



放飞百亿梦想，关注资产整合

——双鹤药业调研简报

最新评级：谨慎推荐（首次）

市场数据： 2010年5月14日

上证综合指数 2696.63

深圳成分指数 10330.14

沪深300指数 2868.02

沪深成交金额 1452.8 亿

报告时间： 2010年5月14日

报告类型： 调研报告

研究员： 张宏斌

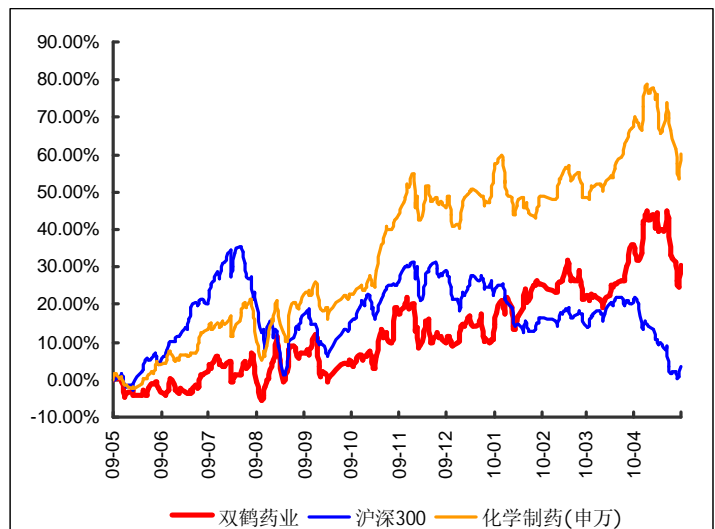
电话： (0351)4131415

E mail: zhanghb@dtsbc.com.cn

地址： 山西·太原·青年路8号

邮编： 030001

网址： <http://www.dtsbc.com.cn>



■ 事件

近日，我们参加了双鹤药业业绩说明会，通过与公司高管的交流和沟通，我们对公司目前的生产经营情况以及双鹤未来的发展规划有了进一步的了解。

■ 点评

公司是国内化学制药的领军企业

双鹤药业是国内化学制药龙头企业，公司主营业务涵盖新药研发、原料药及制剂生产、医药销售等多个领域，目前业已形成以北京为主的分布在华东、中南、西北、华北、华南、东北等地的制造基地，具有完善的销售及分销网络，连续多年稳居中国医药企业前十。多年来公司致力于打造国内大输液、心脑血管、内分泌三大领域的第一品牌。双鹤药业的“十二·五”期间总体战略要点中提出：自2010年起，用五至七年的时间实现百亿元工业销售收入，商业保持稳定发展，利润增长水平高于行业平均水平，总资产报酬率及净资产收益率达到行业优秀水平。

大输液业务保持快速增长，行业集中度有望进一步提升

09年公司大输液实现收入约为13亿元，同比增长11%，其中玻瓶销量下降14%，塑瓶销量上升27%，而塑袋销量增长33%，大输液业务收入增速较07、08年有所放缓，其主要原因在于近年来国内大输液市场竞争日趋激烈，尤其是塑瓶价格战已有愈演愈烈的趋势。今年一季度大输液实现收入3.5亿元，同比增长30.8%，其增速有所回升，其中玻瓶销量同比下降5.8%，塑瓶销量上升64%，而塑袋销量增长76%。公司塑袋目前处于供不应求的情况，多数生产线正在满负荷运转，公司仍有扩产的计划。

公司目前积极推广的817软袋产品（基本属于“塑瓶的成本，塑袋的价格”）以获得三项实用新型专利以及发明专利，用于对抗四川科伦的直立式软袋。此外，公司投资1亿元引进4条德国三合一输液生产线，三合一作为独立于玻瓶、塑瓶以及塑袋之外的标准，其实现了生产过程完全无菌，具有特殊的定价权。

公司大输液全国布局业已完成，目前各省招标情况较好，此外，09年下半年公司大输液打入四川、重庆等西南地区，直接进入公司最大竞争对手科伦的腹地，由于西南地区基数较低，因此其上升势头最为迅猛。

我们认为，随着新医改的不断深化，第三终端市场需求将得到大幅释放，预计整体市场规模仍将保持两位数的增速。对于未来大输液市场竞争格局，公司认为，随着大输液市场价格战的持续进行以及新版GMP的实施，大部分小企业将被市场所淘汰，行业集中度必将提高。

降压0号受益于基本药物目录，下半年有望放量

降压0号是公司的拳头产品，是由四种药物配伍使用，一日一片，具有平稳降压、疗效确切、长效、安全、副作用小、应用方便、药价低廉等优点，有着广泛的市场和良好的口碑。09年降压0号共销售约9亿片，实现销售收入6亿，增速为14%。今年一季度降压0号销量达到3.2亿片，实现收入2.1亿元。公司降压0号仅有一家规模较小的竞争对手，基本可算是独家入选基本药物目录的产品，随着公司针对社区医生和县乡医生为主的两网建设的进一步推广以及秋冬季节心脑血管发病率季节性上升，下半年降压0号有望出现放量，我们认为，降压0号销量将可能达到11亿片。

新品种实现快速增长，后续产品值得期待

09年公司新品种实现了快速增长，其中盈源收入达到3800万，同比增长64%；卜可同比增长131%；一君实现收入2900万，同比增幅约为200%；儿泻康销售收入同比增长33%；果糖收入略少于2000万，同比增长139%。整体新品实现销售收入同比增长111%，成为公司新的利润增长点。一季度盈源以及果糖等新品种仍保持50%以上的快速增长，此外公司预计一君今年能

够做到 6000 万以上，明年有望过亿。公司正在加大力度推广这些新品，我们了解到，从 5 月 1 日开始，公司共投入 3000 万在 6 家省级电视台打广告，主推儿泻康等品种。公司非常看好这些新品种未来的发展前景，其中的 2-3 个品种有望在未来 5 年内做到 2 亿。

公司另一个重磅品种“冠爽”（匹伐他汀钙）下半年开始中试，公司正在争取让“冠爽”进入各省医保，到今年年底该产品有望进入 10 个省医保目录。

公司未来 3 年新产品不断，年内有望拿到环脂红霉素和依达拉奉的批文，而定位于高端、起效较快的降压 1 号进展也较为顺利，此外公司在研产品多达 30 余个。

医药商业盈利能力有所提高，规模将有所控制

作为公司主要商业业务平台的长沙双鹤目前是湖南省排名第一的配送商，拥有 9 个配送站，19000 余个终端，公司打算再建 5 个配送站。长沙双鹤基药配送毛利率约有 14% 的水平，而平常仅有 4% 的水平，因此长沙双鹤盈利能力将有所提高，然而由于基药配送回款周期较长，公司有意控制长沙双鹤商业规模，从而进一步提高公司整体的毛利水平。

“十二·五”规划：5-7 年实现百亿工业销售收入

双鹤药业的“十二·五”期间总体战略要点中提出：自 2010 年起，用五至七年的时间实现百亿元工业销售收入。公司对于实现百亿工业销售收入信心十足，未来 5-7 年内，公司大输液收入 30 亿，心脑血管收入 30 亿，内分泌收入 8 亿，公司现有产品收入将达到 74 亿，同时公司将积极寻求并购，百亿工业销售收入的目标基本可以实现，净利润将达到 12 亿-14 亿的水平。

华润入主北药带来资产整合的想象空间

对于华润入主北药对公司的影响，公司表示这是集团层面的事情，暂时对公司影响不大。我们认为，华润入主北药后，将采取与华润三九和东阿阿胶相似的管理策略，未来也存在资产整合的可能，这将提升双鹤的估值水平。

投资建议

我们预计公司未来三年有望继续保持快速增长，2010-2012 年的每股收益分别为 1.05 元、1.31 元和 1.58 元，对应的 PE 分别为 26.7 倍、21.4 倍和 17.7 倍。考虑到公司在国内化学制药的龙头地位，再加上华润入主北药后将给公司带来的积极影响，我们认为公司股价有所低估，首次给予双鹤药业“谨慎推荐”的投资评级。

大同证券投资评级的类别、级别定义:

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内, 股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内, 股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内, 股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内, 股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准,“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内, 行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内, 行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内, 行业指数表现弱于市场基准指数

注1: 公司所处行业以交易所公告信息为准

注2: 行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3: 基准指数为沪深300指数

免责声明:

- 1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息, 但大同证券不能保证其准确性和完整性, 因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、此报告仅做参考, 并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法, 并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明:

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。