

## 产品得以丰富，百亿工业可期

### ——双鹤药业收购恩世制药点评

**最新评级：谨慎推荐（维持）**

市场数据： 2010年12月31日

上证综合指数 2808.08

深圳成分指数 12458.55

沪深300指数 3128.26

沪深成交金额 2005.6 亿

报告时间： 2011年1月4日

报告类型： 公告点评

研究员： 大同证券医药行业小组

联系人： 张宏斌

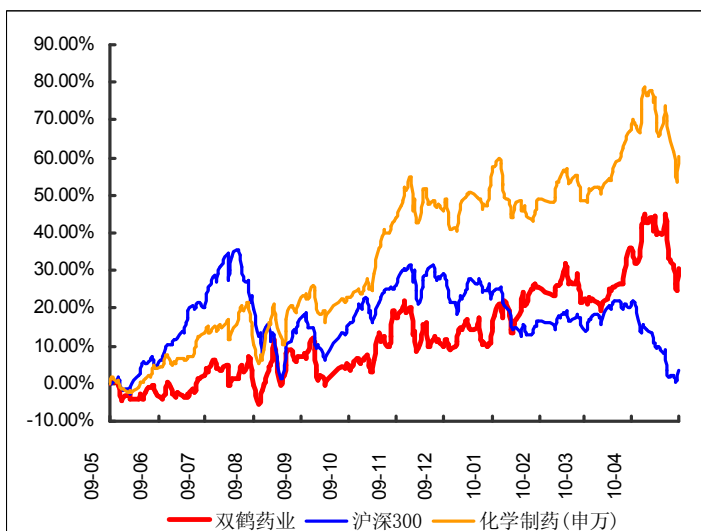
电话： (0351)7219863

E mail: zhanghb@dtsbc.com.cn

地址： 山西·太原·长治路111号

邮编： 030012

网址： <http://www.dtsbc.com.cn>



### ■ 事件

双鹤药业公告,公司拟收购恩世国际(控股)有限公司持有的沈阳恩世制药有限公司 100%的股权,收购价为 9064 万元。

### ■ 点评

#### 恩世制药批文资源丰富，但目前经营情况较差

沈阳恩世制药有限公司是一家集药品研发、生产和销售为一体的现代化中西药制药企业公司。恩世制药目前共有六种剂型：胶囊剂(含头孢菌素类)、片剂、颗粒剂、软胶囊剂、丸剂(大蜜丸、水蜜丸、水丸)、散剂等；共有 130 余个中西药品种，包括国家级新药、医保药品、中药保护品种

等，其中豨莶通栓胶囊是治疗脑梗塞的国家级新药，乃恩世制药的独家产品，治疗冠心病的心安软胶囊是公司的独家剂型品种，用于治疗乙肝的肝必复胶囊等产品也颇具看点。

尽管公司批文资源较为丰富、产品也颇具看点，但目前公司经营情况并不理想。截止 2010 年 4 月 30 日，恩世制药总资产为 39,876,070.68 元，总负债为 9,882,488.92 元，净资产为 29,993,581.76 元；2010 年 1-4 月实现主营业务收入 2,432,072.45 元，净利润-3,284,326.79 元。

公司自 06 年以来几经易主。06 年 7 月，中生控股从 RimAsia Capital Partners L.P. 手中购得恩世制药，08 年 11 月公司易主为李晓波先生，而此次双鹤收购恩世制药已经是该公司近 4 年来的第三次易主，因此双鹤入主后能否为恩世制药带来化学变化将成为此次收购的最大看点。

### 此次收购将丰富双鹤的产品线，内生性发展与外延式并购值得期待

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。而此次对恩世制药的收购，将补充软胶囊等剂型并丰富公司产品线，有利于实现百亿工业收入的战略目标。华润入主后，北药股份外延式并购已经加快，先是重组了山东中信医药，而后收购了苏州礼安以及河南爱生医药。我们认为，此次对恩世制药的收购或将意味着华润入主后的新双鹤并购大幕的拉开。

此外，公司的内生性发展，尤其是华润入主后对公司体制方面的改革值得期待。可以预见的是，从目前双鹤的产品线来说，平稳增长将是大概率事件，而体制方面的改革将成为公司未来经营效率提升以及业绩增长的最大看点。我们认为华润对于双鹤将采取与华润三九和东阿阿胶相似的管理策略，大幅提升公司的经营效率。

### 投资建议

我们预计公司未来三年有望继续保持平稳增长，2010-2012 年的每股收益分别为 1.05 元、1.31 元和 1.58 元，目前估值处于整个医药板块底部。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，维持对双鹤药业“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。