

三季度报点评：大输液继续保持快速增长

投资要点：

1. 事件

公司发布 2012 年三季度报：公司实现营业总收入 19.05 亿元，同比增长 20.80%；归属上市股东的净利润 1.4 亿元，同比增长 30.84%；基本每股收益 0.2453 元。基本符合我们预期。

2. 我们的分析与判断

（一）、三季度净利润增速加快，大输液继续保持较快增长

今年前三季度公司净利润增速分别为 12.03%、14.94% 和 30.43%，三季度净利润增速明显加快。一至三季度净利润增速为 18.31%。

我们认为，公司三季度净利润增速加快，一方面因为去年三季度基数较低，另一方面公司大输液继续维持了较快增长。今年以来，以玻瓶招标价格见底、以及新版 GMP 强制执行大限的到来为契机，行业包材升级和集中度提升速度加快，公司塑瓶、软袋供不应求，未来大输液仍将保持快速增长的态势。

（二）、毛利率有所改善，销售费用率下降

三季度公司综合毛利率 32.63%，较二季度的 30.46% 有所提升，同比提升 0.9 个百分点。我们认为毛利率的改善主要来自大输液产品结构调整。

三季度公司销售费用率 15.49%，同比下降 1.7 个百分点；前三季度公司销售费用率 14.56%，同比下降 2.4 个百分点。

三季度公司管理费用率 6.68%，同比增加 1.4 个百分点，管理费用同比增长 30.84%，主要是员工成本增加所致；财务费用较去年同期增加 1,018 万元，增幅 151.24%，主要是由于现金折扣减少所致。

3. 投资建议

我们认为，未来两年大输液行业包材升级以及行业集中度提升速度会加快，公司作为行业龙头业绩弹性较大，预计 2012~2013 年 EPS 分别为 1.06 元、1.31 元，对应 PE 分别为 22X、17X，维持“谨慎推荐”评级。

华润双鹤（600062.SH）

谨慎推荐 维持评级

分析师

黄国珍 行业分析师

☎：(8621) 2025 2609

✉：huangguozhen@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511100004

特此鸣谢

郭思捷 ☎：(8610) 8357 4110

✉：guosijie@chinastock.com.cn

对此报告编制提供信息

市场数据 时间 2012.10.28

A 股收盘价(元)	22.88
A 股一年内最高价(元)	25.05
A 股一年内最低价(元)	12.28
上证指数	2066.21
市净率	3.07
总股本(万股)	57169.59
实际流通 A 股(万股)	57169.59
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	130.80

表 3: 华润双鹤 (600062.SZ) 财务报表预测

资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1057	1105	1582	2074	2601	营业收入	5367	6383	7707	9210	10870
应收票据	468	523	631	754	890	营业成本	3425	4321	5260	6255	7384
应收账款	648	962	1161	1388	1638	营业税金及附加	39	46	56	66	78
预付款项	209	216	263	313	369	销售费用	974	1005	1179	1409	1663
其他应收款	77	144	173	207	245	管理费用	322	365	424	507	598
存货	710	701	853	1015	1198	财务费用	(2)	2	8	6	4
长期股权投资	85	64	64	64	64	资产减值损失	24	2	2	2	2
固定资产净额	1313	1426	1467	1500	1327	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	250	401	201	(0)	50	投资收益	8	13	10	10	10
无形资产净值	178	223	206	188	171	营业利润	593	655	788	975	1150
递延所得税资产	27	24	24	24	24	营业外净收入	24	48	20	20	20
资产总计	5206	6077	6853	7789	8876	税前利润	617	703	808	995	1170
短期借款	279	387	387	387	387	所得税	84	150	173	213	250
应付票据	207	203	247	293	346	净利润	533	553	635	782	919
应付账款	361	516	628	747	881	归属母公司净利润	520	529	608	748	880
预收款项	51	58	71	84	100	少数股东损益	13	24	27	33	39
应付职工薪酬	42	44	50	58	66	基本每股收益	0.91	0.93	1.06	1.31	1.54
应交税费	69	151	151	151	151	摊薄每股收益	0.91	0.93	1.06	1.31	1.54
其他应付款	175	279	279	279	279	财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
一年内到期的非	0	13	16	19	23	成长性					
长期借款	13	0	0	0	0	营业收入增长率	7%	19%	21%	20%	18%
长期应付款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	11%	7%	22%	23%	18%
专项应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	15%	2%	15%	23%	18%
其他非流动负债	61	78	100	124	152	盈利能力					
负债合计	1280	1734	1929	2144	2386	毛利率	36%	32%	32%	32%	32%
所有者权益合计	3926	4343	4923	5644	6489	净利率	10%	8%	8%	8%	8%
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	EBITDA/营业收入	14%	13%	13%	13%	12%
净利润	533	553	635	782	919	ROE	14%	13%	13%	14%	14%
折旧与摊销	0	0	183	192	197	ROIC	12%	11%	12%	13%	13%
经营活动现金流	530	553	446	551	648	估值指标					
投资活动现金流	0	0	91	5	(45)	PE	25	25	22	17	15
融资活动现金流	0	0	(60)	(64)	(76)	P/S	2	2	2	1	1
净现金流	530	553	477	493	527	P/B	3	3	3	2	2
期初现金余额	1024	1057	1105	1582	2074	EV/EBITDA	16	15	12	10	8
期末现金余额	1553	1610	1582	2074	2601	股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

黄国珍，行业分析师。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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn