

双鹤药业（600062）：

实质整合启动 百亿目标确定

联系人：医药行业研究组

日期：2012年03月20日

www.lxzq.com.cn

3月15日，我们参加了公司2011年业绩说明会，并就公司11年经营情况与公司高管们进行了深入的交流，我们认为公司未来的投资要点主要把握以下两个方面：

1、以大输液为主的内生性增长。在大输液产能过剩以及输液价格下降的背景下，双鹤如何能做到输液的持续增长呢？从销量上看，年100亿瓶确实过量，但从产品包材以及产品类型上看，却未必如此。目前公司高毛利的塑瓶、软袋输液以及治疗性输液的比例均高于行业平均水平，而公司正是依靠包材升级和产品升级来获得二次发展。

另外，公司降压0号以及众多二线产品如替米沙坦、匹伐他汀、珂立苏、儿泻康等均取得了较快的增长，随着公司生产及营销整合的完成，这些二线产品及培育期产品中可能会出现几个过亿的大品种。

2、外延式扩张是必由之路。“用5-7年的时间，达到100亿工业收入”是公司十二规划目标。2011年工业收入34亿元，我们认为，在目前的基础上，如果仅依靠现有产品与业务，则很难达到预期目标，而通过外延式并购或许是比较迅速有效的方法，事实上，公司收购占据河南大输液市场30%份额的河南华利药业便是最有力有证明。

3、整合进入实质阶段。在华润取得北药集团的实际控制权后，对双鹤进行了大幅的整合——剥离非化药资产，其中包括北医股份以及即将剥离的长沙双鹤、山西双鹤等优质资产。因此我们大胆猜测：作为补偿，在不远的时间内，华润医药也定会将其旗下优质化药资产注入双鹤。

2011年，公司工业收入34亿，按照5-7年时间达到100亿工业收入目标来算，则未来5-7年复合增速为19.7%-30%。再通过对三九医药和东阿阿胶被华润控股后的业绩表现，我们更有理由看好公司未来的发展，而目前公司17倍的估值水平显然被低估。

一、内生增长是主线

2011年对于医药行业来说，并不算好，政策压力不断加大，行业普遍呈现增收不增利的状态。尤其是大输液行业，在去年下半年受到严重打压，行业利润空间被急剧压缩。在这样的背景下，以老产品为主的公司三大业务能否持续保持增长呢？答案是肯定的。2011年，除内分泌下滑18%外，其余均实现良好增长。大输液销售10.25亿瓶，同比增长15.2%；0号销量完成10.4亿片，同比增长10.1%；儿科产品珂立苏、小儿氨基酸皆实现60%以上的增长。

1、大输液仍可信赖

在大输液产能过剩以及输液价格下降的背景下，双鹤如何能做到输液的持续增长呢？首先从价格上看，去年下半年价格竞争非常惨烈，有许多中小企业因不堪压力而选择退出，可以说目前价格已经到底，未来将逐步回归理性；从销量上看，行业年100亿瓶销量产能的确过剩，但从产品包材以及产品类型上看，却未必如此。据初步了解，12年1-2月份，公司塑瓶与软袋同比增速超过50%，玻璃瓶继续大幅下滑，输液总量量增超30%。

1) 包材升级

根据输液瓶的材质，一般分为玻璃瓶、塑料瓶和软袋三大类。三种材质输液各有优缺点，但总体上呈现出：软袋优于塑瓶、塑瓶优于玻瓶的态势。目前市售的大输液产品中，玻璃瓶的占比不断下降—从2005年的76%下降到2009年的44%；塑瓶和软袋的份额则不断提高—由2005年的13.2%提高到2009年的36%，其中塑瓶增速最快。

图表1 大输液包材类型与优缺点

	玻璃瓶	塑瓶		软袋		
		普通	三合一	普通	817软袋/直立式	双管双阀
运输	重、易碎	轻、易运输	轻、易运输	轻、易运输	轻、易运输	轻、易运输
成本	低	中	中	高	中	高
安全性	低	中	高	高	高	高
定价	低	中	高	高	高	高
是否需空气回路	是，易二次污染	是，易二次污染	是，易二次污染	否	否	否
临床使用习惯	习惯	习惯	习惯	不习惯	习惯	不习惯

数据来源：公司公告、联讯证券投研整理

公司目前积极推广的817软袋产品与科伦药业的直立式软袋类似，已获得三项实用新型专利以及发明专利，该产品成本接近于塑瓶，但定价却接近于软袋，即拥有塑瓶的低成本和软袋的高定价，因此相较于普通塑瓶和软袋，优势十分明显。817软袋现有产能7100万袋，年底可达1.5亿袋，目前817软袋已在苏、浙、皖等多地中标。

公司投资4亿元从德国引进了4条吹灌封三合一塑瓶输液生产线，总产能1亿瓶，已分别组装到武汉和沈阳两个基地，目前可利用产能5000万瓶，预计12年底全部达产。由于该生产线实现了塑瓶成形、灌装、封口的全程自动化操作，质量标准显著高于其它标准，将享受单独定价。预计三合一塑瓶今年下半年上市，年销售目标2000万瓶。

我们的观点：817软袋和三合一塑瓶是公司差异化营销产物，公司通过另立标准获得单独定价或者高定价，从而获得市场的认可。如青岛华仁药业通过双管双阀软袋获得单独定价权，使得公司输液产品毛利率显著高于其它企业。我们认为，817软袋和三合一塑瓶将成长为公司大输液业务的主力军，并稳固公司在在大输液领域的龙头地位。

图表2 华仁药业毛利率显著高于其它

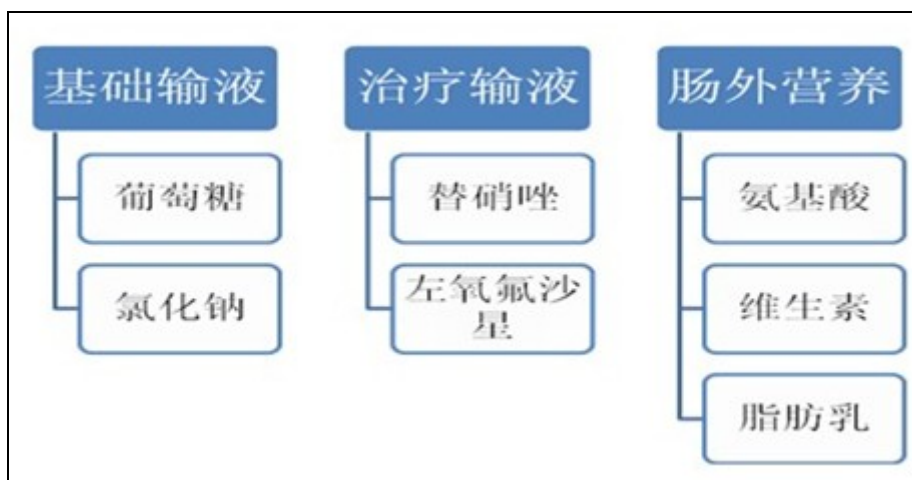
企业	2011	2010	2009	2008	2007
华仁药业	57.45%	57.01%	57.05%	53.01%	45.61%
科伦药业	46.44%	42.07%	39.00%	36.90%	37.20%
双鹤药业	40.49%	40.80%	38.00%	37.00%	38.00%

数据来源：公司公告、联讯证券投研整理

2) 产品升级

根据输液用途分类，大输液又可以分为基础性输液、治疗性输液和肠外营养输液三大类。基础性输液主要以糖盐水为代表，竞争非常激烈。而以替硝唑为代表的治疗性输液和以氨基酸为代表的肠外营养性输液则面临较大的发展机遇。

图表3 大输液按用途分为三大类

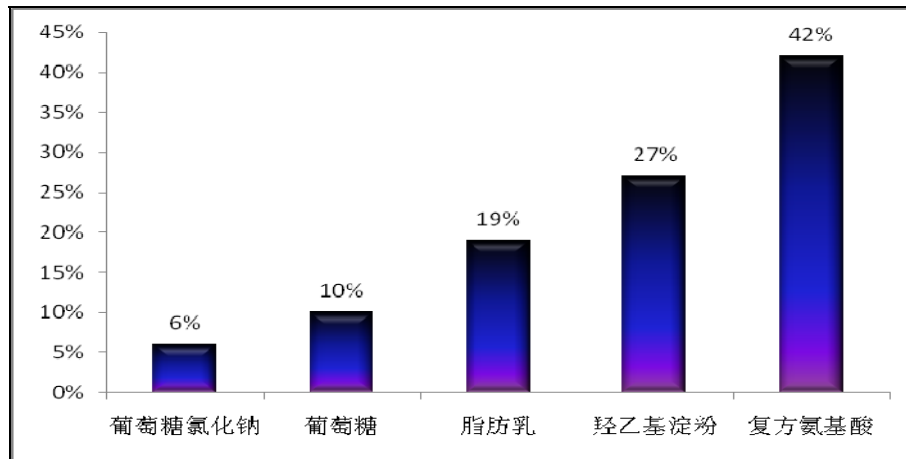


数据来源：联讯证券投研整理

公司非基础输液主要包括利复星、果糖、羟乙基淀粉、小儿氨基酸以及肾科腹膜透析等众多产品。果糖与羟乙基淀粉是公司近几年推出的产品，上市伊始就保持了快速的增长势头，2011年，治疗性输

液占公司大输液收入的比例为20%，销量也从2010年的2500万瓶迅速增长至5200万瓶，同比增长105%。随着公司产品整合的完成，未来增速非常值得期待。

图表4 2005-2010年样本医院部分大输液品种年复合增长率



数据来源：PDB、联讯证券投研整理

2、新老产品合理搭配

除大输液外，公司产品包括降压0号、糖适平、硝普钠等老产品，也包括众多二线产品如替米沙坦、匹伐他汀、珂立苏、儿泻康等。2011年，珂立苏、小儿氨基酸增速均超过60%，随着公司生产及营销整合的完成，这些二线产品及培育期产品中可能会出现几个过亿的大品种。

降压0号是公司经营30多年的老产品，通用名为复方利血平氨苯蝶啶片，用于轻、中度高血压的治疗。自1996年上市以来，以优越的性价比和安全长效的特点在抗高血压市场傲视众多国内品牌，多年来都保持了很高的销售量，并且以较低的日均消费被誉为“中国最经济的降压药”。2011年销量达10.4亿片，实现收入6.85亿，同比增长9.2%，近三年平均增速为8.9%，作为一个成熟产品稳定的为公司带来利润，预计2012年销售12.5亿片。

糖适平，通用名为格列喹酮，由万辉双鹤与德国勃林格殷格翰合作生产，主要适用于非胰岛素依赖型降糖用药。糖适平历史最高销售额达2.3亿，后由于万辉双鹤与总部整合等因素影响，2011年下滑18%。但是整合完成后，糖适平覆盖医院数量将由原来的500家增至2000家，因此未来两年的增长将十分可观，预计12年可达历史最好成绩。

匹伐他汀是一个潜在的“超级他汀”，由日产化学原研，2003年首次上市，2009年日本市场销售额4.4亿美元，并且获得FDA的批准。其低剂量降LDL-C疗效与十倍剂量的阿托伐他汀相似，且对糖尿病合并高胆固醇血症的患者更为有效，与辛伐他汀、洛伐他汀、阿托伐他汀相比，虽然都能剂量依赖性的降低TC，但本品效果最好。公司于2004年开始仿制，并于2008年获得SFDA批准，成为国内首家拿到原料药和制剂生产批文的药企。目前产品尚处于市场培育期，预计12年可放量。

二、外延式扩张或是必由之路

“用 5-7 年的时间，达到 100 亿工业收入”是公司十二规划目标，公司领导也一再表示，100 亿工业收入绝非空话。2011 年公司完成工业收入 34 亿元，我们认为，在目前的基础上，如果仅依靠现有产品与业务，则很难达到预期目标，而通过外延式并购或许是比较迅速有效的方法，事实上，公司收购占据河南大输液市场 30% 份额的河南华利药业便是最有力有证明。

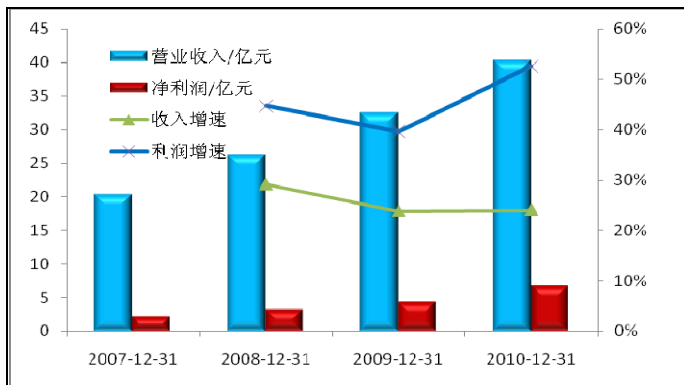
在大输液日趋竞争激烈的背景下，外部并购或许是迅速占据区域市场的最佳策略。一直以来，双鹤药业都是大输液领域最具优势的企业之一，而公司也不可能放弃该项业务，既然如此，继续保持优势地位的唯一方法就是做强做大，在目前的行业状态下，外部并购才是最佳发展策略，而收购河南华利制药或许只是一个开始。

图表5 科伦与双鹤并购事件对比分析

时间	科伦并购对象	时间	双鹤并购对象
2008 年 2 月	辽宁民康	2008 年 6 月	神州制药
2010 年 8 月	安阳大洲药业	2011 年 11 月	上海长富金山
2010 年 11 月	浙江国镜药业	2011 年 12 月	河南华利制药
2010 年 12 月	广东庆发药业	-	-

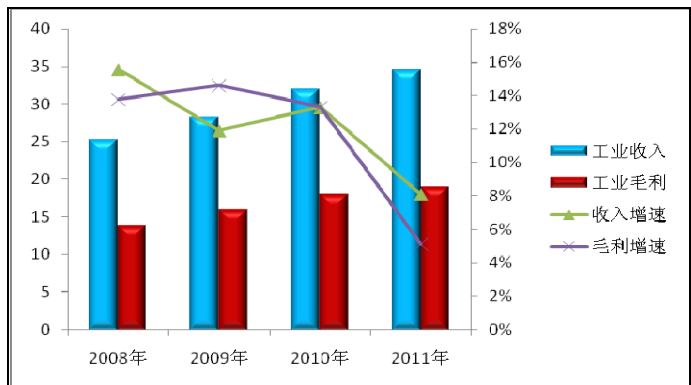
数据来源：公开资料、联讯证券投研整理

图表6 科伦近四年成长分析



数据来源：公司公告、联讯证券投研整理

图表7 双鹤近四年成长分析



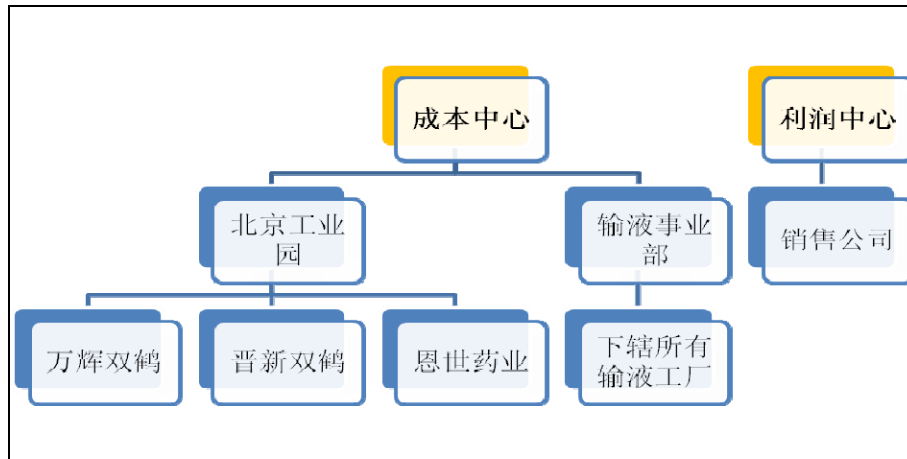
数据来源：公司公告、联讯证券投研整理

从科伦与双鹤的成长分析，外部并购对两家大输液企业的发展起到重要的作用。科伦通过连续的并购实现了公司的持续快速增长；而双鹤只是在 08 收购神州制药后增速较高，之后工业增速就呈缓慢下滑趋势。通过此分析，我们认为，双鹤药业 2011 年底的两笔并购可能会对公司今明两年的业绩产生积极的影响。

三、整合进入实质阶段

2011年是公司资源整合年。华润实际控股后，公司在管理体制上进行了一系列的改革，并成立了营销事业部、北京工业园和输液事业部，其中营销事业部下设六条业务线，由总部直接管理。公司生产业务以北京工业园和输液事业部为两大平台，将子公司北京万辉双鹤、山西晋新双鹤与沈阳恩世药业的生产业务全部并入北京工业园管理体系；输液生产业务仍由输液事业部统管各生产工厂。生产工厂逐渐成为质量和成本中心，销售单元成为利润中心。

图表 8 双鹤整合后的组织架构



数据来源：公司公告、联讯证券投研整理

根据华润医药的管理方式——工业商业分离、同类业务合并，这从华润接手三九医药后的运作中便可见。华润三九被定位为华润医药的中药产业平台后，不断剥离不相关业务和注入中药企业。对于双鹤药业来说，在将双鹤高科和北药股份剥离后，公司作为华润医药化学药产业平台的定位已经十分清晰。

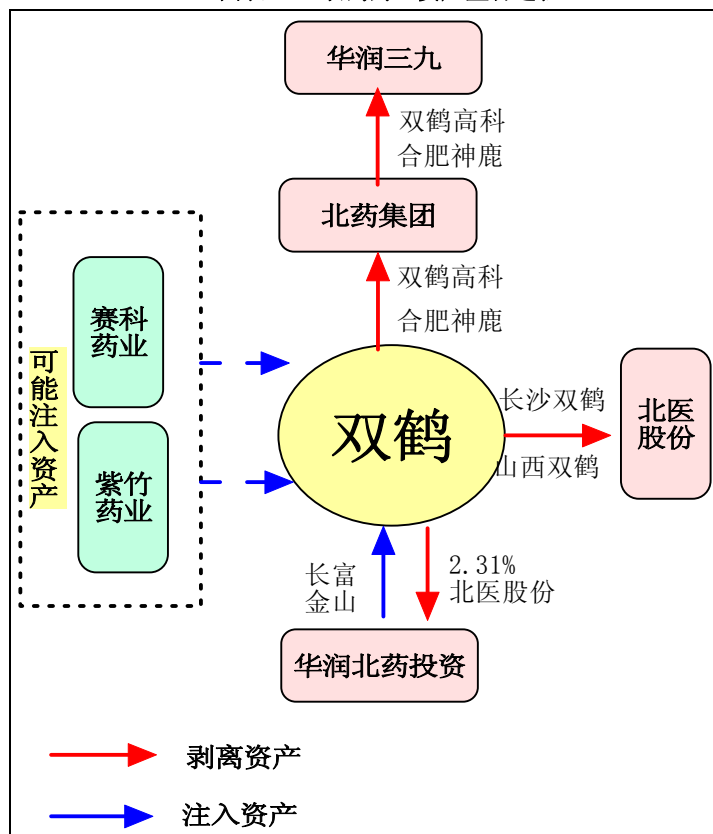
图表 9 华润控股三九医药后运作频繁

时间	华润三九资本运作
2008年5月	收购山东三九 55%股权
2008年6月	收购湖南三九南开制药 78%股权
2009年4月	收购安徽金蟾生化 83.68%股权
2009年4月	收购金蟾技术 81.36%股权
2009年4月	收购上海百安(南昌)制药 100%股权
2009年5月	收购三九黄石制药厂 100%股权
2009年7月	转让汉源三九食品 55%股权
2009年12月	转让三九连锁 100%股权
2011年10月	收购北京双鹤高科天然药物公司 100%股权
2011年11月	收购合肥神鹿双鹤药业 100%股权
2011年12月	收购辽宁华源本溪三药 100%股权
2012年1月	收购北京北贸天然药物公司 100%股权

数据来源：公司公告、联讯证券投研整理

尽管华润早在 2006 年就取得了北药集团 50% 的股权，但却不具有实际控制权，直至 2011 年 11 月份华润医药取得北药集团的全部股权后，华润医药才实质控股了双鹤，北药集团才真正进入华润时代。之后，华润在对双鹤进行管理体制改革的同时，又着手剥离非化药资产，其中包括北医股份以及即将剥离的长沙双鹤、山西双鹤等优质资产。因此我们大胆猜测：作为补偿，在不远的时间内，华润医药也定会将其旗下优质化药资产注入双鹤。

图表 10 双鹤药业资产整合进程

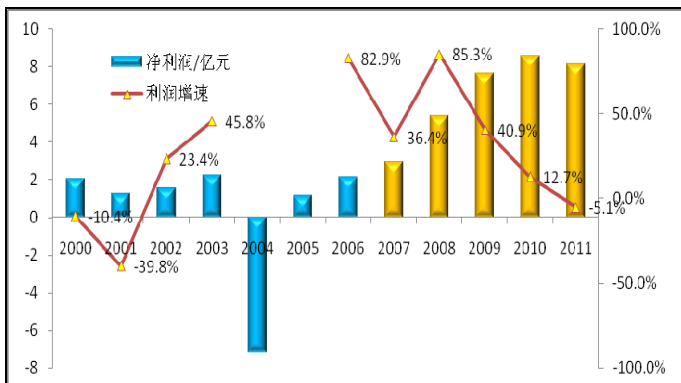


数据来源：公司公告、联讯证券投研整理

华润医药旗下主要企业包括四家上市及非上市企业，非上市为北医股份、赛科药业、紫竹药业、上海医疗器械。从华润医药的定位分析，目前，华润医药已将旗下几乎所有中药资产注入三九，中成药产业的整合基本完成；万东医疗与上海医疗器械集团之间的整合，也一直被市场寄予厚望；而双鹤药业整合同为化学药企业的赛科与紫竹似乎也顺理成章。而且三家企业的产品不存在竞争关系，整合后可以在大输液、心脑血管、生殖健康、泌尿和内分泌等多个领域占据统治地位。当然也有人提出不同意见，认为太过想当然。但是从另一角度分析，按照公司预期的增速，2017 的销售约为 82 亿元，如果再加上紫竹与赛科药业两者的收入，恰好基本可以达到百亿工业收入的目标，这或许是公司领导对 5-7 年内实现百亿工业收入信心十足的重要原因，特别是在华润实际控股北药后，整合的进程或许会更加顺畅。

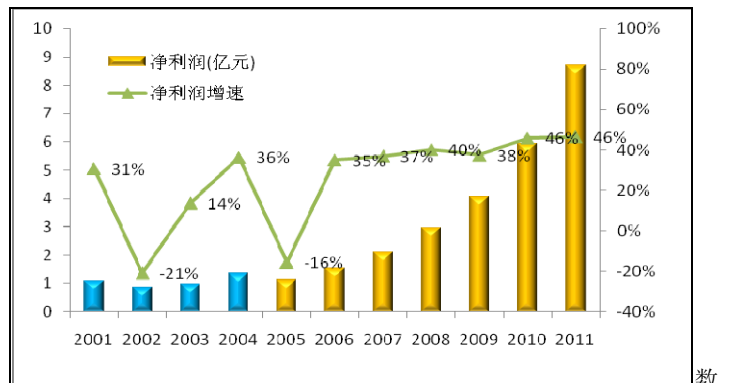
2011年，公司工业收入34亿，按照5-7年时间达到100亿工业收入目标来算，则未来5-7年复合增速为19.7%-30%。再通过对比三九医药（10及11年业绩受药材价格疯涨所累）和东阿阿胶被华润控股后的业绩表现，我们更有理由看好公司未来的发展，而目前公司18倍的估值水平显然被低估。

图表11 华润控股三九医药后净利润快速增长



数据来源：公司公告、联讯证券投资研整理

图表12 华润控股阿胶后净利润快速增长



数据来源：公司公告、联讯证券投资研整理

5、盈利预测

我们看好公司在未来大输液包材和产品升级过程中的表现，看好华润实质控股后，公司在未来几年的表现。预计公司2012/2013、2014年EPS分别为1.06/1.20/1.39元，目前股价对应11/12/13年PE为16/14/12，鉴于公司未来确定的增长和强烈的整合预期，我们认为价值被低估，首次给予公司“增持”评级。

4、风险提示

- 1) 大输液降价与整合进度较慢
- 2) 系统性风险

图表13 公司盈利预测表

利润表(百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	6383.40	7297.89	8270.69	9380.70
营业成本	4321.47	4904.18	5516.55	6238.17
营业税金及附加	46.05	52.54	59.55	67.54
销售费用	1004.52	1145.77	1398.60	1586.30
管理费用	364.65	415.98	472.26	535.64
财务费用	1.64	2.19	8.27	9.38
资产减值损失	2.33	0.00	0.00	0.00
投资收益	12.51	4.00	4.00	4.00
公允价值变动损益	0	0.00	0.00	0.00

营业利润	655.22	781.23	819.47	947.67
营业外收入	70.65	40.00	40.00	40.00
营业外支出	22.88	20.00	20.00	20.00
利润总额	702.99	801.23	839.47	967.67
所得税费用	150.47	170.66	125.92	145.15
净利润	552.52	630.56	713.55	822.52
少数股东权益	23.52	24	26	30
归属于母公司净利润	529.00	606.56	687.55	792.52
EPS	0.93	1.06	1.20	1.39

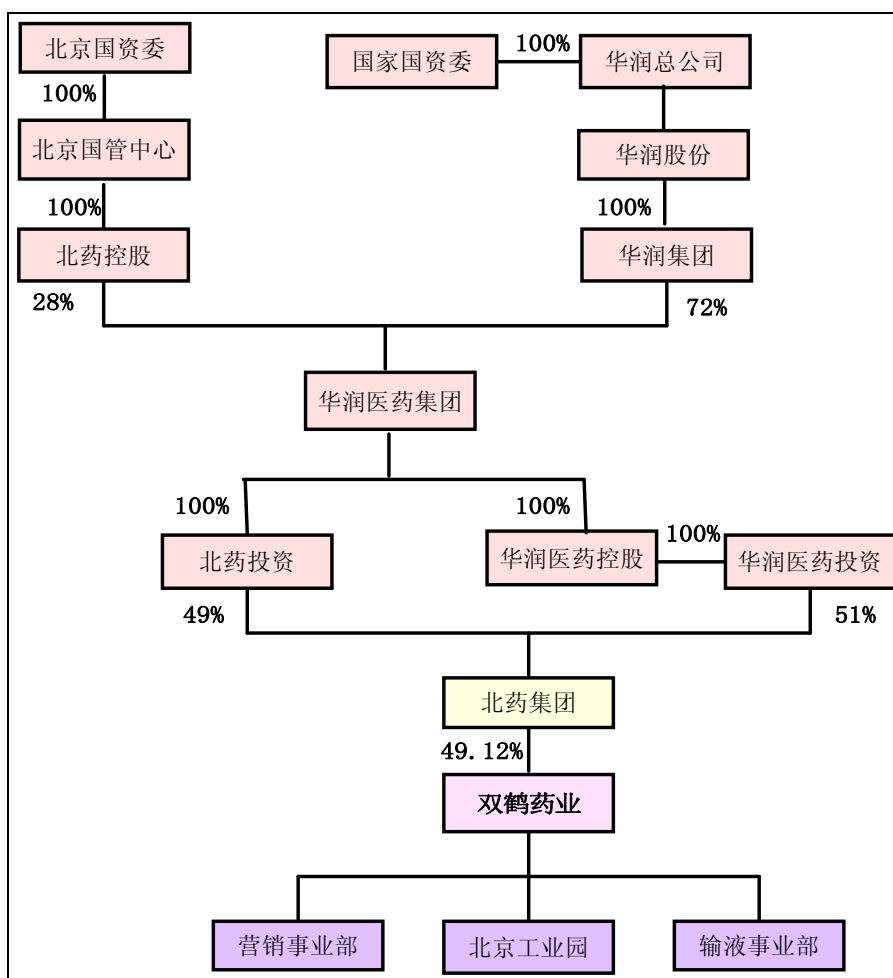
数据来源：联讯证券投研整理

公司简介

双鹤药业公司主要业务为大输液、心脑血管及内分泌三大类，公司名牌产品包括降压0号、利复星、糖适平、儿泻康等。2011年公司实现主营业务收入63亿元，同比增长18.87%，其中工业收入34.5亿元，商业收入28.5亿元。

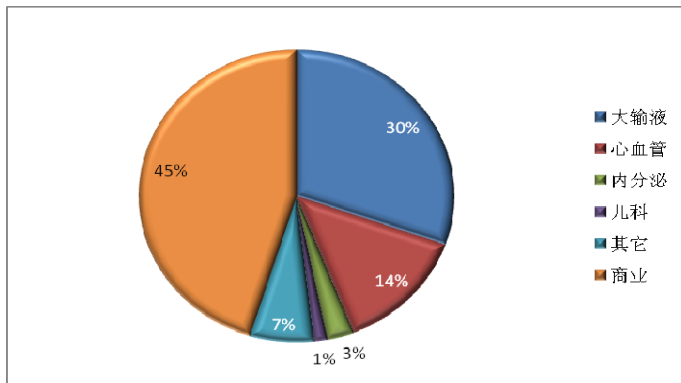
公司前身为北京制药厂，与赛科药业（二厂）、紫竹药业（三厂）及万东医疗同属北京医药集团。华润医药通过收购华源医药间接获得了北药集团50%的股权，公司目前实际控制人为华润医药，董事长卫华诚兼任华润医药副总裁。

图表14 公司股权结构



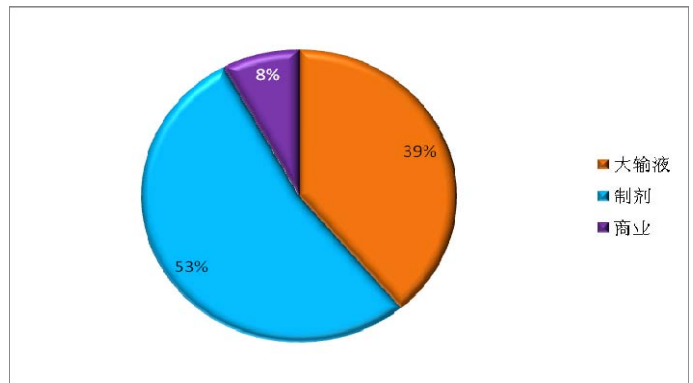
数据来源：联讯证券投研整理

图表15 2011年公司各项业务收入占比



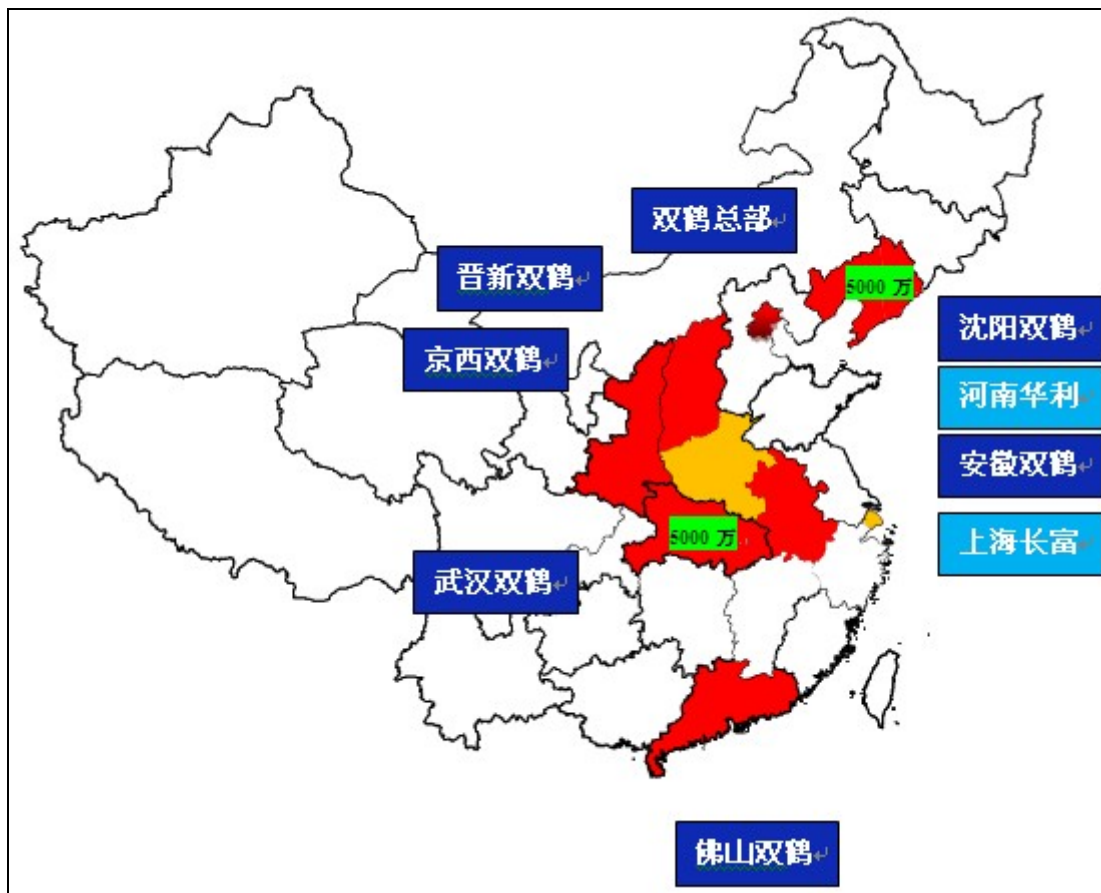
数据来源：公司公告、联讯证券投研整理

图表16 2011年各项业务毛利占比



数据来源：公司公告、联讯证券投研整理

图表17 公司生产基地分布图



数据来源：公司公告、联讯证券投研整理

信息披露

本资料清晰准确地反映了编撰者的研究观点。编撰者本人不曾因，不因，也将不会因本资料中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇资料，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本资料由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本资料的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的资料均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本资料基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改资料中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求资料内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和编撰者无关。在本公司及编撰者所知情的范围内，本机构、编撰者本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本资料而引致的任何直接或间接损失负任何责任。