

华润双鹤 (600062) 中报点评: 大输液增长提速, 核心制剂药品增长平稳

行业分类: 医药

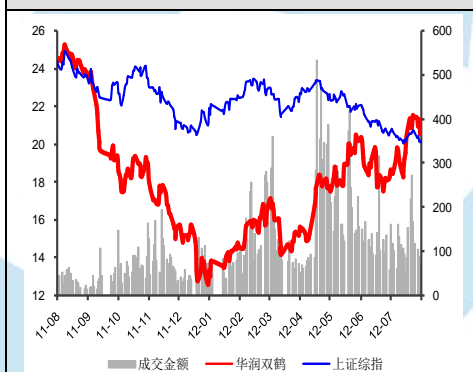
2012年08月20日

公司投资评级	持有
6-12个月目标价	—
当前股价 (12.08.17)	19.99

基础数据

上证指数	2114.89
总股本 (亿)	5.72
流通 A 股 (亿)	5.72
流通 B 股 (亿)	0
流通 A 股市值 (亿)	114.28
每股净资产 (元)	7.65
ROE (2012Q2)	7.54%
资产负债率	30.68%
动态市盈率	19.99
市净率	2.61

近一年公司指数与上证综指走势对比



资料来源: wind

2012 年中期报告:

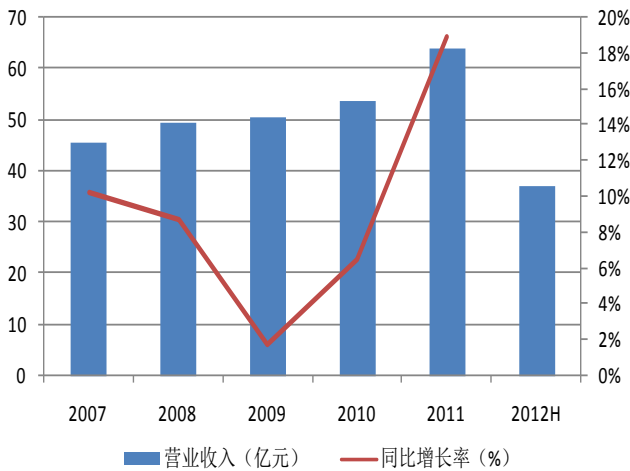
- 报告期内公司实现营业收入37,021.88万元, 同比增长25.72%; 利润总额40,607.54万元, 同比增长12.54%; 归属于上市公司股东的净利润33,734.20万元, 同比增长13.91%。
- **医药商业增速平稳。**报告期内, 公司的医药商业实现营业收入164,254.65万元, 同比增长34.78%; 毛利率4.26%, 同比上升了0.24个百分点, 收入的增长系营销整合带来的营销效率的提高。医药商业的盈利能力较弱, 加上控股股东北药集团对流通业务的梳理, 公司的商业业务存在整合的预期。
- **制剂药品增长平缓。**制剂药品实现营业收入76,444.33万元, 按统一口径计算, 同比增长5.50%。从具体的销售结构来看的话, 核心产品的销售增长良好。心脑血管领域收入4.52亿元, 主打的0号产品的销售额3.7亿, 符合预期。内分泌领域收入1.04亿, 同比增长18%, 其中糖适平恢复了快速增长的势头。新兴的儿科用药业务实现收入8,275万元, 同比增长101%。
- **大输液恢复增长。**上半年, 大输液业务实现收入124,084.94万元, 治疗性输液的收入为2.7亿元左右, 如果剔除治疗性输液, 按照统一口径计算的话, 同比增长24.65%, 销量的增长主要是因为公司覆盖的医院销售终端的数量同比有所增长 (接近3000家的目标)、“低价竞标”的药品招标模式对医药行业的冲击有所缓和。公司有效的实行成本控制, 然而大输液业务的毛利率同比仍然下滑了3.75个百分点, 可见竞标模式的影响依然存在, 我们预计未来大输液行业的竞争依然激烈。
- **研发项目或是新的增长点。**上半年公司启动了9个研发项目, 完成了3个里程碑项目, 我们认为研发创新的成功或是公司未来新的增长点。
- **风险因素:** 药品降价的风险; 外延发展低于预期。
- 由于公司的收入实现呈季节性波动的特点, 如核心制药产品0号的收入通常集中体现在第一和第四季度, 而本年一季度和二季度的利润对比也验证了这一特点。我们暂时维持之前的财务预测, 预计公司12-14年EPS分别为1.00元、1.09元和1.17元, 对应的动态市盈率分别为19.90倍、18.34倍和17.09倍, 考虑到公司的业绩增速平稳以及大输液行业竞争激烈, 我们调整对公司的评级为“持有”评级。

联系人: 沈文文 联系人电话: 0755-83688575
 联系人邮箱: leechun6@gmail.com

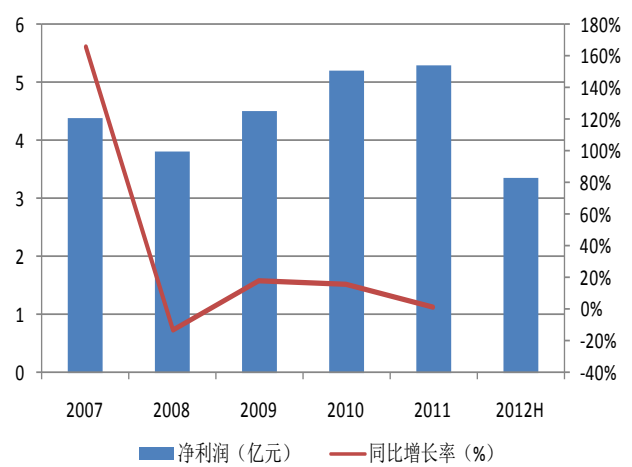
中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

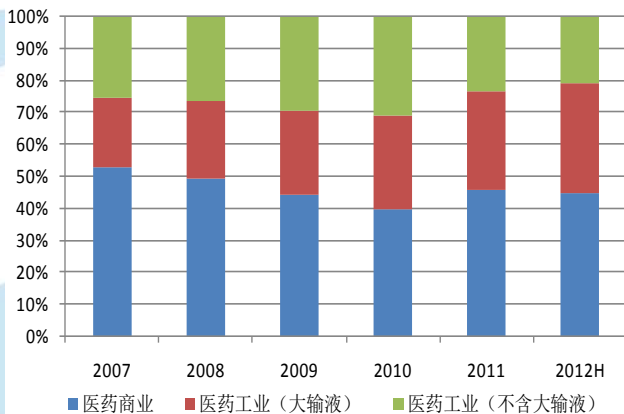
联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 0755-83692635
 传真: 0755-83688539

图表 1: 公司的营业收入状况


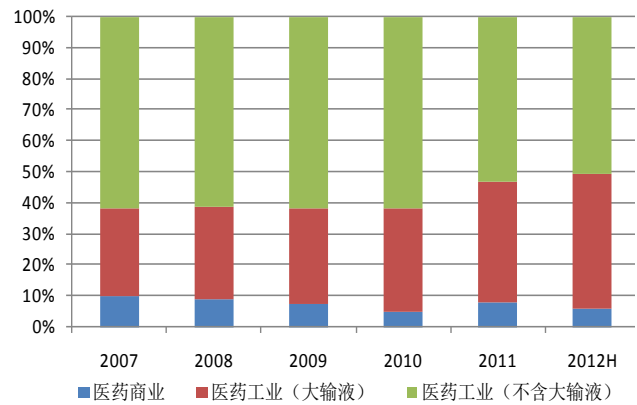
资料来源: wind、中航证券金融研究所

图表 2: 公司的净利润状况


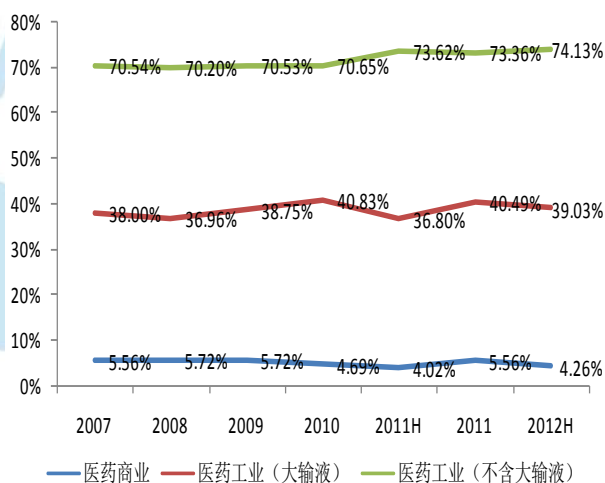
资料来源: wind、中航证券金融研究所

图表 3: 公司的营业收入结构


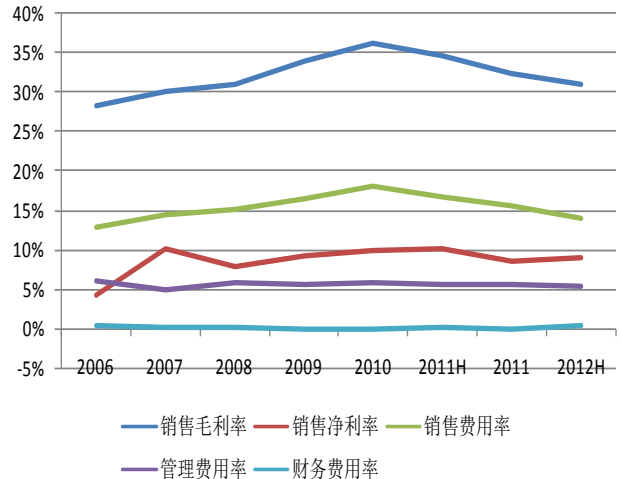
资料来源: wind、中航证券金融研究所

图表 4: 公司的毛利结构


资料来源: wind、中航证券金融研究所

图表 5: 各项业务的毛利率


资料来源: wind、中航证券金融研究所

图表 6: 公司的各项财务比率


资料来源: wind、中航证券金融研究所

图表 7: 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	3697	4118	4854	5541	营业收入	6383	7091	8004	8802
现金	1105	1283	1605	2084	营业成本	4321	4853	5505	6064
应收账款	962	800	1186	1007	营业税金及附加	46	51	58	64
其他应收款	144	144	153	180	营业费用	1005	1135	1294	1439
预付账款	216	248	282	308	管理费用	365	405	457	503
存货	701	999	910	1179	财务费用	2	-6	-26	-40
其他流动资产	570	643	718	783	资产减值损失	2	2	2	2
非流动资产	2380	2208	2071	1906	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	64	63	63	63	投资净收益	13	13	13	13
固定资产	1426	1489	1438	1320	营业利润	655	663	725	783
无形资产	223	231	240	250	营业外收入	71	61	64	63
其他非流动资产	666	425	330	273	营业外支出	23	19	20	20
资产总计	6077	6326	6925	7447	利润总额	703	705	770	827
流动负债	1652	1329	1411	1376	所得税	150	109	119	128
短期借款	387	153	0	0	净利润	553	596	650	698
应付账款	516	471	651	583	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	749	705	760	793	归属母公司净利润	529	572	625	671
非流动负债	82	58	68	69	EBITDA	835	827	887	939
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.93	1.00	1.09	1.17
其他非流动负债	82	58	68	69					
负债合计	1734	1386	1478	1445					
少数股东权益	86	109	135	163	主要财务比率				
股本	572	572	572	572	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
资本公积	1165	1165	1165	1165	成长能力				
留存收益	2521	3093	3575	4103	营业收入	18.9%	11.1%	12.9%	10.0%
归属母公司股东权益	4258	4830	5312	5840	营业利润	10.6%	1.2%	9.4%	8.0%
负债和股东权益	6077	6326	6925	7447	归属于母公司净利润	1.7%	8.2%	9.2%	7.4%
					获利能力				
					毛利率 (%)	32.3%	31.6%	31.2%	31.1%
					净利率 (%)	8.3%	8.1%	7.8%	7.6%
					ROE (%)	12.4%	11.8%	11.8%	11.5%
					ROIC (%)	14.8%	15.3%	16.1%	16.7%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	28.5%	21.9%	21.3%	19.4%
					净负债比率 (%)	23.12%	11.04%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.24	3.10	3.44	4.03
					速动比率	1.81	2.34	2.79	3.16
					营运能力				
					总资产周转率	1.13	1.14	1.21	1.22
					应收账款周转率	7	7	7	7
					应付账款周转率	9.85	9.84	9.81	9.83
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.93	1.00	1.09	1.17
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.89	0.73	1.10	1.05
					每股净资产 (最新摊薄)	7.45	8.45	9.29	10.21
					估值比率				
					P/E	16.97	15.68	14.37	13.38
					P/B	2.11	1.86	1.69	1.54
					EV/EBITDA	10.14	11.22	9.80	9.18

资料来源: 中航证券金融研究所、天软估值

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张绍坤，SAC执业证书号：S0640511040001，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事零售行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。