

双鹤药业 (600062) 西药

—稳健有余，期待成长

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 29.28 元

投资要点:

大输液受益基层市场扩容和招标进入新的地区，增速将保持两位数

公司大输液全国布局业已完成，目前各省招标情况较好。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。今年一季度输液整体收入和利润都是 30% 的增长，其中广州和福建为新增市场，贡献较大。

公司 08 和 09 年已经提前布局，进行产能的扩充，10 年预计新增 1 亿多产能，总产能达到 10 亿左右。新增的产能均为塑瓶。公司目前积极推广的 817 软袋产品，用于对抗四川科伦的直立式软袋。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，公司正在申请特殊定价权，有望得到批准，因为是非常符合国家倡导理念——高技术，一条生产线引进成本 5000 万左右，预计使用时间会比较长，现在到国内已经开始调试。一条线大概 1 亿瓶。

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，预计公司整体市场规模仍将保持 15% 左右的增速。

大输液行业的整合

与国外发达国家大输液成熟市场高度集中的突出特点不同，我国大输液市场基本上还处于市场成熟的前期阶段，大输液生产企业比较分散。截止到 2007 年 6 月，国家药监局共批准 397 家企业大输液生产企业通过 GMP 认证，2008 年我国输液行业前十强企业生产集中度约为 48.4%。

欧美日等国的大输液行业市场集中现象非常明显，输液生产企业数量少、规模大，如美国的百特公司占据了全美 80% 的输液市场；在欧洲，大输液市场基本上被费森尤斯、贝朗、百特克林泰克和法玛西亚四大公司占领；在日本，大冢公司占有 50% 左右的市场份额。因此虽然大输液行业产品升级的陆续完成，我国大输液行业必将进入大举整合的

2010 年 5 月 31 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	29.90/19.52
上证指数/深圳成指	2655.77/10495.65
50 日均成交额(百万元)	99.84
市净率(倍)	4.82
股息率	0.80%

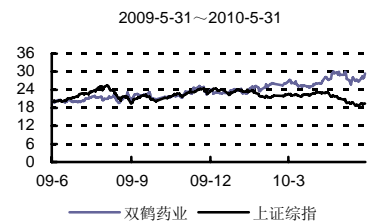
基础数据

流通股(百万股)	318.24
总股本(百万股)	571.70
流通市值(百万元)	9318.05
总市值(百万元)	16739.26
每股净资产(元)	6.07
净资产负债率	34.06%

股东信息

大股东名称	北京医药集团有限责任公司
持股比例	49.12%

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员:	刘晓明
执业证书编号:	S0020109021253
电话:	021-51097188-1931
电邮:	liuxiaoming@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电话:	(86-21) 51097188-1952
电邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地址:	中国安徽省合肥市寿春路 179 号 (230001)

阶段。但由于公司短期内没有再次并购的计划，因此此项业务将分享行业第三终端释放的增长，不会分享整合带来的外延式增长。

降压 0 号受两网建设，下半年有望继续放量

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。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，目前公司覆盖的县已达 600 个左右，每个县均有专门的销售人员负责；预计随着医改进程的不断展开，公司的营销网络仍将进一步扩大和深化，并将有利保障降压 0 号在未来的增长。加上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 10.2 亿片。同时，新基本药物目录已经将北京降压 0 号纳入其中；最高零售指导价仍然在每片 1 元左右。

新品种已过培育期，开始实现快速增长

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%；果糖收入接近 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。一季度珂立舒 593 万，增长 64%，氨基酸系列 540 万增长 267%，果糖卖接近 500 万 增长 587%。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，其中的 2-3 个品种有望在未来 5 年内做到 2 亿。

但是这些产品所能贡献的收入和利润占公司整体的收入和利润的比例还都不大，因此不会跟公司整体业绩带来很大的弹性。

高端品种仍在培育，短期内贡献利润有限

公司的心脑血管类药物总新产品匹伐他汀钙片和替米沙坦，两者均为高端用药，其中匹伐他汀钙片是国内首个上市品种，需要一定的时间才能被市场接受，预计 2-3 年之后可能成为公司的新的利润增长点；替米沙坦近年来在医院用药的金额不断升高，势头良好，但此类高端产品的营销网络和原有产品有所不同，因此建设网络仍需时间，估计其贡献业绩也需假以时日。但这些产品的投放市场，是公司向高端用药市场进军的重要尝试。是我们期待公司未来成长的动力所在。

公司未来发展战略

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。公司计划到 2015 年实现心脑血管收入 30 个亿，大输液收入 30 个亿，内分泌 8 个亿，工业收入达到 74 亿元，净利润达到 12-14 个亿，相比 2010 年增长 140%。

调研结论

我们认为公司近期利润的主要增长点在于降压 0 号在基层的持续放量，以及公司小产品的快速增长，而大输液产业调整进度则有待观察。华润医药通过控股北药集团控制双鹤药业。华润的入主极有可能使双鹤药业成为其化学药平台，但是目前只给公司估值提升带来想象空间，不构成实质性的利好。我们会持续跟踪公司的战略调整和集团对其的定位。

盈利预测与估值

预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为：1.02、1.25、1.50 元。（假设公司工业主要产品的增速保持或不低于 09 年的水平，商业收入利润维持 09 年的水平，所得税率 17%）。按照报告期收盘价 29.06 元，2010 年业绩对应估值为 28 倍，估值合理，给予“推荐”评级。

表 1 公司未来 3 年利润表预测

单位：百万	2010E	2011E	2012E
营业收入	5,507	6,070	6,666
营业成本	3,575	3,851	4,146
营业税金及附加	33	36	40
销售费用	881	971	1,067
管理费用	308	340	373
财务费用	0	0	0
资产减值损失	9	10	11
营业利润	700	861	1,029
营业外收入	31	35	38
营业外支出	10	12	13
利润总额	721	884	1,054
所得税	123	150	179
净利润	599	734	875
少数股东损益	17	18	20
归属母公司净利润	582	715	855
总股本	571.1	571.1	571.1
EPS(元)	1.02	1.25	1.50

附注：

华润集团战略重组北药集团

华润集团于4月2日与北京市政府正式签署了《关于共同发展医药产业和微电子产业的战略合作框架协议》，作为央企之一的华润集团核心业务包括日用消费品制造与分销、地产及相关行业、基础设施及公用事业三大领域。根据华润集团的战略规划，到2013年再造一个规模相当的新华润，即总资产规模要达到3000亿，净利润超过200亿，各项指标都要翻一番。地产方面，国资委已经要求央企退出，医药是华润集团重点发展的方向。

- 北药的战略整合方面，双鹤是化学药和生物制剂的平台。北药集团承担的6个国家新药创制重大专项正式启动，4个项目入选国家科技支撑计划，其中包括旗下公司双鹤药业与韩国LG生命科学公司的降糖新药项目，中国医药研发中心与日本日东电工公司抗肿瘤新药项目等都有望成为未来拉动公司增长的引擎。
- 华润入住对公司经营机制的影响，双鹤药业横跨大输液、心脑血管、糖尿病三大领域，目前最为致命的是国有僵化的管理体制，华润的强势介入有望从根本上改变公司的运行机制。

表2. 华润集团旗下医药平台估值情况对比

	相对于09年市盈率	10年动态市盈率	备注
华润三九	37.94	30.85	经营改善
东阿阿胶	57.06	39.35	经营改善+资源稀缺
万东医疗	51.68	59.88	同上海医疗器械集团整合预期
双鹤药业	34.47	26.48	体制僵化，向上空间比较大

表 3. 2009 年基本药物目录降压 0 号零售指导价格

产品	规格（片）	单位	价格	单价
复方利血平氨苯蝶啶	30.00	盒（瓶）	28.8	0.96
复方利血平氨苯蝶啶	10.00	盒（瓶）	10.0	1.00
复方利血平氨苯蝶啶	20.00	盒（瓶）	19.5	0.98
复方利血平氨苯蝶啶	24.00	盒（瓶）	23.2	0.97

国元证券投资评级体系:

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn