

双鹤药业 (600062) 西药

—华丽转身 起飞在即

投资评级 强烈推荐 公司评级 A 收盘价 30.73 元

投资要点:

近期我们与公司高管进行了交流, 结论如下:

1. 药品降价对公司影响不大

近期发改委对药品最高零售价进行了调整, 涉及公司 8 个品种 17 个规格的药物, 其中大输液品 7 个品种 15 种规格主要是公司在北京地区销售的单独定价品种, 由于这些产品在整个销售比重很低, 仅有 7-8%; 而且限制的是最高零售价, 目前市场上执行的价格本来就低于原先的最高零售价, 对出厂价格影响会更小。

2. 公司完成大输液的全国布局

公司目前拥有北京双鹤、晋新双鹤、安徽双鹤、京西双鹤、沈阳双鹤、佛山双鹤、滨湖双鹤和新民双鹤八大输液生产基地, 基本完成全国的覆盖, 预计 2010 年大输液产能将超过 9 亿瓶袋。特别是新收购的佛山生产基地, 产品供不应求; 武汉滨湖基地新增两条吹灌封一体的生产线, 增加产能 5000 万瓶, 预计明年年初投产; 新民基地将新增产能 1 亿瓶, 预计明年年底投产。

公司目前输液产品结构合理, 玻瓶、塑瓶和软袋的比例为 31: 55: 14, 毛利率分别为 28%、42%和 40%, 年底玻瓶的比重可能会降到 30% 或以下, 产品综合毛利率会有进一步提升。

公司目前输液市场占有率 10%左右, 科伦药业为 28%左右, 未来行业集中度仍会大幅提高, 作为行业的两个龙头企业, 二公司目前关系良好, 处于良性竞争状态, 未来发动价格战的可能性不大。国内大输液需求增速预计在 6-8%, 随着行业集中度的提高, 具有规模优势的企业将显著受益, 预计公司今年大输液同比增长 20%左右, 收入会达到 14 亿元, 未来几年仍将保持 15-20%的增长。

3. 心血管药物领域将成为公司未来的发展重点

北京 0 号降压片今年会超过 10 亿片, 较去年同期的 9 亿片增长超过 10%, 产品毛利率维持在 80%左右, 预计未来 5 年该产品仍将保持 10% 左右的增长。目前该药物出厂价为 0.66 元/片, 零售价为 0.92 元/片, 价格不高, 作为基药目录中的独家品种, 预计未来降价幅度有限。产品舒血宁今年销售额预计超过 2 亿, 毛利率为 50%左右; 硝普钠的销售额少于 1 亿。

2010 年 12 月 16 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	34.01/22.63
上证指数/深圳成指	2911.41/12829.36
50 日均成交额(百万元)	143.95
市净率(倍)	5.06
股息率	0.76%

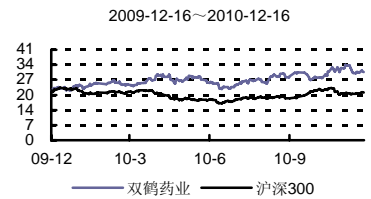
基础数据

流通股(百万股)	290.88
总股本(百万股)	571.70
流通市值(百万元)	8938.60
总市值(百万元)	17568.22
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

《国元证券*公司研究*双鹤药业调研简报*刘晓明》, 2010-5-31

联系方式

研究员:	王广军/刘斌
职业证书编	S0020207080709
电话:	(86-21) 51097188-1815
电邮:	wanguangjun@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电话:	(86-21) 51097188-1952
电邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地址:	中国上海市浦东新区南汇路 379 号金穗大厦 15F (200120)

公司新品匹伐他汀钙今年四月份小试生产，明年将规模化生产，公司会在未来该产品打造成年产值超过 5 亿的重磅产品，将会成为公司新的利润增长点。该产品为第三代他汀类降血脂药物，目前全球销售额超过 30 亿美元，是目前最好的降血脂他汀药物之一，具有高效、安全等特点。

4. 内分泌药物稳定增长

糖适平（格列喹酮）是第二代口服磺脲类降糖药，今年预计实现销售收入 3 亿元，同比增长 5-6%。卜可平稳增长。

5. 产品储备丰富

公司目前每年研发投入 5000-6000 万，有几十个在研品种，每年推出 5-6 个新产品，北京降压 1 号和降糖药 DPP-抑制剂有望在 2013 年上市。

6. 公司制剂出口预计年底完成欧盟认证，11 年完成 FDA 认证

7. 双鹤药业作为北药集团旗下的化学制药上市公司，很有可能成为华润医药整合北药集团的化学药物平台，未来资产注入预期强烈。

虽然公司目前是国内规模第二的大输液企业，但输液利润贡献仅为全部利润的四分之一，超过一半以上的利润来源于心血管药物，未来公司也将以心血管药物作为公司战略发展方向，我们认为，公司已经由传统意义上的大输液企业转变为化学药物制剂企业，公司完成华丽转身，使得目前该公司的估值远低于制剂行业的整体估值。

在不考虑资产注入的前提下，我们预计公司 10-12 年 EPS 分别为 1.05、1.28 和 1.64 元，按照明年 35 倍 PE，12 个月内目标价格 45 元，给予公司“强烈推荐”评级。

股价催化剂：收入增长超预期；华润重组整合加速；

风险提示：药品降价幅度超过预期；

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	5038	5543	6300	7152	
同比(%)	2%	10%	14%	14%	
归属母公司净利润	451	611	734	935	
同比(%)	19%	35%	20%	27%	
毛利率(%)	33.9%	35.8%	37.0%	38.8%	
ROE(%)	13.0%	15.5%	16.2%	17.7%	
每股收益(元)	0.79	1.07	1.28	1.64	
P/E	39.02	28.84	24.00	18.84	
P/B	5.08	4.46	3.88	3.33	
EV/EBITDA	25	19	15	12	

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2870	3177	3643	4330	营业收入	5038	5543	6300	7152
现金	1024	1261	1476	1886	营业成本	3328	3560	3970	4380
应收账款	573	617	703	800	营业税金及附加	35	37	42	48
其它应收款	92	121	124	144	营业费用	837	874	1004	1144
预付账款	153	186	207	224	管理费用	292	315	362	410
存货	600	629	707	779	财务费用	-1	11	10	9
其他	428	363	426	496	资产减值损失	9	22	18	18
非流动资产	1847	2072	2275	2453	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	83	91	88	88	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	1352	1556	1748	1908	营业利润	542	725	892	1143
无形资产	180	194	208	225	营业外收入	29	63	48	50
其他	232	230	232	231	营业外支出	9	17	16	15
资产总计	4717	5248	5918	6783	利润总额	561	771	925	1178
流动负债	1128	1168	1221	1299	所得税	98	139	166	212
短期借款	278	298	296	294	净利润	463	632	758	966
应付账款	347	366	402	448	少数股东损益	12	21	25	31
其他	503	504	523	557	归属母公司净利润	451	611	734	935
非流动负债	54	47	48	49	EBITDA	677	885	1082	1361
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.79	1.05	1.28	1.64
其他	54	47	48	49					
负债合计	1182	1214	1270	1347	主要财务比率				
少数股东权益	64	86	110	141	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	572	572	572	572	成长能力				
资本公积	1168	1168	1168	1168	营业收入	1.7%	10.0%	13.7%	13.5%
留存收益	1731	2209	2799	3555	营业利润	19.9%	33.7%	23.1%	28.1%
归属母公司股东权益					归属于母公司净利润				
益	3471	3948	4538	5294	润	18.6%	35.3%	20.2%	27.4%
负债和股东权益	4717	5248	5918	6783	获利能力				
					毛利率	33.9%	35.8%	37.0%	38.8%
					净利率	9.0%	11.0%	11.6%	13.1%
					ROE	13.0%	15.5%	16.2%	17.7%
					ROIC	22.1%	27.0%	29.1%	33.2%
					偿债能力				
					资产负债率	25.1%	23.1%	21.5%	19.9%
					净负债比率	23.52%	24.55%	23.31%	21.80%
					流动比率	2.54	2.72	2.98	3.33

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	342	727	774	992
净利润	463	632	758	966
折旧摊销	136	149	179	209
财务费用	-1	11	10	9
投资损失	-3	0	0	0

营运资金变动	-211	-100	-230	-247	速动比率	2.00	2.17	2.39	2.72
其它	-42	36	57	55	营运能力				
投资活动现金流	-232	-367	-403	-392	总资产周转率	1.12	1.11	1.13	1.13
资本支出	285	348	361	357	应收账款周转率	7	7	7	7
长期投资	1	-15	8	-2	应付账款周转率	10.13	9.99	10.34	10.31
其他	54	-33	-33	-37	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-164	-124	-156	-190	每股收益(最新摊薄)	0.79	1.05	1.28	1.64
短期借款	-48	20	-2	-2	每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	1.27	1.35	1.74
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.07	6.91	7.94	9.26
普通股增加	95	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	4	0	0	0	P/E	39.02	28.84	24.00	18.84
其他	-216	-144	-154	-188	P/B	5.08	4.46	3.88	3.33
现金净增加额	-54	237	216	409	EV/EBITDA	25	19	15	12

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 ±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