

双鹤药业 (600062)

—工业收入快速增长 业绩低于预期

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 26.28 元

事件:

公司 2010 年实现营业收入 53.67 亿元, 同比增长 6.53%; 其中工业收入 31.98 亿元, 同比增长 13%。实现净利润 5.2 亿元, 同比增长 15%, 经营活动产生现金流净额 5.1 亿元, 同比增加 49%, 每股收益为 0.91 元, 低于预期。

正文:

1. 0 号降压片和糖适平等核心品种增长低于预期, 其中 0 号降压片完成 9.5 亿片, 增长 4%, 糖适平仅增长 2%, 预计未来 0 号和糖适平将保持平稳增长。

2. 公司大输液实现收入 14.7 亿元, 同比增长 14.6%, 塑瓶和软袋输液保持高速增长, 增速分别为 33%和 69%。显示出公司在产品结构调整方面取得重大进展, 未来随着大输液行业集中度提高, 有望继续保持快速增长。

3. 新品培育方面由于基数较低各产品均实现高速增长, 一君销量实现 100%增长, 盈源和珂立苏的增速也超过 50%, 果糖同比增长 49%, 卜可同比增长 25%。新品累计实现销售 2.2 亿元, 预计未来仍将保持较快增长, 成为公司新的利润贡献点。

4. 由于医药工业收入比重增长, 商业比重下降, 公司综合毛利率由 33.95% 提高到 36.18%; 销售费用增加较快, 同比增加 16.4%, 管理费用略有提高; 存货和应收账款均有较大幅度增长。

5. 今年公司将加大匹伐他汀钙、替米沙坦、依达拉奉、复方降糖药等重点品种的导入和推广。

6. 公司去年底收购的沈阳恩世没有并入报表, 由于今年是公司十二五战略开局之年, 预计今年公司外延式扩张方面将加快步伐, 重点集中在新产品原料药基地和大输液领域。

7. 公司将会成为华润重组北药的化学制药平台, 资产注入明确, 公司仍有可能采取股权激励等措施, 促进管理层释放业绩。

我们下调对公司的盈利预测, 不考虑资产注入条件下, 预计11-13年EPS 分别为1.13、1.37和1.66元, 公司股价目前仍处于底部, 给予“推荐”评级。

股价催化剂: 资产注入提速; 并购加速。

风险提示: 药品降价幅度高于预期

发布时间: 2011 年 3 月 10 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	34.01/23.09
上证指数/深圳成指	3002.15/13158.22
50 日均成交额(百万元)	99.06
市净率(倍)	3.89
股息率	0.88%

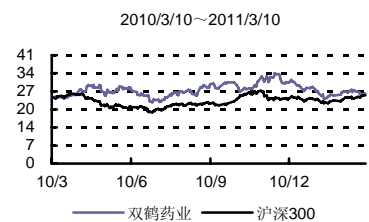
基础数据

流通股(百万股)	290.88
总股本(百万股)	571.70
流通市值(百万元)	7644.20
总市值(百万元)	15024.17
每股净资产(元)	6.76
净资产负债率	33.12%

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%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

- 《国元证券公司研究-双鹤药业 (600062) 内生式增长和外延式收购双管齐下》, 2011-2-14
- 《国元证券公司研究-双鹤药业 (600062) 华丽转身 起飞在即》, 2010-12-16
- 《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
 执业证书编号: S0020110120007
 电话: 021-51097188-1815
 电邮: wangguangjun@gyzq.com.cn
 研究员: 刘斌
 执业证书编号: S0020207080709
 电话: 021-51097188-1859
 电邮: liubin@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)

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3193	3613	4187	4967	营业收入	5367	5903	6611	7470
现金	1057	1395	1679	2150	营业成本	3425	3715	4099	4557
应收账款	648	693	783	886	营业税金及附				
其它应收款	77	120	132	147	加	39	42	47	53
预付账款	209	210	231	261	营业费用	974	1004	1124	1270
存货	710	718	802	897	管理费用	322	349	392	443
其他	493	477	560	627	财务费用	-2	11	10	8
非流动资产	2012	2257	2482	2668	资产减值损失	24	19	19	20
长期投资	85	92	92	92	公允价值变动				
固定资产	1313	1657	1925	2137	收益	0	0	0	0
无形资产	178	173	169	162	投资净收益	8	0	0	0
其他	435	334	295	276	营业利润	593	764	921	1118
资产总计	5206	5869	6670	7635	营业外收入	41	37	37	37
流动负债	1190	1202	1280	1361	营业外支出	17	15	15	15
短期借款	279	287	283	283	利润总额	617	785	943	1141
应付账款	361	381	426	473	所得税	84	120	142	170
其他	549	534	572	605	净利润	533	665	801	971
非流动负债	90	76	79	80	少数股东损益	13	17	19	24
长期借款	13	13	13	13	归属母公司净				
其他	76	63	66	67	利润	520	648	781	947
负债合计	1280	1278	1359	1441	EBITDA	749	935	1134	1370
少数股东权益	63	80	99	123	EPS (元)	0.91	1.13	1.37	1.66
股本	572	572	572	572	主要财务比率				
资本公积	1168	1168	1168	1168	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
留存收益	2123	2772	3471	4331	成长能力				
归属母公司股					营业收入	6.5%	10.0%	12.0%	13.0%
东权益	3863	4512	5211	6071	营业利润	9.3%	28.8%	20.6%	21.5%
负债和股东权					归属于母公司				
益	5206	5869	6670	7635	净利润	14.6%	24.7%	20.5%	21.2%
现金流量表	单位:百万元				获利能力				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	毛利率	36.2%	37.1%	38.0%	39.0%
经营活动现金					净利率	9.7%	11.0%	11.8%	12.7%
流	510	797	807	996	ROE	13.5%	14.4%	15.0%	15.6%
净利润	533	665	801	971	ROIC	20.1%	24.2%	25.6%	27.8%
折旧摊销	158	161	203	243	偿债能力				
财务费用	-2	11	10	8	资产负债率	24.6%	21.8%	20.4%	18.9%
投资损失	-8	0	0	0	净负债比率	22.88%	23.48%	21.79%	20.60%
营运资金变动	-202	-202	-195	-232	流动比率	2.68	3.01	3.27	3.65
					速动比率	2.08	2.40	2.63	2.98

其它	30	162	-11	5	营运能力				
投资活动现金流					总资产周转率	1.08	1.07	1.05	1.04
流	-308	-451	-427	-430	应收账款周转率	8	8	8	8
资本支出	370	412	417	421	应付账款周转率	9.67	10.00	10.16	10.14
长期投资	0	46	-8	-4	每股指标 (元)				
其他	62	7	-18	-13	每股收益(最新摊薄)	0.91	1.13	1.37	1.66
筹资活动现金流					每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	1.39	1.41	1.74
流	-154	-8	-95	-95	每股净资产(最新摊薄)	6.76	7.89	9.12	10.62
短期借款	1	7	-4	1	估值比率				
长期借款	13	0	0	0	P/E	29.14	23.37	19.40	16.01
普通股增加	0	0	0	0	P/B	3.92	3.36	2.91	2.50
资本公积增加	0	0	0	0	EV/EBITDA	19	15	13	10
其他	-169	-16	-91	-96					
现金净增加额	48	338	284	471					

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

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

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