

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司深度报告

双鹤药业 (600062)

强烈推荐 (维持)

主营业务突出，增长潜力巨大

2009 年 01 月 12 日

现价 25.65 元

廖万国 医药业研究员

86-755-22624358

liaowg@pasc.com.cn

杨刚 品质主管

86-755-22622589

yanggang@pasc.com.cn

主要数据

行业	医药制造业
公司代码	600062
公司网址	www.dpc.com.cn
总股本(万股)	47641
流通股(万股)	22312
流通市值(百万)	5658
每股净资产(元)	6.26
净资产收益率(%)	9.5
总资产负债率(%)	30.72

相关研究报告

主营业务突出、业绩大幅增长
三季度点评，给予“强烈推荐”

行情走势图



请务必参阅文后免责条款

独到见解

双鹤药业主营业务突出，发展战略清晰，具有可持续发展和高增长潜力。公司三大工业领域发展趋势良好，我们更看好公司品牌普通降压药降压 0 号从社区和农村市场扩容中得到的巨大增长潜力。

投资要点

- 1、**公司主营业务突出，发展战略清晰，经营质量明显提高。**通过剥离不良资产，聚焦医药工业，公司主营业务利润率和营业利润率呈逐年上升趋势。
- 2、**大输液全国布局，产品结构优化，毛利率提高。**公司通过收购广州神州药业和投资兴建辽宁新民大输液基地，不但丰富了大输液品种，还基本完成了大输液全国布局。预计 2009 年后公司的大输液市场占有率会由现在的 12% 提高到 20% 左右，同时由于公司大幅提高了毛利率较高的塑瓶/袋的产量，预计大输液毛利率将由目前的 38.8% 提高到 40%~41%。
- 3、**第一大心血管品牌药降压 0 号受益医改，高增长可期。**2008 年可实现 8 亿片销售，销售收入 5.25 亿元，增长 13%，贡献公司净利润达 50% 以上。由于公司已进行了 2 年的社区和农村医疗两网建设，随着新农合和社区医疗保险覆盖率的提高，预计该产品会进一步焕发活力，实现 15% 或更高的年销售增长。
- 4、**双鹤药业新产品跟进能力加强，保证了公司可持续发展。**双鹤药业成功仿制中分子经已基淀粉和 2009 年上市调脂新产品尼伐他丁、降压药替咪沙坦，将成为公司新的利润增长点。
- 5、**维持“强烈推荐”。**根据 25% 和 15% 两种所得税率计算预计 2008 年、2009 年、2010 年 EPS 分别为 0.76 元/0.87 元、1.05 元/1.15 元和 1.35 元/1.49 元，动态 PE 分别为 33.75/29.48 倍、24.43/22.3 倍和 19/17.2 倍；预计主营利润 3 年复合增长率为 29%。基于公司鲜明的主业、未来良好的成长性及估值吸引力，维持对公司“强烈推荐”投资评级。

风险提示

由于中国大输液产能过剩，竞争激烈，虽然我们判断再次出现价格战的可能性较小，但风险仍客观存在。风险一旦发生，则会影响公司大输液产品的毛利率（参与价格战），或大输液的销售增长率（不参与价格战）。

	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入（百万元）	4556.62	5,115.20	5,906.90	6,840.30
增长率	12.54%	12.26%	15.48%	15.80%
净利润（百万元，25%所得税率）	438.4	363.7	499.6	643.7
增长率	165.37%	-17.04%	37.36%	28.85%
EPS（元）	0.99	0.76	1.05	1.35
PE		33.75	24.43	19
净利润（百万元，15%所得税率）	437.58	412.26	548.64	711.65
增长率	165.37%	-5.79%	33.08%	29.71%
EPS（元）	0.99	0.87	1.15	1.49
PE		29.48	22.3	17.2

目 录

一、聚焦医药工业，主营业务利润率大幅提高，经营质量明显改善	3
二、受益于两网建设和城镇居民基本医保及新农合覆盖率提高，工业产品销售持续增长	4
1、大输液	4
1.1 受益于以玻璃瓶输液向塑料瓶和软袋输液转变为特点的产业升级	5
1.2 受益于新医改的需求扩容	6
1.3 受益于大输液行业集中度的提升	6
1.4 成功仿制中分子羟乙基淀粉，代血浆盈源销售过亿可期	6
2、心血管药品	7
2.1 心血管产品目前贡献公司毛利 39%左右，是公司利润的主要来源	7
2.2 降压 0 号保持两位数增长	7
2.3 心血管新产品舒血宁增长迅猛成为公司业绩增长的一个亮点	10
3、糖尿病治疗药	11
3.1 糖尿病药品目前贡献公司毛利 16%，是公司利润的第三大来源	11
3.2 我国糖尿病用药市场快速增长	11
3.3 广大的糖尿病市场为公司降糖药未来的增长提供了巨大的增长空间	12
3.4 双鹤药业已经形成了系列口服糖尿病药	13
三、公司治理加强，保持可持续性发展	13
1、2009 年公司经营策略为稳健经营、压缩成本、风险防范	13
2、目前的营运成本还有很大下降空间	13
3、公司加强了新产品开发力度，保持公司产品线的丰富和可持续性发展	14
四、投资建议	14

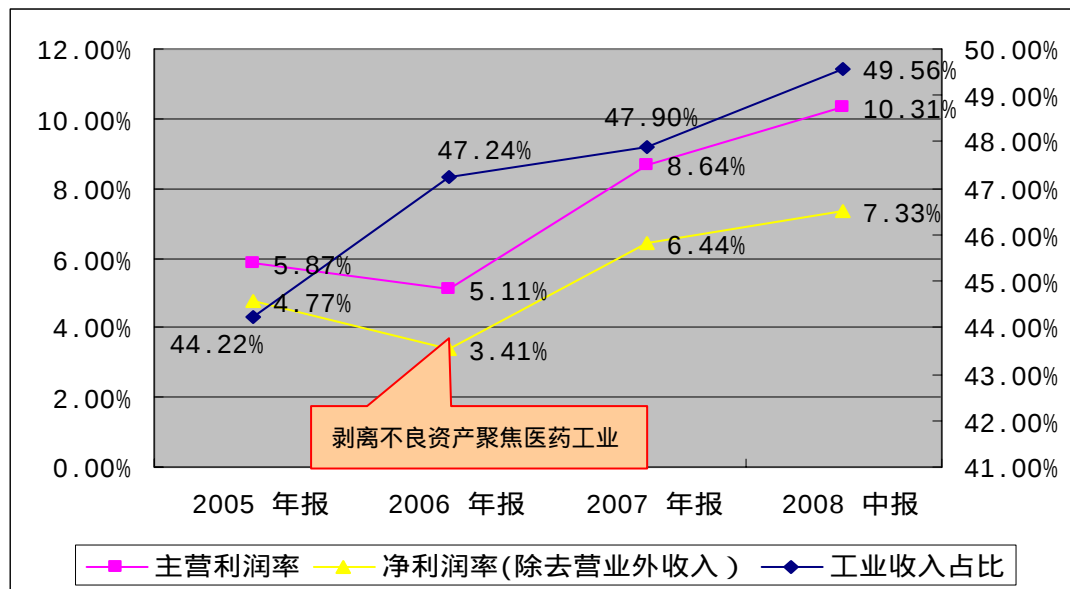
图表目录

图表 1	双鹤药业经营状况分析	4
图表 2	双鹤药业 2008 年前三季度主要工业产品销售情况	4
图表 3	双鹤药业大输液生产基地分布	5
图表 4	双鹤药业大输液历年销售收入和毛利率	6
图表 5	双鹤药业大输液 SWOT 分析	7
图表 6	我国高血压发病率及治疗状况	8
图表 7	降压药普药产品分析	8
图表 8	2005 年药店购买量和购买金额占比位列前 10 位的抗高血压用药	9
图表 9	2005 年医院购买量和购买金额占比位列前 10 位的抗高血压用药	9
图表 10	2005 年医院购买量和药店购买量占比位列前 10 位的抗高血压用药	10
图表 11	降压 0 号产品 SWOT 分析	10
图表 12	中国糖尿病用药市场规模	11
图表 13	糖尿病口服用药前 10 位品牌药	11
图表 14	2007 年磺脲类口服降糖药市场分析	12
图表 15	中国糖尿病发病率及治疗情况	12
图表 16	双鹤药业糖尿病事业 SWOT 分析	13
图表 17	双鹤药业盈利预测简表	14
附表 1	双鹤药业股权结构	15
附表 2	双鹤药业主营业收入预测	15
附表 3	双鹤药业主营销售毛利预测	16
附表 4	双鹤药业三大财务报表（适用所得税率 15%）	16

一、聚焦医药工业，主营业务利润率大幅提高，经营质量明显改善。

双鹤药业通过剥离不良商业资产，聚焦医药工业，而医药商业只保留长沙双鹤。公司 2008 年中报医药工业销售收入首次超过医药商业销售收入，主营业务利润率和净利润率（除去营业外收入）较上年分别提高了 1.67 和 0.89 个百分点。

图表 1 双鹤药业经营状况分析



注：2006年转让西安新西北双鹤医药有限责任公司、昆山双鹤医药有限责任公司、合肥神鹿双鹤药业有限责任公司、北京双鹤高科天然药物有限责任公司股权转让给北京医药集团有限责任公司

资料来源：WIND，平安证券

图表 2 双鹤药业 2008 年前三季度主要工业产品销售情况

现金流产品		2008 年 3Q 销售额	增长率	2008 年销售额 E	市场占有率	毛利率
类别	产品	亿元	%	亿元	%	%
输液	常规大输液	8.6	18	11.57	12	38.75
	抗生素/营养液输液	1	22	1.4		
心血管	降压 0 号	4.1	13	5.25	10	84
糖尿病	糖适平	1.4	7	1.95	5	66

资料来源：平安证券

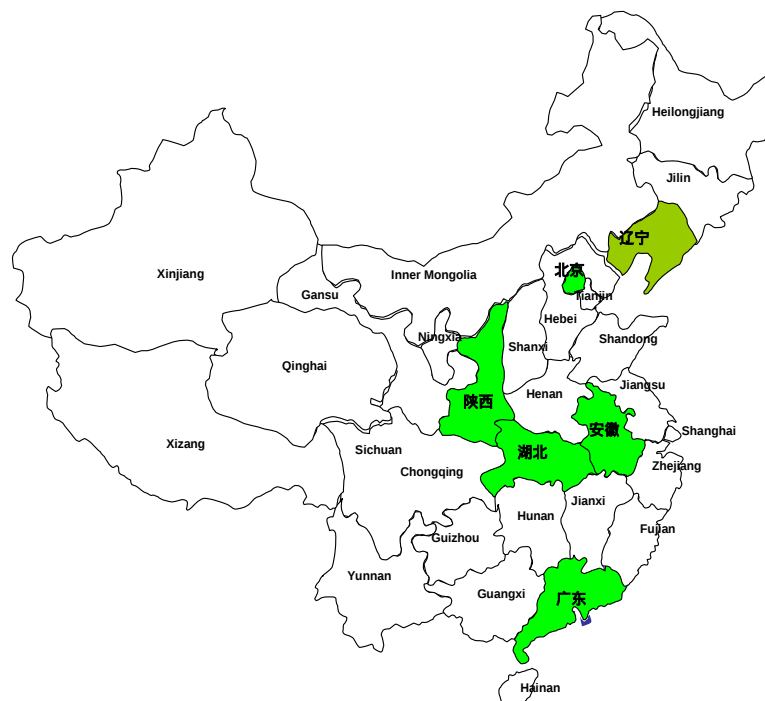
二、受益于两网建设和城镇居民基本医保及新农合覆盖率提高，工业产品销售持续增长

1、大输液

公司通过收购广州神州药业和投资兴建辽宁新民大输液基地，不但丰富了公司产品线，还基本完成了大输液全国布局。预计 2009 年后公司的大输液产能将由目前的 8.6 亿瓶袋提高到 10 亿瓶袋，市场占有率会由现在的 12% 提高到 20% 左右，到 2010 年可实现 18 亿元的销售收入，贡献公司毛利由目前的 28% 提高到 2010 年的 31%，净利润贡献率也将由目

前的 25%左右上升至 28%左右。

图表 3 双鹤药业大输液生产基地分布



注：图中绿色部分为大输液正在生产地区，浅绿部分为大输液正在建设地区

资料来源：平安证券

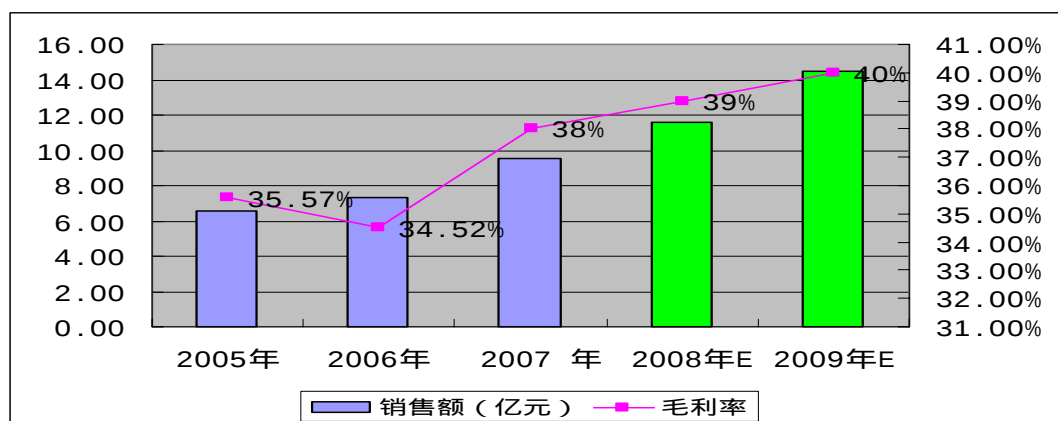
1.1 受益于以玻璃瓶输液向塑料瓶和软袋输液转变为特点的产业升级

2007 年，在全国 60 多亿瓶的产销能力中，玻璃瓶输液占 70%以上，其余为塑料瓶、PVC 及非 PVC 软袋输液。由于玻璃瓶大输液运输半径小、容易破碎、运输成本高等缺点，其所占比例已逐渐降低，将被塑料瓶、PVC 及非 PVC 软袋输液逐步取代。

从国外发达国家的发展趋势来看，目前非玻璃瓶包装已成为主流，从 2007 年起，我国的塑料瓶和软袋输液也开始快速取代传统的玻璃瓶输液。由于塑料瓶和软袋输液的价格和毛利率水平要远远超过玻璃瓶，这将大大提升大输液产业的整体盈利水平。

2008 年前三季度，公司共销售常规大输液 5.1 亿瓶/袋，实现销售收入 8.6 亿元，同比增长 18%。其中玻瓶销售 2.7 亿瓶，下降 8%；塑袋销售 4000 万袋，增长 44%；塑瓶销售 2 亿瓶，增长 86%。大输液实现销售收入 9.6 亿，同比增长 22%，毛利率 38.75%，提高了 1.7%。公司玻璃瓶输液和非玻璃瓶输液的占比为 5.3 : 4.7，按目前的发展进度，我们预计在 2009 年这个比例将降低到 3.5 : 6.5，这将有力地提升公司的盈利能力。

图表 4 双鹤药业大输液历年销售收入和毛利率



资料来源: WIND

1.2 受益于新医改的需求扩容

从新医改的指导思路和征求意见稿看,普药是确定受益的子行业,公司的大输液产品正好属于这一范畴,随着基本药物目录的确立、大量基层医院的建设和普通门诊的下移,大输液的总体用药水平将有望明显增长。双鹤药业自 2006 年起加大了两网建设力度,目前具有较成熟的第三终端营销网路,这将使公司在社区和农村医疗市场扩容中占得先机,有望得到更多的增长机会。

1.3 受益于大输液行业集中度的提升

由于大输液是临床常规用药,且为直接进入人体血管用药,对质量要求极高。在 2005 年前后由于大输液无序竞争,导致大量的临床安全性事故。由此,国家在 2007 年底彻底完成了大输液 GMP 认证工作,淘汰了一大批跟风企业。目前大输液一半的产量来自产量前 10 位的大企业,集中度大幅提高。大输液行业前 10 名的市场份额已从原来的不到 30% 上升为 50% 以上。

双鹤药业通过收购广州神州药业和投资兴建辽宁新民大输液基地,不但丰富了大输液产品线,还基本完成了大输液全国布局。预计 2009 年后公司的大输液产能将由目前的 8.6 亿瓶袋提高到 10 亿瓶袋,市场占有率将由现在的 12% 提高到 20% 左右

1.4 成功仿制中分子羟乙基淀粉,代血浆盈源销售过亿可期

目前盈源的原料药中分子羟乙基淀粉为进口,产能受制于人,2008 年销售 1000 多万。目前公司已成功仿制中分子羟乙基淀粉,为国内首仿,正在申报原料药批件。一旦申报成功,将解决盈源的原料药受制于人的问题,产能可大幅度提高。由于中分子羟乙基淀粉代血浆是临床广泛使用的代血浆,市场潜力巨大,目前主要为外资企业主导。因此,公司的盈源代血浆在实现了原料药自产后,销售过亿指日可待,且毛利率高达 70%,可进一步改善大输液的毛利率和净利润贡献率。

虽然目前中国大输液行业集中度有所提高,但总体情况任然属于产能过剩。2007 年大输液液产能为 80 亿瓶袋,但实际需求在 70 亿瓶袋。大输液厂家也从 2005 年 400 家左右减少

为目前 300 家左右，但行业集中度还需要进一步提高。同时，众多企业进行的产品包装升级即减少玻瓶增加塑瓶/塑袋的产量，也会增加塑瓶/塑袋大输液的竞争。因此，必须关注大输液行业再次发生价格战的可能性，时间段为 2010 年或以后的时间。如果发生价格战，将在一定程度上影响双鹤药业的经营业绩，影响成都视情况而定，目前无法预测。

图表 5 双鹤药业大输液 SWOT 分析

优势 · 质量保证 · 产品升级，毛利率提高 · 具有高的市场占有率 12% · 全国布局 · 北京武汉两地具有医药直销队伍，并正在其他地区建立医院直销队伍，直接掌控终端市场 · 较成熟的第三终端营销网络	缺点 · 需要进一步丰富大输液品种
机会 · 新农合增加的县乡医院卫生院市场 · 城镇职工和城镇居民医疗保险覆盖率增加 · 产品提价的可能性 · 市场自然增长	威胁 · 大输液市场产能过剩带来价格战的可能性 · 挂网招标政策带来的降价压力

资料来源：平安证券

2、心血管药品

2.1 心血管产品目前贡献公司毛利 39%左右，是公司利润的主要来源

心血管产品目前贡献公司毛利 39%左右，单降压 0 号贡献公司净利润达 50%以上，是公司利润的主要来源。因此，双鹤药业心血管产品的未来表现将在很大程度上影响公司业绩表现。

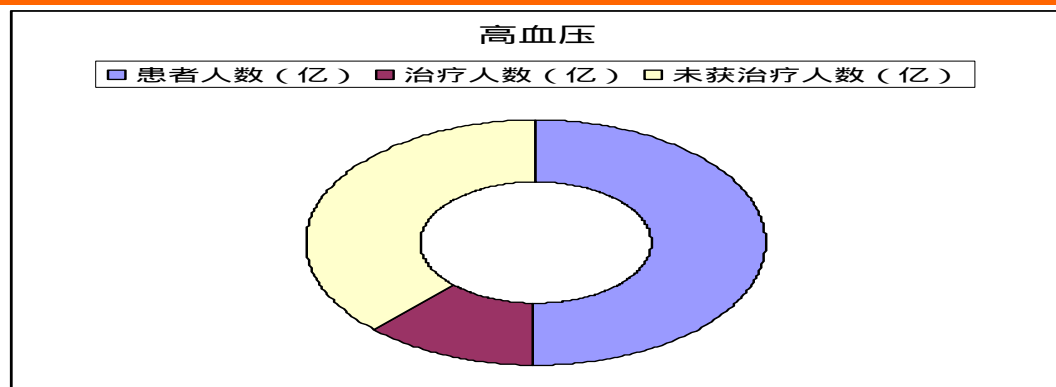
2.2 降压 0 号保持两位数增长

公司第一大心血管品牌药降压 0 号 2008 年前三季度销售达 6.24 亿片，实现销售收入 4.1 亿元，同比增长 13%，预计全年实现 8 亿片的销售，实现销售收入 5.25 亿元。而 8 亿片的销售即为 300 万左右的病人常年使用此药。

由于我国有 1.6 亿高血压患者，而治疗率只有 24.4%，控制率更低，因此还有 1.2 亿人需要进行高血压药物治疗，而这些病人主要集中在农村和低收入社区人群。

图表 6 我国高血压发病率及治疗状况

病种	总人口发病率	患者人数	治疗率	控制率	未获治疗人数
高血压	14%	1.6 亿	24.4%	7%	1.2 亿



资料来源：IMS，中国高血压学会

目前国内主要的降压药普药为 CCB 类、复方降压药和中药。CCB 类以硝苯地平为代表，使用广泛，疗效肯定，价格便宜，占据着市场主导地位。但这类药品由于生产厂家众多，没有形成品牌，营销价值不大，很难与品牌普药竞争。其他降压药普药如与降压 0 号类似配方的复方降压片、珍菊降压片和复方罗布麻（降压灵）除了市场影响没有降压 0 号大外，降压效果也不如降压 0 号，且同样存在生产厂家众多，很难形成品牌效应。

图表 7 降压药普药产品分析

产品	厂家数量	组方	作用机理	副作用
降压 0 号	1	利血平 0.1mg，硫酸双肼屈嗪 12.5mg，氢氯噻嗪 12.5mg，氨苯喋啶 12.5mg，氯氮卓 3mg。	中枢神经降压+利尿剂	利血平可有头晕、失眠、抑郁、消化道出血
复方降压片	121	利血平 0.032 毫克、双肼苯 吡嗪 3.2 毫克、双氢克尿噻 3.2 毫克、异丙嗪 2.0 毫克	中枢神经降压+利尿剂	同上
珍菊降压片	27	野菊花膏粉、珍珠成粉、盐酸可乐定、氢氯噻嗪以及芦丁 5 种成分	中枢神经降压+利尿剂	口干、便秘、头晕、勃起障碍
复方罗布麻	51	胍乙啶，氢氯噻嗪，肼苯吡嗪，罗布麻，汉防己	扩血管+利尿剂	胍乙啶易引起直立性低血压
硝苯地平片	297	硝苯地平	钙离子拮抗剂	长期使用对心脑血管等器官不利

资料来源：平安证券

图表 8 2005 年药店购买量和购买金额占比位列前 10 位的抗高血压用药

序号	药品名称	购买量占比	药品名称	购买金额占比
1	复方罗布麻片	13.90%	北京降压 0 号	17.10%
2	北京降压 0 号	11.20%	复方降压片	7.70%
3	复方降压片	10.20%	波依定	6.00%
4	珍菊降压片	5.00%	珍菊降压片	4.80%
5	尼群地平片	4.20%	寿比山片（吲达帕胺片）	4.50%
6	寿比山片（吲达帕胺片）	4.00%	复方罗布麻片	3.80%
7	卡托普利片	3.90%	卡托普利片	3.00%
8	波依定	3.00%	伲福达	2.70%
9	倍他乐克	2.20%	络活喜	2.60%
10	伲福达	2.20%	洛汀新	2.20%
合计		59.80%		42.50%

资料来源：中国医药统计

图表 9 2005 年医院购买量和购买金额占比位列前 10 位的抗高血压用药

序号	药品名称	购买量占比	药品名称	购买金额占比
1	心痛定片（硝苯地平片）	7.30%	波依定	8.40%
2	珍菊降压片	5.50%	络活喜	5.70%
3	复方降压片	4.60%	北京降压 0 号	5.20%
4	倍他乐克	4.40%	心痛定片（硝苯地平片）	4.90%
5	波依定	4.40%	珍菊降压片	4.80%
6	北京降压 0 号	4.10%	洛汀新	3.70%
7	络活喜	4.00%	寿比山片（吲达帕胺片）	3.10%
8	复方降压灵	3.70%	代文	2.90%
9	寿比山片（吲达帕胺片）	3.00%	复方降压片	2.70%
10	牛黄降压片	2.90%	倍他乐克	2.50%
合计		43.90%		43.90%

资料来源：中国医药统计

图表 10 2005 年医院购买量和药店购买量占比位列前 10 位的抗高血压用药

序号	医院购买量占比列前十位		药店购买量占比列前十位	
	药品名称	购买量占比	药品名称	购买量占比
1	心痛定片（硝苯地平片）	7.30%	复方罗布麻片	13.90%
2	珍菊降压片	5.50%	北京降压 0 号	11.20%
3	复方降压片	4.60%	复方降压片	10.20%
4	倍他乐克	4.40%	珍菊降压片	5.00%
5	波依定	4.40%	尼群地平片	4.20%
6	北京降压 0 号	4.10%	寿比山片（吲达帕胺片）	4.00%
7	络活喜	4.00%	卡托普利片	3.90%
8	复方降压灵	3.70%	波依定	3.00%
9	寿比山片（吲达帕胺片）	3.00%	倍他乐克	2.20%
10	牛黄降压片	2.90%	伲福达	2.20%
合计		43.90%		59.80%

资料来源：中国医药统计

双鹤药业自 2006 年起加大了两网建设力度，目前具有较成熟的第三终端营销网路，这将使公司在社区和农村医疗市场扩容中占得先机，得到更多的增长机会。随着新农合和城镇居民基本医疗保险覆盖率增加，作为降压治疗的基础用药和知名品牌，降压 0 号增长潜力巨大。如果每新增 1 个适用 0 号降压药的病人（预期 1 年之中有 1/2 的时间每天服用降压 0 号），则这个新增病人将会带来 180 片的销售增量。按每年新增 100 万高血压病人使用 0 号产品，则给该产品带来 1.8 亿片的新增销售（与 2008 年 8 亿片的销售相比，即为 20% 的增长）。保守估计 2009 年和 2010 年可实现增长率 15%。

图表 11 降压 0 号产品 SWOT 分析

优势 · 疗效肯定 · 品牌知名度高 · 价格便宜 · 市场占有率高（10%）	缺点 · 组方中的利血平有引起抑郁和加重胃溃疡的副作用，抑郁症患者和胃溃疡患者不应使用
机会 · 发病率高，超过 1.2 亿患者需要得到降压治疗 · 新农合和城镇居民基本医保制度 · 进入新的基本药物目录	威胁 · 大量的竞争产品 · 未进入新的基本药物目录 · 进入基本药物目录但国家配套政策不合理

资料来源：平安证券

2.3 心血管新产品舒血宁增长迅猛成为公司业绩增长的一个亮点

银杏叶制剂是目前我国提取技术较为成熟应用最广泛的中药提取物，2008 年上半年全国样本医院采购药品统计表明银杏叶制剂占总采购金额的第 2 位，增长达 50% 以上。我国已批准上市的银杏叶提取物制剂有银杏叶片、胶囊、颗粒剂、滴丸剂、口服液、注射液等。国内已批准上市的银杏提取物注射液有 3 种：即国产化学药银杏达莫注射液（10 个生产

厂家); 中成药舒血宁注射液(15 个生产厂家); 进口德国和台湾的银杏提取物注射液(商品名: 金纳多)。近 4 年处于领先的五大品牌: 贵州益佰制药股份有限公司、德国威玛舒培博士药厂、山西省三九万荣药业有限公司、北京双鹤高科天然药物有限责任公司、中外合资山西泰盛制药有限公司。

中药注射液由于质量问题和临床事故频发将成为 2009 年重点整顿领域, 但银杏叶提取物注射液已做到化药标准, 应不在此列。因此, 银杏叶提取物注射液(银杏内酯 B+黄酮类化学成分) 由于其独到的改善微循环的作用, 还有很大的临床应用潜力。

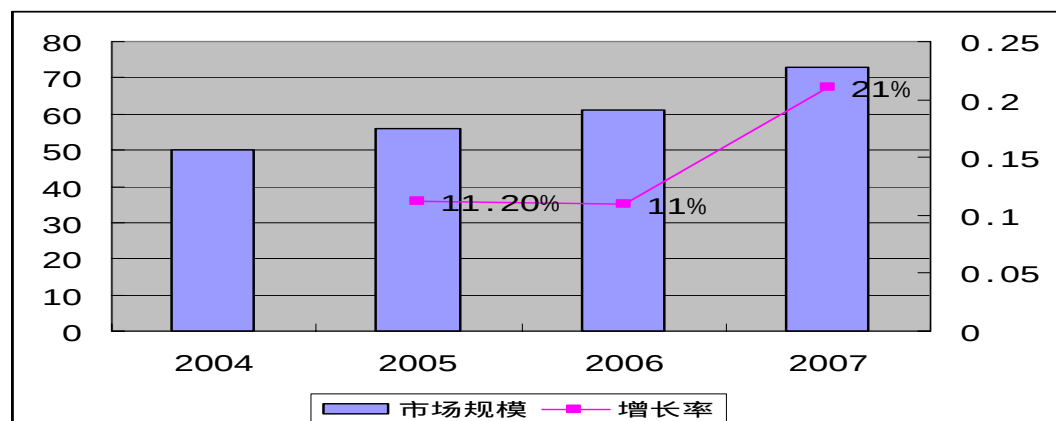
虽然舒血宁及其他银杏叶制剂生产厂家众多, 竞争激烈, 但双鹤药业 2008 年前三季度实现销售 1.2 亿元, 同比增长 50%, 显示了公司在心血管领域的营销能力。预计 2008 年可实现 1.6 亿元销售, 2009 年 2 亿元销售, 成为公司新的业绩增长点。

3、糖尿病治疗药

3.1 糖尿病药品目前贡献公司毛利 16%, 是公司利润的第三大来源

3.2 我国糖尿病用药市场快速增长

图表 12 中国糖尿病用药市场规模



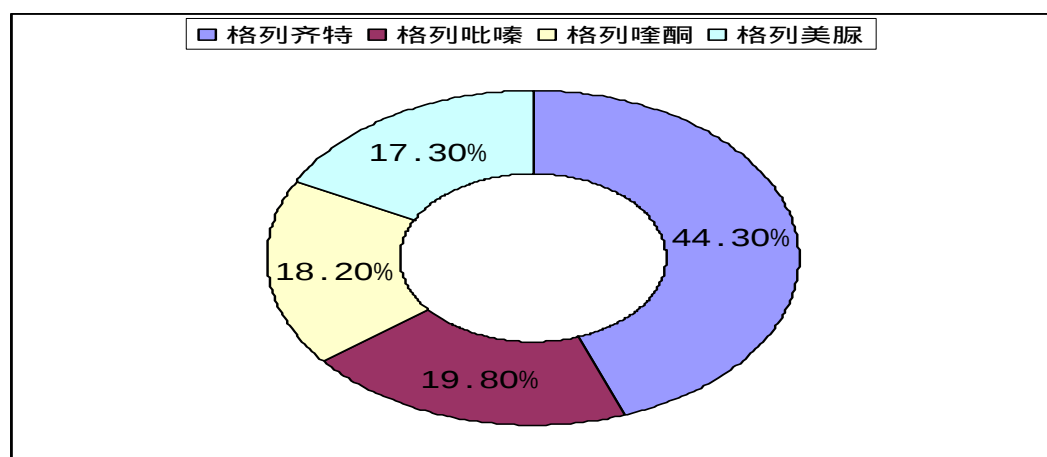
资料来源: 南方医药经济研究所

图表 13 糖尿病口服用药前 10 位品牌药

排序	药品	生产厂家	类别
1	拜糖平	拜耳	α 葡萄糖苷酶抑制剂
2	达美康	施维雅	磺脲类
3	消渴丸	广州中一	中成药
4	诺合龙	诺和诺德	非磺脲类促胰岛素分泌剂
5	糖适平	万辉双鹤	磺脲类
6	格华止	施贵宝	双胍类
7	卡博平	中美华东	α 葡萄糖苷酶抑制剂
8	文迪雅	葛兰素史克	噻唑烷二酮类
9	瑞易宁	辉瑞	磺脲类
10	亚莫利	赛诺菲-安万特	磺脲类

资料来源: 南方医药经济研究所

图表 14 2007 年磺脲类口服降糖药市场分析



资料来源：南方医药经济研究所

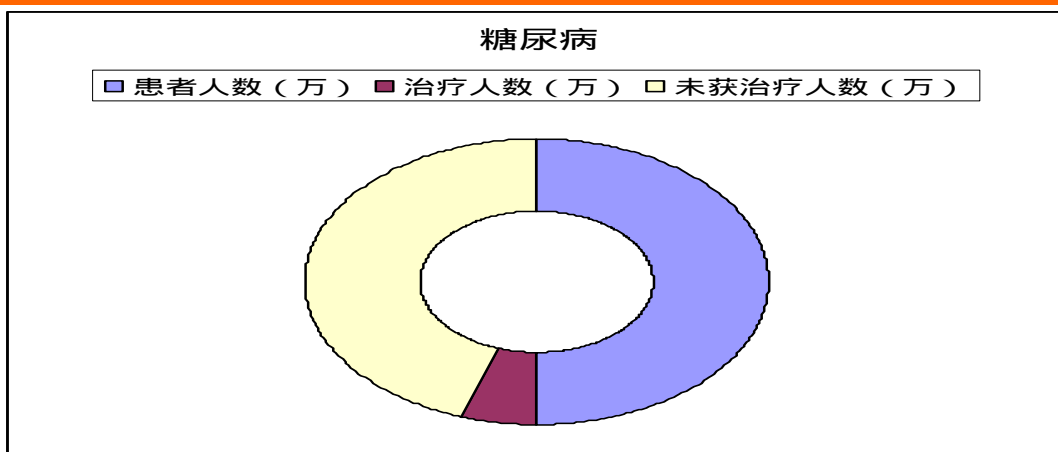
2007 年我国糖尿病用药市场突破 70 亿元，增长 21%。其中口服降糖药占 74.5%，注射用药（胰岛素及其类似物）占 25.6%。而口服降糖药化学药品占 79.5%，中药占 20.5%。其中磺脲类降糖药占据化学口服降糖药的主导地位，2007 年作为第二代磺脲类降糖药的代表药格列喹酮占据磺脲类 18.2% 的市场份额，双鹤药业的糖适平则几乎垄断了格列喹酮市场。

3.3 广大的糖尿病市场为公司降糖药未来的增长提供了巨大的增长空间

目前我国有 7000 万的糖尿病患者，但只有约 15% 的患者得到治疗，且控制率不到 5%，还有约 6000 万人需要降糖治疗。如同我国高血压患者状况一样，大多数未获治疗得糖尿病病人为农村人口和低收入社区居民，随着新农合和城镇居民基本医疗保险覆盖率的增加，就诊和获得治疗的糖尿病病人数会大量增长，因此公司的降糖药也会随着患者人数的增加而增长。

图表 15 中国糖尿病发病率及治疗情况

病种	总人口发病率	患者人数（万）	治疗率	控制率	未获治疗人数（万）
糖尿病	6%	7000	15%	5%	6250



资料来源：IMS，中国糖尿病学会

3.4 双鹤药业已经形成了系列一线口服糖尿病药

双鹤药业已经形成了系列口服降糖药，2007 年开始加强了与专家教授的合作，加强了学术推广。定位在中高端市场的磺脲类降糖药糖适平虽然面临激烈竞争，但 2008 年仍然实现销售收入 1.4 亿元，增长 6.6%，预计全年可实现销售 1.95 亿元，增长 7%。

缓释二甲双胍片除了在中高端市场进行营销外，公司利用具有的两网渠道资源，寻求该产品在农村和社区的大力发展。且缓释二甲双胍片可以与糖适平合用以增强降糖效果，这也可以使公司的降糖药产生新的增长点。

新产品盐酸比格列酮为目前糖尿病治疗的热点口服治疗药，由于公司在糖尿病领域多年的促销经验和丰富的资源，预计该产品将会成为另一个重要的口服降糖药。

由于糖适平基数大和竞争激烈，未来过高的增长不容易，但因糖尿病用药市场本身快速增长，我们判断，该产品未来 3 年实现年增长 10%左右应该没有问题。而公司其他口服降糖药则可能实现相对高速增长，预计公司口服降糖药未来 3 年可以达到平均 15%增速。

图表 16 双鹤药业糖尿病事业 SWOT 分析

优势 · 具有多年内分泌营销经验和较强的营销队伍，第三终端网络优势 · 糖适平具有一定品牌知名度并可报销 · 具有系列一线口服降糖药 · 具有较好的专家资源	缺点 · 学术支持需要加强
机会 · 加强了与专家教授的合作 · 大量的糖尿病病人需要得到降糖治疗 · 医疗保险的全民覆盖	威胁 · 大量的竞争产品 · 招标带来的降价压力

资料来源：平安证券

三、公司治理加强，保持可持续性发展

1、 2009 年公司经营策略为稳健经营、压缩成本、风险防范

公司通过对生产线改造，全部通过 GMP 认证，有效防范产品质量风险，维护公司信誉。2009 年公司将加强代理商管理，加强回款，在保证市场的同时保证资金安全，实现可持续性发展。

2、 目前的营运成本还有很大下降空间

公司正在通过以下几个措施改善营运成本（1），进一步优化原材料采购政策降低成本；（2），运行 ERP 系统改变管理行为和控制成本，2009 年 ERP 系统将率先在双鹤药业北京地区公司试运行，再行全集团推广；（3），通过调整各大输液生产基地的产品结构减少大输液的交叉运输，降低大输液运输成本。

3、 公司加强了新产品开发力度，保持公司产品线的丰富和可持续性发展

2009 年公司将上市调脂药新产品尼伐他丁和降压药替咪沙坦。同时公司围绕大输液、心血管和糖尿病领域积极开发新产品。目前公司正在仿制 20 多个新产品，可以预计，双鹤药业的产品线将不断得到丰富和提升，公司的可持续性发展可以得到保证。

四、投资建议

考虑到双鹤药业主要业务公司得到高新认证已成定局，我们基于公司 2008 ~ 2010 年将享受 15% 的优惠所得税率的前提下，预计公司 2008 年、2009 年和 2010 年可实现每股收益 0.87 元、1.15 元和 1.49 元，对应的 PE 为 29.48 倍、22.3 倍和 17.2 倍，3 年营业利润复合增长率 29%（剔除 2007 年处理固定资产的营业外收益）。

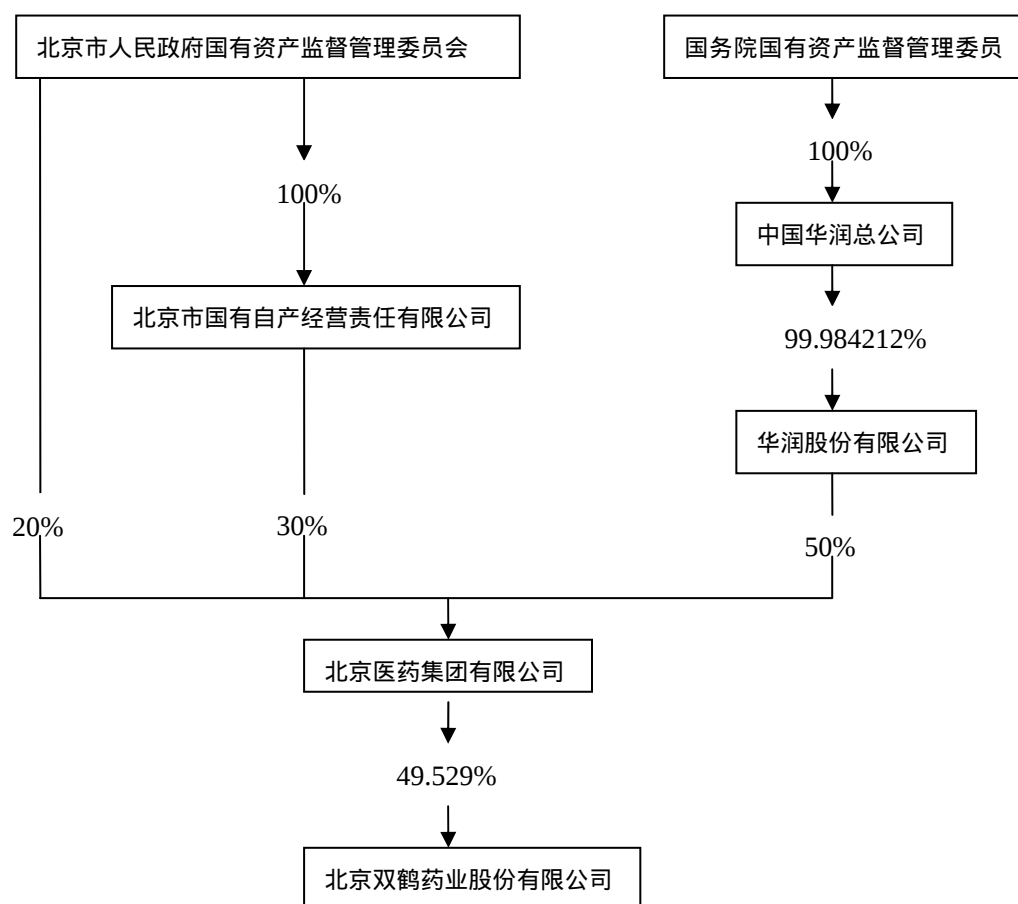
基于公司鲜明的主业、未来良好的成长性及估值吸引力，维持对公司“强烈推荐”的投资评级。

图表 17 双鹤药业盈利预测简表

	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入（百万元）	4556.62	5,115.20	5,906.90	6,840.30
增长率	12.54%	12.26%	15.48%	15.80%
净利润（百万元，25%所得税率）	438.4	363.7	499.6	643.7
增长率	165.37%	-17.04%	37.36%	28.85%
EPS（元）	0.99	0.76	1.05	1.35
PE		33.75	24.43	19.0
净利润（百万元，15%所得税率）	437.58	412.26	548.64	711.65
增长率	165.37%	-5.79%	33.08%	29.71%
EPS（元）	0.99	0.87	1.15	1.49
PE		29.48	22.3	17.2

资料来源：平安证券

附表 1 双鹤药业股权结构



资料来源：WIND

附表 2 双鹤药业主营业务收入预测

收入（百万元）		2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
工业	大输液类	590	658	730	949	1,157.78	1,447.23	1,809.03
	心脑血管类	427	504	549	623	703.99	809.59	890.55
	内分泌类	171	161	186	185	203.5	244.2	317.46
	其他	723	709	670	425	510	612	750
	合计	1,911.00	2,032.00	2,135.00	2,182.00	2,575.27	3,113.01	3,767.04
商业		2,284.00	2,565.00	1,913.00	2,309.00	2,539.90	2,793.89	3,073.28
合计		4,195.00	4,597.00	4,048.00	4,491.00	5,115.17	5,906.90	6,840.32
增长率		2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
工业	大输液类		0.12	0.11	0.3	0.22	0.25	0.25
	心脑血管类		0.18	0.09	0.13	0.13	0.15	0.1
	内分泌类		-0.06	0.16	-0.01	0.1	0.2	0.3
	其他		-0.02	-0.06	-0.37	0.2	0.2	0.23
商业			0.12	-0.25	0.21	0.1	0.1	0.1
合计			0.1	-0.12	0.11	0.14	0.15	0.16

资料来源：平安证券

附表 3 双鹤药业主营销售毛利预测

毛利率		2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
工业	大输液类		0.35	0.35	0.38	0.39	0.4	0.4
	心脑血管类		0.84	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84
	内分泌类		0.64	0.64	0.66	0.66	0.66	0.66
	其他		0.64	0.45	0.5	0.5	0.5	0.5
商业			0.05	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06
合计			0.27	0.28	0.3	0.31	0.32	0.33
毛利（百万元）		2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
工业	大输液类		230.3	252	360.62	451.53	578.89	723.61
	心脑血管类		423.36	460.94	523.69	591.35	680.05	748.06
	内分泌类		103.04	118.3	121.99	134.31	161.17	209.52
	其他		453.76	303.71	212.03	255	306	375
商业			119.27	101.96	128.38	146.79	177.44	214.72
合计			1,329.73	1,236.91	1,346.72	1,578.99	1,903.56	2,270.92

资料来源：平安证券

附表 4 双鹤药业三大财务报表（适用所得税率 15%）

损益表（百万元，元/股）	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	4,133.3	4,556.6	5,115.2	5,906.9	6,840.3
营业收入增长率	-10.1%	10.2%	12.3%	15.5%	15.8%
营业成本	2,966.5	3,186.3	3,570.0	4,053.5	4,600.4
营业税金及附加	24.5	28.1	31.7	36.6	42.4
主营业务利润	1,142.3	1,342.3	1,513.5	1,816.8	2,197.5
主营业务利润率	27.6%	29.5%	29.6%	30.8%	32.1%
主营利润增长率	-5.4%	17.5%	12.8%	20.0%	21.0%
股权激励费用					
销售费用	536.1	660.7	675.2	797.4	957.6
管理费用	255.6	224.7	288.0	318.4	342.0
财务费用	9.3	10.6	6.0	5.0	6.0
资产减值损失	126.1	52.0	59.4	50.0	53.8
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	6.0	0.3	0.6	0.6	0.6
对联营和合营企业的投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
汇兑净收益	0.1	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
营业利润	221.1	394.6	485.5	646.6	838.7
营业利润率	5.3%	8.7%	9.5%	10.9%	12.3%
营业利润增长率	-25.4%	78.5%	23.0%	33.2%	29.7%
加：营业外收入	34.1	212.6	0.0	0.0	0.0
减：营业外支出	2.1	31.7	0.0	0.0	0.0
利润总额	253.2	575.5	485.5	646.6	838.7
减：所得税	63.9	117.1	72.8	97.0	125.8
净利润	189.3	458.4	413.1	549.7	713.0

减：少数股东损益	14.6	20.0	0.8	1.1	1.4
归属于母公司所有者的净利润	174.7	438.4	412.3	548.6	711.6
净利润率	4.2%	9.6%	8.1%	9.3%	10.4%
净利润增长率	-18.0%	151.0%	-6.0%	33.1%	29.7%
EPS（当年股本）	0.40	0.99	0.87	1.15	1.49
EPS（最新股本摊薄）	0.37	0.92	0.87	1.15	1.49

现金流量表（百万元）

经营活动现金净流量	58.8	-34.9	470.2	336.7	589.7
投资活动现金净流量	-24.1	-32.8	-90.0	-77.4	0.8
融资活动现金净流量	5.8	152.4	-401.0	-123.9	-164.9
外汇变化引致现金变化					
当年现金净流量	40.6	84.6	-20.8	135.4	425.6
期初现金余额	74.3	114.9	654.3	633.5	768.9
期末现金余额	114.9	199.4	633.5	768.9	1,194.5

重要指标速览

PEG	-3.2	0.2	-4.5	0.6	0.5
P/B	5.6	4.6	4.4	3.7	3.1
EV/S	2.4	2.2	2.0	1.7	1.4
EV/EBIT	38.5	16.9	21.2	15.8	11.7
EV/EBITDA	36.7	16.4	20.6	15.3	11.4
EV/FCFF	36.0	22.2	27.1	39.0	16.6
ROE	9.8%	21.8%	17.5%	20.1%	22.2%
ROA	5.3%	13.2%	11.0%	13.3%	15.0%
ROIC	5.9%	12.7%	10.9%	12.6%	14.0%
毛利率	28.2%	30.1%	30.2%	31.4%	32.7%
销售净利率	4.6%	10.1%	8.1%	9.3%	10.4%
资产负债率	38.9%	35.6%	30.2%	29.4%	28.7%
总资产周转率	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4
固定资产周转率	3.5	4.6	5.1	5.6	6.3

资产负债表（百万元）

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产					
货币资金	468.2	654.3	633.5	768.9	1,194.5
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	156.7	251.6	211.3	266.8	283.3
应收账款	663.9	751.3	847.1	1,086.9	1,258.6
预付款项	168.6	145.5	180.0	202.7	230.0
其他应收款	70.0	231.0	178.1	206.4	238.9
存货	470.0	528.6	576.0	648.6	736.1
待摊费用	0.0	0.0	0.9	0.4	0.5
其他流动资产	(156.7)	(251.6)	(211.3)	(266.8)	(283.3)
流动资产合计	1,840.8	2,310.6	2,415.6	2,913.7	3,658.6

非流动资产：

可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期应收款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	83.8	82.9	92.2	86.3	87.1
投资性房地产	107.1	102.5	69.9	93.1	88.5
固定资产	1,024.4	953.5	1,037.1	1,081.4	1,077.6
无形资产	151.3	142.9	155.7	165.0	164.2
开发支出	1.8	20.8	7.5	10.0	12.8
商誉	0.8	0.8	0.5	0.7	0.7
长期待摊费用	2.0	0.9	4.7	2.5	2.7
递延所得税资产	17.1	14.3	10.5	13.9	12.9
其他非流动资产	3.3	0.4	1.3	1.7	1.1
非流动资产合计	1,440.7	1,362.8	1,426.2	1,488.2	1,465.9
资产总计	3,281.5	3,673.5	3,841.8	4,401.9	5,124.5

流动负债：

短期借款	318.5	304.0	0.0	0.0	0.0
应付票据	171.2	203.1	211.3	241.7	275.7
应付账款	457.7	389.9	540.0	608.0	690.1
预收款项	32.1	68.8	25.6	29.5	34.2
应付职工薪酬	86.8	22.3	59.7	69.7	63.8
应付税费	64.0	120.3	109.5	121.2	147.5
应付股利	0.0	0.5	0.2	0.3	0.4
其他应付款	117.6	140.7	156.6	171.2	196.9
一年到期的非流动负债	0.0	7.0	2.7	4.0	5.7
其他流动负债	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
流动负债合计	1,247.9	1,256.6	1,110.4	1,251.2	1,420.8

非流动负债：

长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期应付款	23.0	16.0	20.8	19.9	18.9
递延所得税负债	0.0	1.9	0.6	0.8	1.1
其他非流动负债	6.9	34.3	29.6	23.6	29.1
非流动负债合计	29.9	52.2	51.1	44.4	49.2
负债合计	1,277.8	1,308.8	1,161.5	1,295.5	1,470.0

股东权益：

实收资本	441.1	441.1	476.4	476.4	476.4
资本公积金	608.8	609.4	477.1	477.1	477.1
减：库存股					
未分配利润及其他	649.4	980.8	1,351.9	1,721.7	2,197.3
少数股东权益	173.9	167.2	168.0	169.1	170.5
归属于母公司所有者权益	1,829.8	2,197.5	2,512.3	2,937.3	3,484.0
股东权益合计	2,003.7	2,364.7	2,680.4	3,106.4	3,654.5
负债及股东权益总计	3,281.5	3,673.5	3,841.8	4,401.9	5,124.5

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田南路大中华国际交易广场裙楼8楼

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 82449257