
管理费用	737.23	833.01	886.87	959.73	1,034
财务费用	(3.57)	(9.87)	42.45	34.45	27.61
资产减值损失	15.68	64.61	69.41	75.12	80.89
公允价值变动收益	(8.68)	(28.63)	(28.63)	(28.63)	(28.63)
投资净收益	22.70	8.50	3.18	1.19	0.45
营业利润	1,189	1,262	1,298	1,401	1,535
营业外收入	4.96	7.86	7.86	8.25	8.66
营业外支出	10.17	8.55	8.97	9.42	9.89
利润总额	1,184	1,262	1,297	1,400	1,534
所得税	194.66	195.34	200.78	216.67	237.42
净利润	989.45	1,066	1,096	1,183	1,296
少数股东损益	20.86	11.33	11.65	12.57	13.77
归属母公司净利润	968.59	1,055	1,085	1,170	1,282
EBITDA	1,476	1,611	1,717	1,831	1,977
EPS (元, 基本)	0.93	1.01	1.04	1.12	1.23

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	28.08	14.05	7.43	8.21	7.69
营业利润	12.16	6.15	2.82	7.91	9.57
归属母公司净利润	14.95	8.93	2.79	7.91	9.58
获利能力 (%)					
毛利率	63.35	63.43	63.24	63.06	63.15
净利率	11.78	11.25	10.76	10.73	10.92
ROE	12.66	12.83	12.07	11.95	12.01
ROIC	13.94	15.35	16.82	18.26	19.92
偿债能力					
资产负债率 (%)	23.26	23.06	22.58	22.24	21.77
净负债比率 (%)	3.42	2.49	2.51	2.52	2.53
流动比率	2.41	2.58	2.84	3.06	3.29
速动比率	1.96	2.09	2.39	2.61	2.84
营运能力					
总资产周转率	0.83	0.87	0.86	0.86	0.85
应收账款周转率	8.14	8.32	8.17	8.20	8.18
应付账款周转率	6.01	5.63	5.21	5.23	5.20
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.93	1.01	1.04	1.12	1.23
每股经营现金流(最新摊薄)	1.41	1.38	1.47	1.44	1.55
每股净资产(最新摊薄)	7.52	8.25	8.98	9.79	10.68
估值比率					
PE (倍)	13.61	12.50	12.16	11.27	10.28
PB (倍)	1.68	1.53	1.41	1.29	1.18
EV_EBITDA (倍)	8.93	8.19	7.68	7.20	6.67

免责声明

分析师声明

本人，代雯、李芸、沈卢庆，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或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、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。投资者应当考虑到本公司及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师代雯、李芸、沈卢庆本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司