



医药/必需消费

华润双鹤 (600062)

输液尽享空窗期，向上拐点确立

	李秋实 (分析师)	郑磊 (分析师)
	010-59312730	021-38674750
	liqiusi011821@gtjas.com	zhenglei008193@gtjas.com
证书编号	S088051110001	S0880512080016

本报告导读:

2012年三季报净利润同增18%，增长加速，公司向上拐点确立。

投资要点:

12年三季报净利润同增18%，业绩提速：公司前三季度营业收入实现56.08亿，同增24.0%，净利润实现4.78亿，同增18.3%，符合市场预期。EPS 0.84元，OE 10.7%。每股经营性现金流0.17元。公司第三季度收入、净利润分别同比增长21%、30%，较上半年明显加速，由于去年下半年大输液业务基数较低，我们预计公司四季度业绩仍将延续提速态势。

大输液“空窗期”将持续到2013年，升级产品打开新的成长空间：我们预计前三季度大输液收入同增30%-40%，软袋、塑瓶的销量增速都在50%以上，符合我们在前期公司深度报告中大输液供给“空窗期”推动行业集中度加速提升的判断。公司目前80%生产线通过新GMP认证，产能充足，我们预计大输液销量的高增长态势将持续到2013年。新一代包材产品中，817软袋目前供不应求，我们预计全年销量有望达7500万袋，贡献约3000万净利润；重磅新品三合一有望在今年12月贡献业绩，预计13年将全面上量。

华润入主带来全面改变，二线产品开始放量，费用控制表现出色：华润集团入主后，实行营销改革与新的考核机制，今年二线产品群的增长超市场预期，我们预计整体增速有望达到30%，成为拉动业绩的主力。同时，公司前三季度期间费用率同比下降1.9个PP，其中销售费用率同比下降2.4个PP。在内部组织结构改革的主导下，我们预计公司期间费用率仍有下降空间。

投资建议：目标价28元，建议增持。华润入主带来公司治理机制全面改善，在大输液集中度加速提升并分享行业“空窗期”高速增长、明星产品上量的驱动下，公司未来三年将改变以往增长轨迹，进入快速发展阶段。预计公司12-14年EPS为1.10、1.38、1.70元，目标价28元，建议增持。

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	5,367	6,383	7,858	9,535	11,137
(+/-)%	6.5%	18.9%	23.1%	21.3%	16.8%
经营利润 (EBIT)	591	657	777	992	1,224
(+/-)%	9.2%	11.2%	18.3%	27.6%	23.3%
净利润	520	529	630	787	973
(+/-)%	14.6%	1.7%	19.2%	24.9%	23.6%
每股净收益 (元)	0.91	0.93	1.10	1.38	1.70
每股股利 (元)	0.23	-	0.11	0.14	0.17

利润率和估值指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营利润率 (%)	11.0%	10.3%	9.9%	10.4%	11.0%
净资产收益率 (%)	13.4%	12.4%	12.9%	14.0%	14.9%
投入资本回报率 (%)	19.8%	18.8%	17.2%	18.4%	20.5%
EV/EBITDA	12.9	11.6	10.1	7.8	6.4
市盈率	20.0	19.7	16.5	13.2	10.7
股息率 (%)	1.3%	0.0%	0.6%	0.8%	0.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **28.00**

上次预测: 28.00

当前价格: 22.88

2012.10.29

交易数据

52周内股价区间 (元)	12.28-25.05
总市值 (百万元)	13,080
总股本/流通 A 股 (百万股)	572/572
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	0
日均成交值 (百万元)	73

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,375
每股净资产	7.65
市净率	3.0
净负债率	9%

EPS (元)	2011A	2012E
Q1	0.34	0.38
Q2	0.18	0.21
Q3	0.19	0.25
Q4	0.22	0.26
全年	0.93	1.10

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	4%	23%	26%
相对指数	1%	26%	43%

相关报告

《输液逆袭，蜕变成长》2012.09.10

模型更新时间: 2012.10.28

股票研究

必需消费
 医药

华润双鹤 (600062)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 28.00

上次预测: 28.00

当前价格: 22.88

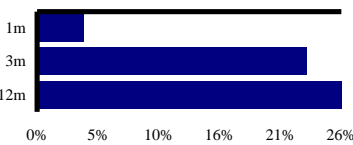
公司网址

www.dpc.com

公司简介

公司是中国首家通过 GMP 认证的医药公司, 主营业务涵盖新药开发、药物制造、医药经营及制药装备等领域的大型现代化医药企业。公司已战略性地构建了四大经营发展支柱: 全国最大的输液供应基地、中国领先的全合成抗菌药生产基地、天然药物创新基地、全国性的药品销售服务体系, 在心血管、大输液、抗生素、胃药、保健品等领域建立了专业优势, 拥有包括北京降压 0 号、利复星、奥复星、温胃舒、养胃舒、北京蜂王精等在内的一系列名牌产品。

绝对价格回报 (%)

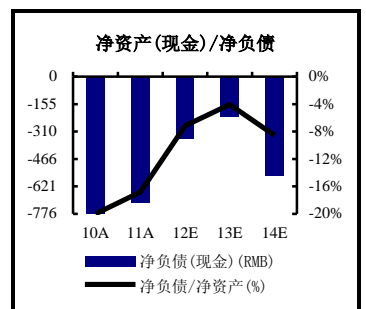
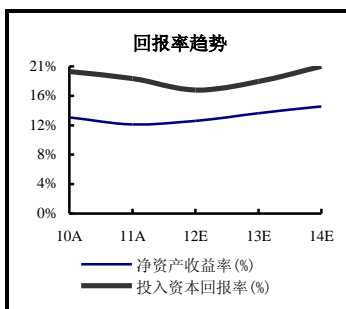
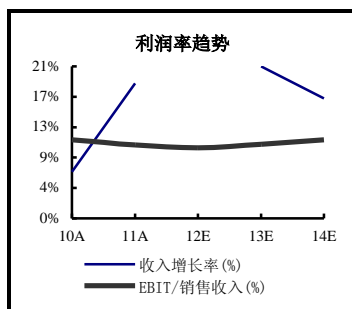


52 周价格范围 12.28-25.05

市值 (百万) 13,080

财务预测 (单位: 百万元)

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
损益表					
营业收入	5,367	6,383	7,858	9,535	11,137
营业成本	3,425	4,321	5,358	6,342	7,282
税金及附加	39	46	55	67	78
营业费用	974	1,005	1,245	1,577	1,883
管理费用	322	365	443	557	672
EBIT	591	657	777	992	1,224
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	8	13	60	0	0
财务费用	-2	2	14	35	38
营业利润	593	655	763	957	1,186
所得税	84	150	132	165	204
少数股东损益	13	24	16	19	24
净利润	520	529	630	787	973
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,057	1,105	1,600	1,627	2,100
其他流动资产	2,199	2,593	3,259	3,915	4,542
长期投资	85	64	26	26	26
固定资产合计	1,353	1,426	1,929	2,333	2,512
无形及其他资产	187	290	325	326	327
资产合计	5,308	6,077	7,680	8,748	9,982
流动负债	1,261	1,652	2,557	2,831	3,097
长期负债	88	82	134	184	234
股东权益	3,959	4,343	4,989	5,733	6,651
投入资本(IC)	2,976	3,497	4,524	5,381	5,972
现金流量表					
NOPLAT	510	516	645	823	1,016
折旧与摊销	158	178	173	238	292
流动资金增量	223	124	566	482	461
资本支出	171	201	630	630	430
自由现金流	1,062	1,020	2,014	2,174	2,199
经营现金流	390	578	231	607	870
投资现金流	(132)	(310)	(576)	(631)	(431)
融资现金流	(79)	(65)	840	52	33
现金流净增加额	179	204	495	27	473
财务指标					
成长性					
收入增长率	6.5%	18.9%	#REF!	21.3%	16.8%
EBIT 增长率	9.2%	11.2%	#REF!	27.6%	23.3%
净利润增长率	14.6%	1.7%	#REF!	24.9%	23.6%
利润率					
毛利率	36.2%	32.3%	31.8%	33.5%	34.6%
EBIT 率	11.0%	10.3%	9.9%	10.4%	11.0%
净利润率	9.7%	8.3%	8.0%	8.3%	8.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	13.4%	12.4%	12.9%	14.0%	14.9%
总资产收益率(ROA)	9.8%	8.7%	8.2%	9.0%	9.7%
投入资本回报率(ROIC)	19.8%	18.8%	17.2%	18.4%	20.5%
运营能力					
存货周转天数	71	60	60	66	67
应收账款周转天数	51	54	56	56	57
总资产周转天数	336	321	315	310	303
净利润现金含量	0.73	1.05	0.36	0.75	0.87
资本支出/收入	3.19%	3.16%	8.02%	6.61%	3.86%
偿债能力					
资产负债率	25.4%	28.5%	35.0%	34.5%	33.4%
净负债率	-19.6%	-16.5%	-7.0%	-4.0%	-8.4%
估值比率					
PE	20.0	19.7	16.5	13.2	10.7
PB	2.7	2.4	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	12.9	11.6	10.1	7.8	6.4
P/S	1.94	1.63	1.32	1.09	0.93
股息率	1.3%	0.0%	0.6%	0.8%	0.9%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现作为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		