

公司研究/季报点评

2019年04月28日

医药生物/化学制药 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 13.45
合理价格区间(元): 15.90~18.02

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

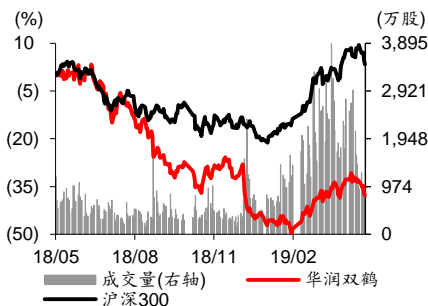
李运 执业证书编号: S0570518060003
研究员 021-38476288
liyun3@htsc.com

沈卢庆 021-38476125
联系人 shenluqing@htsc.com

相关研究

- 1《华润双鹤(600062,买入): 大输液: 贡献稳定利润及现金流》2019.03
- 2《华润双鹤(600062,买入): 稳健前行, 化药大平台成长继续》2018.10
- 3《华润双鹤(600062,买入): 费用确认拖累中期业绩增速》2018.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

专科制剂领衔, 大平台稳步前行

华润双鹤(600062)

1Q19 业绩符合预期, 目标价 15.90-18.02 元, 维持“买入”评级

公司发布 2019 年一季报, 实现收入 26.3 亿元 (+23% yoy, 剔除湘中并表后收入增速约在 16-17%), 归母净利润 3.3 亿元 (+10% yoy), 业绩表现符合我们的预期。考虑公司主营稳健 (输液高毛利品种收入占比提升且放量+慢病及专科制剂领衔), 一致性评价进展顺利, 新品有望 19-20 年集中上市, 我们预计公司 19 年维持 10-15% 业绩增速, 维持 2019-2020 年 EPS 预测至 1.06/1.20/1.34 元, 给予 19 年 PE 15-17 倍 (19 年可比 PE 20x, 考虑带量采购下氨氯地平核心仿制药的不确定性给予折价), 目标价 15.90-18.02 元, 给予买入评级。

输液板块: 软袋及 BFS 加速放量, 推动毛利提升

公司输液板块 1Q19 实现收入 7.9 亿元 (+4.5% yoy, 因 1Q18 流感高基数), 我们预计该板块 19 年有望实现近 15% 销售, 基于: 1) 软袋收入占比持续提升 (较 18 年底提升 2pct), 直立软袋加速导入市场提高整体盈利能力; 和 2) BFS 1Q19 实现 70-80% 销量增速, 考虑沈阳双鹤 BFS 生产线已全线投产且增加至安全库存量, 看好 19 年冲击 6000 万袋以上销售量。

制剂板块: 专科平台领跑, 慢病用药稳步扩张

制剂板块 1Q19 实现收入 18.1 亿元 (+32.9% yoy), 我们预计其 19 年销售额有望维持双位数增长, 预测基于: 1) 慢病平台 1Q19 实现收入 10 亿元 (+24.33%), 其中匹伐他汀受益品种间替代销售额增速高达 70%, 压氏达实现约 25% 的销售额增速 (1Q19 带量采购负面影响有限, 且首个通过一致性评价使得国内 6 个地区提价), 降压 0 号整体稳定, 实现低个位数销量增速, 其他降压品种 (德悦/复德悦) 合计实现逾 10% 销售额增速; 及 2) 专科平台 1Q19 实现收入 3.3 亿元 (+96.4% yoy, 因丙戊酸镁缓释片合并推高收入), 主力驱动为肾病板块腹透放量 (超 50% 销售额增速), 珂立苏收入维持稳定 (销售额+14% yoy)。

研发管线: 一致性评价有序推进, 加速多渠道产品研发

背靠充沛现金支撑和华润集团大平台, 公司进一步深入落实“1+1+6”战略, 预计 19-20 年重磅纷至沓来: 1) 重磅左乙拉西坦/普瑞巴林/维格列汀等 (已申报生产) 预期 19-20 年上市; 2) 一致性评价进展顺利, 截至当前 3 个品种已通过 (苯磺酸氨氯地平/盐酸特拉唑嗪/二甲双胍缓释片), 熊去氧胆酸片/蒙脱石散/非那雄胺/头孢克肟分散片等也已完成申报, 后续储备丰富 (合计 20 余口服品种) 和 3) 多渠道加快产品研发 (M&A、自主研发及 CRO 外包)。

风险提示: 核心品种降价, 降压 0 号基层销售下滑。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,043
流通 A 股 (百万股)	823.24
52 周内股价区间 (元)	10.87-26.93
总市值 (百万元)	14,032
总资产 (百万元)	10,950
每股净资产 (元)	7.83

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	6,422	8,225	9,490	10,505	11,327
+/-%	16.87	28.08	15.37	10.70	7.82
归属母公司净利润 (百万元)	842.61	968.59	1,105	1,252	1,395
+/-%	17.98	14.95	14.11	13.30	11.38
EPS (元, 最新摊薄)	0.81	0.93	1.06	1.20	1.34
PE (倍)	16.65	14.49	12.70	11.21	10.06

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

可比公司估值表

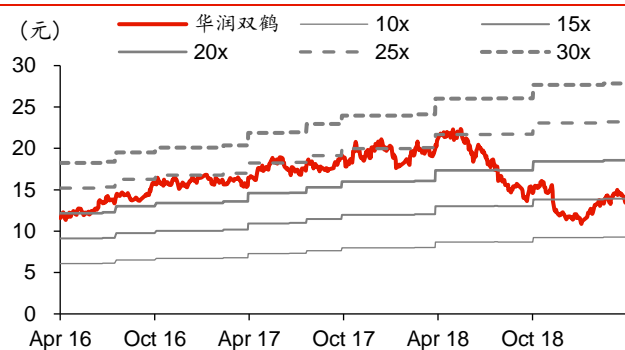
图表1： 化学制剂板块可比公司估值表（2019年4月26日）

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	33.18	215	1.50	1.72	1.98	22	19	17
华东医药	000963	32.41	473	1.55	1.9	2.32	21	17	14
恩华药业	002262	11.75	120	0.51	0.63	0.78	23	19	15
科伦药业	002422	28.30	407	0.84	1.10	1.35	34	26	21
化学制剂——平均值			304	1.10	1.34	1.61	25	20	17

资料来源：Wind，华泰证券研究所

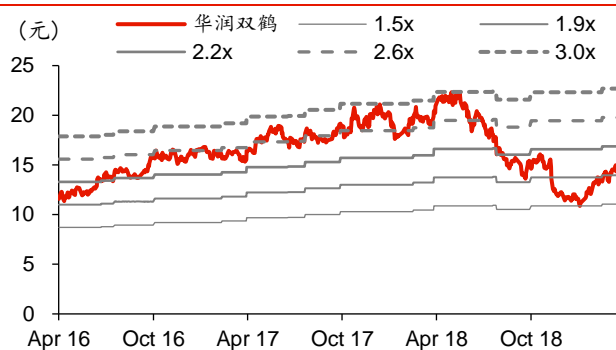
PE/PB - Bands

图表2： 华润双鹤历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

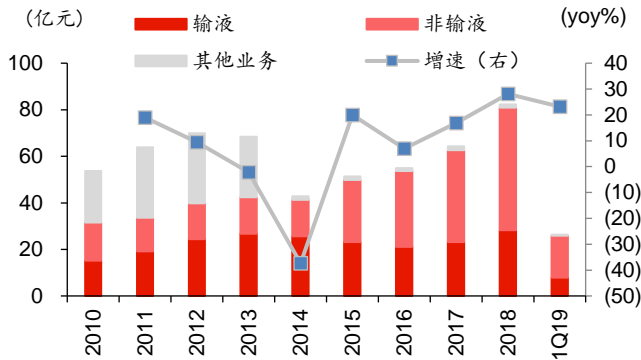
图表3： 华润双鹤历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

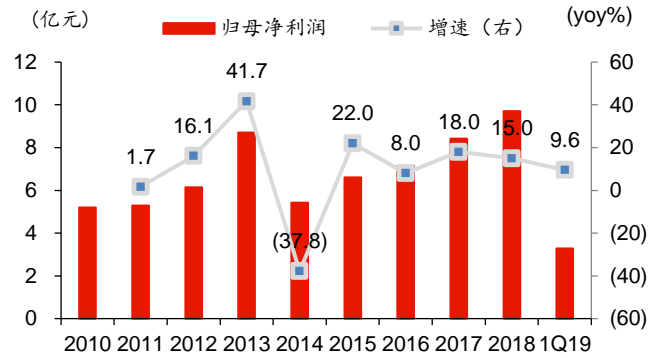
公司经营指标概览

图表4：公司营业收入



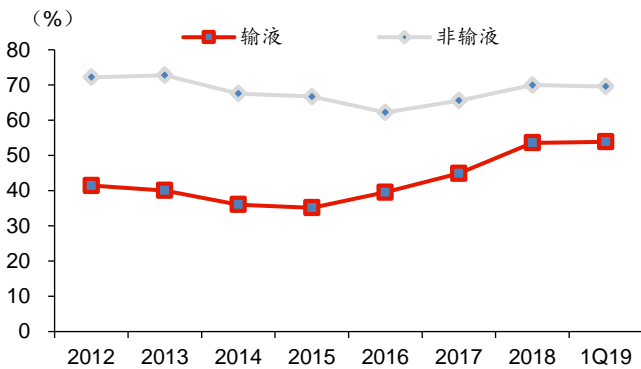
附注：2015年赛科并表全年数据（同一控制下企业合并），3Q18利民与湘中并表
资料来源：2010-2018公司年报，2019年一季度，华泰证券研究所

图表5：公司归母净利润



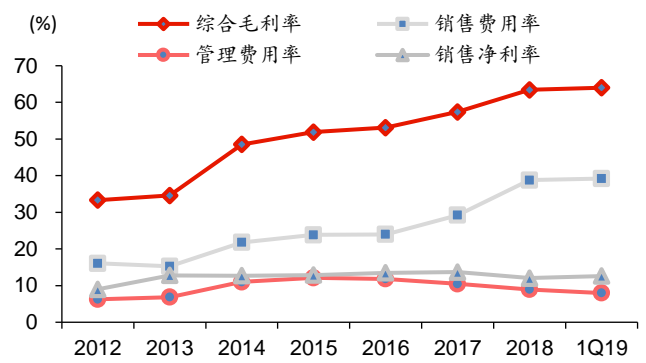
附注：2015年赛科并表全年数据（同一控制下企业合并）
资料来源：2010-2018公司年报，2019年一季度，华泰证券研究所

图表6：公司各项业务毛利率



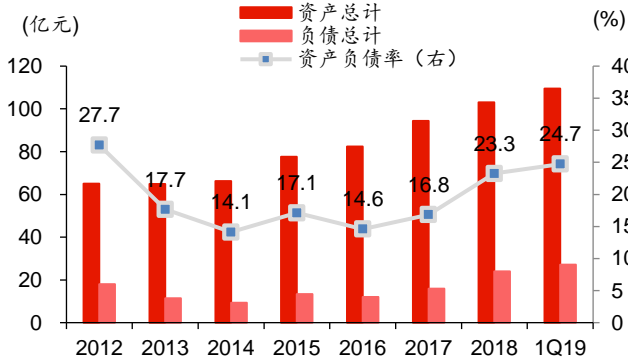
资料来源：2010-2018公司年报，2019年一季度，华泰证券研究所

图表7：公司销售毛利率、净利率和费用率



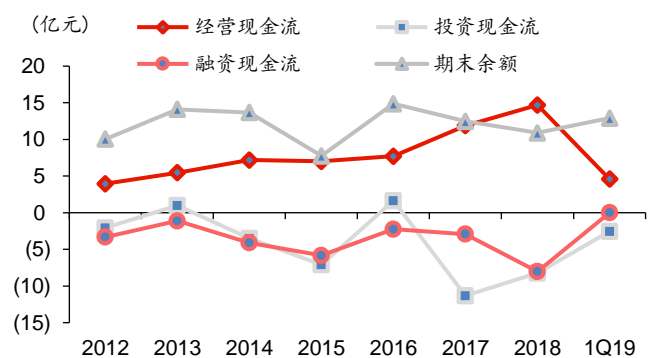
资料来源：2010-2018公司年报，2019年一季度，华泰证券研究所

图表8：公司资产负债率



资料来源：2010-2018公司年报，2019年一季度，华泰证券研究所

图表9：公司现金流量



资料来源：2010-2018公司年报，2019年一季度，华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,780	5,135	6,120	7,186	8,330
现金	1,248	1,097	1,634	2,430	3,277
应收账款	955.79	1,066	1,230	1,362	1,468
其他应收账款	21.71	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	79.04	113.55	128.14	142.96	155.01
存货	974.24	973.61	1,118	1,144	1,240
其他流动资产	1,501	1,885	2,009	2,108	2,189
非流动资产	4,658	5,171	5,074	4,998	4,940
长期投资	0.00	9.07	9.07	9.07	9.07
固定投资	2,269	2,329	2,385	2,083	1,819
无形资产	968.48	1,054	1,237	1,264	1,290
其他非流动资产	1,420	1,779	1,442	1,642	1,822
资产总计	9,438	10,306	11,193	12,184	13,270
流动负债	1,209	2,128	2,183	2,234	2,279
短期借款	0.00	40.00	46.15	51.09	55.08
应付账款	468.92	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	740.24	2,088	2,137	2,183	2,224
非流动负债	380.17	269.57	270.65	271.51	272.21
长期借款	0.00	7.00	8.08	8.94	9.64
其他非流动负债	380.17	262.57	262.57	262.57	262.57
负债合计	1,589	2,398	2,454	2,505	2,551
少数股东权益	391.77	68.68	85.51	104.58	125.82
股本	869.36	1,043	1,043	1,043	1,043
资本公积	659.91	149.39	149.39	149.39	149.39
留存公积	5,927	6,650	7,461	8,382	9,400
归属母公司股东权益	7,457	7,840	8,654	9,574	10,593
负债和股东权益	9,438	10,306	11,193	12,184	13,270

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,187	1,469	1,129	1,446	1,545
净利润	842.61	968.59	1,105	1,252	1,395
折旧摊销	339.99	347.55	360.47	367.20	372.49
财务费用	(9.60)	(3.57)	74.59	75.60	72.70
投资损失	(16.07)	(22.70)	(32.07)	(45.31)	(64.01)
营运资金变动	(35.33)	152.63	(398.28)	(225.35)	(254.65)
其他经营现金	65.48	26.54	19.30	21.54	23.71
投资活动现金	(1,132)	(823.49)	(233.67)	(248.66)	(252.80)
资本支出	154.82	228.69	263.85	292.08	314.92
长期投资	437.76	369.71	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	539.88	225.09	(30.18)	(43.42)	(62.12)
筹资活动现金	(293.45)	(803.14)	(358.43)	(401.93)	(444.31)
短期借款	0.00	40.00	6.15	4.94	4.00
长期借款	0.00	7.00	1.08	0.86	0.70
普通股增加	144.89	173.87	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(510.52)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(438.35)	(513.49)	(365.65)	(407.73)	(449.01)
现金净增加额	(238.82)	(157.59)	537.18	795.34	847.85

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,422	8,225	9,490	10,505	11,327
营业成本	2,734	3,014	3,402	3,795	4,115
营业税金及附加	110.38	147.12	169.74	187.90	202.60
营业费用	1,878	3,194	3,606	3,939	4,191
管理费用	673.09	737.23	948.96	1,050	1,133
财务费用	(9.60)	(3.57)	74.59	75.60	72.70
资产减值损失	36.90	15.68	18.09	20.02	21.59
公允价值变动收益	0.00	(8.68)	(8.68)	(8.68)	(8.68)
投资净收益	16.07	22.70	32.07	45.31	64.01
营业利润	1,060	1,189	1,349	1,528	1,701
营业外收入	2.94	4.96	4.96	4.96	5.21
营业外支出	9.38	10.17	10.67	11.21	11.77
利润总额	1,054	1,184	1,343	1,521	1,695
所得税	171.82	194.66	220.75	250.11	278.57
净利润	882.10	989.45	1,122	1,271	1,416
少数股东损益	39.49	20.86	16.83	19.07	21.24
归属母公司净利润	842.61	968.59	1,105	1,252	1,395
EBITDA	1,364	1,476	1,720	1,895	2,054
EPS (元, 基本)	0.81	0.93	1.06	1.20	1.34

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	16.87	28.08	15.37	10.70	7.82
营业利润	25.14	12.16	13.39	13.28	11.35
归属母公司净利润	17.98	14.95	14.11	13.30	11.38
获利能力 (%)					
毛利率	57.43	63.35	64.15	63.87	63.67
净利率	13.12	11.78	11.65	11.92	12.31
ROE	11.92	12.66	13.40	13.74	13.83
ROIC	14.07	13.94	16.30	17.72	18.99
偿债能力					
资产负债率 (%)	16.84	23.26	21.92	20.56	19.22
净负债比率 (%)	0	3.42	3.63	3.79	3.91
流动比率	3.95	2.41	2.80	3.22	3.66
速动比率	3.15	1.96	2.29	2.70	3.11
营运能力					
总资产周转率	0.73	0.83	0.88	0.90	0.89
应收账款周转率	6.94	8.14	8.27	8.11	8.01
应付账款周转率	6.32	12.86	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.81	0.93	1.06	1.20	1.34
每股经营现金流(最新摊薄)	1.14	1.41	1.08	1.39	1.48
每股净资产(最新摊薄)	7.15	7.52	8.30	9.18	10.15
估值比率					
PE (倍)	16.65	14.49	12.70	11.21	10.06
PB (倍)	1.88	1.79	1.62	1.47	1.32
EV_EBITDA (倍)	10.24	9.46	8.12	7.37	6.80

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“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。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。

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。

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力。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。

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。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

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