

双鹤药业(600062)

大输液龙头还需市场洗礼

首次评级

健康护理/化学制药

2009 年 2 月 24 日

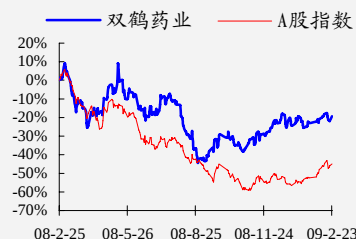
投资要点:

- 双鹤药业是北京医药集团旗下的制药企业，背后的股东分别是北京市国资委和华润集团，在经历了 2001-2004 年不成功的扩张以后，公司成功的剥离了不良资产，形成了以大输液、心血管和内分泌为主的医药工业体系，走上了良性发展的道路；
- 大输液是公司最主要也是重点发展的业务，目前公司占大输液市场份额的 12% 左右，超过 8 亿瓶，并且在全国布点，是两家公司全国扩张的大输液企业之一，2008 年在广东和东北布点以后，基本上完成了全国的布局，大输液产品的特点决定了未来寡头垄断格局的可行性，公司是最有可能成为垄断寡头的企业，虽然还可能经历一两次的残酷价格竞争，但是发展前景较为乐观；
- 公司其他制药产品品种有限，而且研发实力的不足使得推出新产品的能力不强，但是公司的老品种都是经典的普药，市场需求稳定，可以实现稳定的销售额、利润和现金流；
- 公司的医药商业主要集中在北京和湖南两地，在湖南市场有一定的优势，但是公司商业规模较小，未来不排除继续剥离的可能性；
- 在经过 2005-2007 年的资产调整以后，公司的资产质量和运营能力都得到了极大的提高，为公司后续战略规划展开提供有力的支持；
- 预计公司 2008-2010 年每股收益为 0.75 元、0.92 元和 1.13 元，如能获得高新技术企业资格，则每股收益达到 0.85 元、1.03 元和 1.28 元，目前有一定的低估，给予谨慎推荐的投资评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	455,662	10.24	43,758	165.62	0.99		25.87	
2008E	508,263	11.54	35,575	-18.70	0.75	11.72	33	
2009E	515,420	1.43	43,641	22.67	0.92	12.60	27	
2010E	575,399	11.64	53,636	22.90	1.13	13.45	22	

走势图



市场数据

2009-2-23

收盘价:	25.67 元
52 周最高价:	35.89 元
52 周最低价:	17.51 元
平均持仓成本:	

基本数据

2008Q3

总股本 (万股):	47,641
流通 A 股 (万股):	47,641
每股收益 (元):	0.59
每股净资产 (元):	6.26
每股经营现金流 (元):	0.19
市净率:	4.10

分析师: 宋晗

TEL: (8621)6336 7000-254

FAX: (8621)6337 3209

Email: songh@nescn.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

目录

1. 历史沿革	3
2. 大输液是公司未来业绩增长的主要来源	4
1) 大输液——市场的领先者	6
2) 心血管药物开拓低端市场	9
3) 内分泌药物独木难支	10
4) 其他药物	11
5) 医药商业业务逐步萎缩	11
3. 财务分析——费用控制是提升利润	12
4. 盈利预测与投资评级	15
5. 风险因素	17
6. 盈利预测表	16

双鹤药业是一家国有大型制药企业，其控股股东是北京市医药集团，是北京市所属的大型医药集团。双鹤药业在 1997 年上市后，在 21 世纪医药企业的并购潮中也在全国各地进行了大规模的收购，但是这些收购大部分并不成功，并产生了大量的坏账，一度极大的影响了公司的业绩。

从 2005 年开始公司逐步收缩了规模，削减了子公司的数量，目前问题子公司已经基本处理完毕，资产质量大幅提高。公司已经形成了大输液、心脑血管药物和内分泌系统药物为主的产品结构。心脑血管药物和内分泌系统药物在市场上有一定的优势，可以给公司带来稳定的现金流，而增长则主要来自于大输液产品市场占有率的提高。在内部发展的基础上，公司重新开始并购扩张，相信在吸取上次扩张不成功经验的情况下，公司这次扩张之路会走得比较顺利。

1. 历史沿革

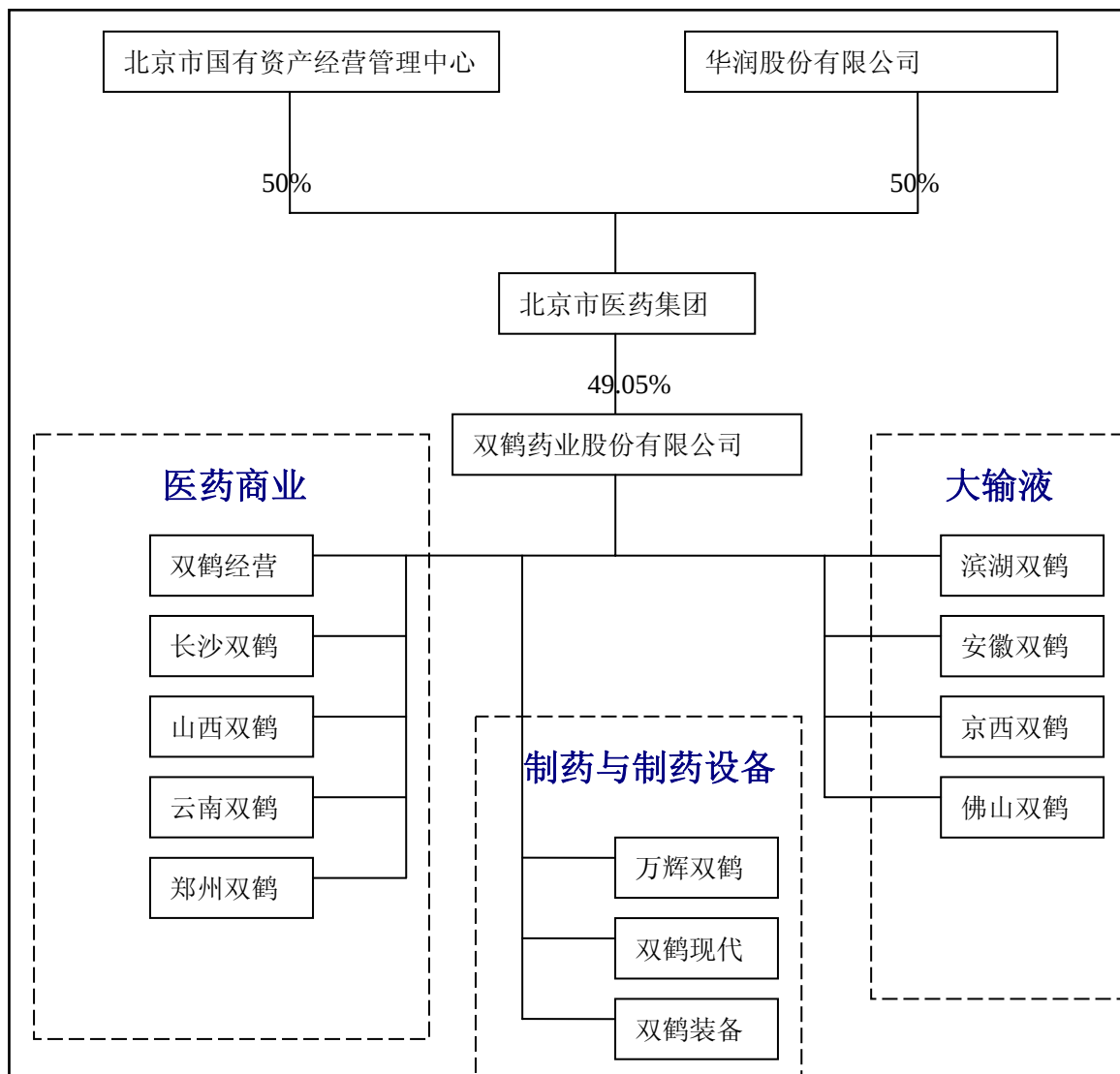
双鹤药业是在北京制药厂的基础上改制成立的股份公司，经过国有股权的多次划转，目前的控股股东是北京市医药集团，持有公司 49.05% 的股权，北京市医药集团有两个股东，分别是华润集团和北京市国有资产经营管理中心，各占 50% 的股权。值得注意的是，北京市医药集团原有的股权结构是华润集团 50%，北京市国有资产经营管理中心 30%，北京市国资委 20%，华润集团是北京市医药集团的控股股东，而在 2 月 4 日双鹤药业公告北京市国资委把 20% 的股权划转给北京市国有资产经营管理中心，从而北京市国有资产经营管理中心获得了和华润集团同等的股权。在医药行业日益成为地方政府重点关注行业的背景下，代表国家资本的华润集团和代表地方资本的北京市国有资产经营管理中心对北京市医药集团控股权的争夺可能会产生新的变数。控股股东的变动对双鹤药业短期的经营业绩不会有太大的影响，但是会影响到公司长期的发展战略。

公司从 1997 年上市以后，就开始了第一轮的全局性收购扩张，在大输液和医药商业领域不断的攻城略地，在 2004 年最高峰的时期，公司拥有子公司和孙公司 30 多家，并购扩张虽然快速的扩大了公司的规模，但是管理不善以及医药商业和大输液行业景气度下降使得公司的各个子公司举步维艰，在 2004 年时公司几乎陷入亏损的泥潭，在 2005 年以后，公司逐步剥离亏损的子公司，先后剥离了牡丹江、昆山、湖北、合肥、西安等经营商业的子公司，把战略逐步集中在工业方面，商业只保留了北京和长沙两个主要地区的子公司，并逐步形成了以北京、安徽、湖北、陕西为主的华北和华中地区的大输液生产布局，以及集中在北京的药品和制药装备等产品的生产子公司。2008 年公司通过并购和自己建厂等方式，分别在佛山和沈阳两地建设大输液生产基地，把大输液的布局扩大到东北和华南地区。

从历史上看，和双鹤药业在同一时期采用简单并购形式进行扩张的医药企业最终都以失败告终，行业环境的突然恶化、企业自身的规模较小、管理不到位都是扩张失败的主要原因，双鹤药业扩张失败并没有动摇企业的根本，而且给企业在未来的扩张过程中提供了宝贵的经验。目前随着行业的发展，新一轮并购潮风雨欲来，

双鹤药业在这一轮的并购中应该会取得更理想的业绩。

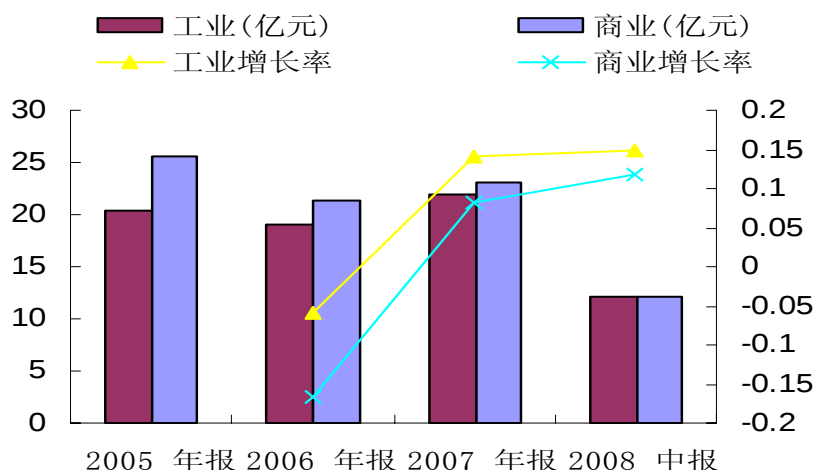
图 1: 双鹤药业股东和控股子公司结构图



2. 大输液是公司未来业绩增长的主要来源

双鹤药业一直延续着工商业并重的策略，商业在公司的销售收入中占据较大的比重，但是工业一直是公司利润的主要来源，在 2006 年公司重新制定战略规划以后，工业成为公司重点发展的部分，而商业只保留了北京和长沙两个主要的商业子公司，在工业销售收入快速增长的情况下，商业销售收入的增长率明显放缓，商业在公司销售收入中的占比也逐步的下降，到 2008 年中期，工业销售收入的占比已经超过 50%，未来不排除公司剥离商业子公司，最终成为纯粹的医药生产企业。

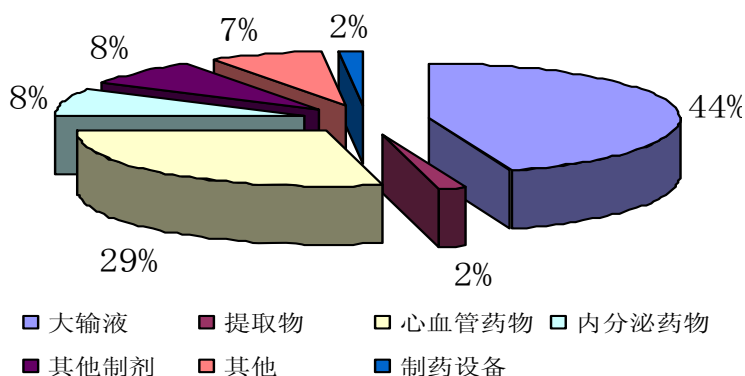
图二、双鹤药业工业和商业销售额和增长率



数据来源：上市公司公告，东北证券研究所

在工业部分中，大输液是近两年增长最快的产品，2008 年中期已经占到工业销售部分的 40%以上，制剂部分由于缺乏新的品种，增长相对缓慢，而中药提取物和制药设备业务已经逐步萎缩，在工业销售中占比很小。公司未来也是聚焦于大输液这一细分市场，加大在大输液上的投入，发挥公司在这一领域的传统优势，扩大市场份额，保持公司领先者之一的地位。在制剂上，由于公司主要是以普药品种为主，因此寄希望于开拓第三终端市场，并争取进入基本药物目录，获得新的增长空间。

图三、双鹤药业工业产品销售收入分布图（2008 年中期）



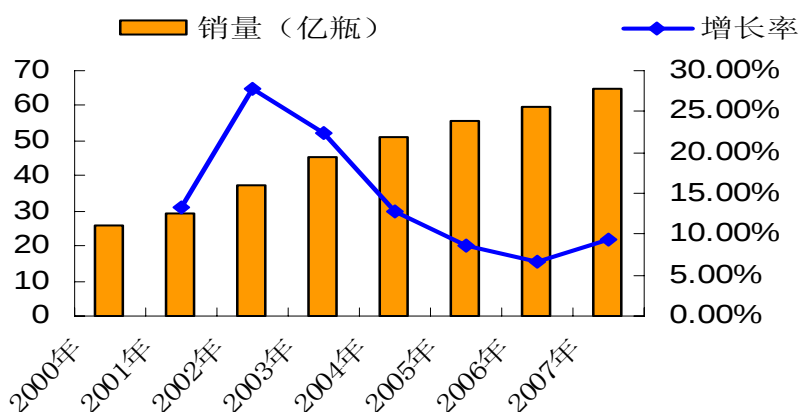
数据来源：上市公司公告，东北证券研究所

1) 大输液——市场的领先者

大输液是医药产品中比较特殊的一个分类，由于人体在受到大的创伤或者手术过程中，血液等体会大量的流失，如果不及时的补充，就会对生命形成威胁，在病人不能够通过消化系统进行快速补充的情况下，通过静脉注射的方式，直接向人体补充水分和其他营养物质就成为临床必需的选择，大输液也就应运而生，并在临床治疗中占据了非常重要的位置。从 1832 年至今，临床大输液制剂生产已有 170 多年的历史，已由最初的生产生理盐水发展到生产体液平衡液、营养性输液、人工透析液、血浆增容剂和治疗性输液五大类近 200 个品种，包装也从玻璃瓶向塑料瓶以及非 PVC 软袋等材料发展。

我国大输液产品增长很快，在 2000 年我国的大输液产品产量在 25.7 亿瓶，到 2003 年就猛增到 45.5 亿瓶，3 年的复合增长率在 20% 以上，但是随着 2004 年开始行业竞争加剧，需求放缓，价格大幅下降后，大输液的增长速度开始放缓到各位数，直到 2007 年随着整个医药行业需求的复苏，大输液销售量的增长率才恢复到两位数的增长。到 2007 年，大输液的销售量已经达到了 65 亿瓶，是 2000 年的 2.5 倍，年复合增长率 14.7%。

图三、2000-2007 年大输液产品销售情况



数据来源：卫生部，东北证券研究所

我国在上世纪 90 年代还主要生产氯化钠和葡萄糖为主的体液平衡型大输液，占 90% 以上的比重，到 2000 年，体液平衡型大输液的比重已经下降到 55%，目前这一比例已经下降到 50% 以下，而治疗性大输液的占比已经提高到 30% 以上。而技术要求更高的肠外营养液、血浆增容剂等产品近些年的需求增长很快，但是由于国内技术水平限制，目前还是由外资或者合资公司主导。

从包装材料上来说，目前三代包装材料处于并存的局面，玻璃瓶依然占有 70% 以上的市场份额，但是其市场份额已经逐步被塑料瓶和非 PVC 袋替代，塑料瓶和非 PVC 袋的市场份额从 10 年前的没有快速提高到 30% 的市场份额。由于塑料瓶

的性能要高于玻璃瓶，而且近些年随着生产规模的扩大和成本的降低，其价格也在向玻璃瓶接近，因此塑料瓶会持续的对玻璃瓶进行替代，非 PVC 软袋成本较高，目前还只是应用于一线城市和一些高端产品中，虽然增长很快，但是还不能成为主流。由于我国医药消费层次的较大差异，玻璃瓶将会在较长时间内依然占据较大的市场份额。

表一、三种不同包装大输液优缺点的比较

种类	优点	缺点	终端价格	市场分额
玻璃瓶	化学稳定性高、透明度好、价格便宜	质量重、易碎、能耗高、污染大	2.5-3 元	73.8%
塑料瓶	稳定性好、质量轻、抗冲击性好、可回收利用	脂溶性药物长期储藏有溶出物	3.4-6 元	19.7%
非 PVC 软袋	结合各方面的优点	成本高、技术难度大	6.6-7.5 元	6.5%

数据来源：医药经济报，东北证券研究所

虽然大输液有很多的分类和包装材料的区别，但是生产技术已经非常的成熟，在医药行业中属于比较普通的品种，技术含量不高，适合于大批量的生产，符合规模经济规律，因此在国外发达国家市场，基本上是两家公司就占据大部分的市场份额。如在美国，百特公司占了大输液市场的近 80% 的份额；麦高公司和阿波特公司占共 20% 左右；欧洲大输液市场基本被费森尤斯、贝朗、百特克林泰克和法玛西亚四大公司占领；在日本，大冢公司占有的市场份额最大。而在我国由于消费层次差别很大而且技术升级周期非常短，所以在不同层次上竞争非常的激烈。

在我国基本上分为三个层次的竞争，在高端领域，尤其是在肠外营养液、血浆扩容物和高端的治疗性输液方面，基本上是上海百特、天津大冢、江苏华瑞和北京费森尤斯等国外公司所占据，第二个层次是北京双鹤、四川科伦两家全国性的生产企业在产业升级以及全国布局上走在了前面，因此享受着规模优势和技术领先的优势，第三个层次的是地方性的生产企业，包括石四药、山东华鲁、鲁抗辰欣、湖南金健、巨能实业和丰原药业等，这些企业基本上占据一省的市场份额，外部面临全国性企业的竞争，内部受到其他小型生产企业的挑战。

大输液规模经济的特点使得生产企业不断扩大产能，降低生产成本成为竞争的利器，在 2003-2004 年 GMP 改造期间，全国兴建了众多的玻璃瓶生产线，当时的产量为 45 亿瓶，但是产能已经达到了 70 亿瓶，低价竞争就此开始，一瓶大输液最低的价格达到了 0.8 元，低于一瓶矿泉水的价格。经过了 2-3 年的调整，部分玻璃瓶生产线退出市场，产品的价格才逐步的恢复到成本线以上。但是目前由于医疗体制改革对医药需求的释放以及玻璃瓶向塑料瓶升级的产业内调整，兴建塑料瓶生产线又开始在全国大规模的进行，近两年就有 26 条塑料瓶和非 PVC 软袋的生产线

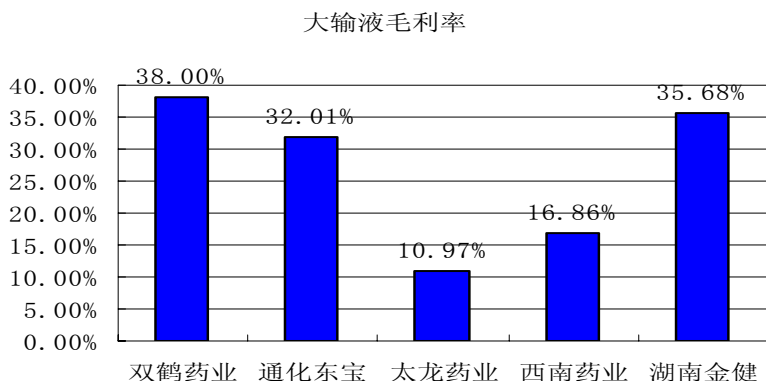
在建设中，产能超过 10 亿瓶/袋，未来 2-3 年，新一轮的塑料瓶价格战可能像 5 年前一样打响。

对于大输液行业来说，2-3 轮价格战，把中小竞争者挤出市场，最终少数几家大企业占据大部分的市场份额是行业发展的必然过程，因此对于企业来说，一方面要增加自身的资金储备，挺过即将来临的价格战，最终扩大自身的市场份额；另一方面要加强在高端产品的研发工作，进入外资所垄断的高端市场。

对于双鹤药业来说，公司已经把大输液定位为公司重点发展的产品，公司的优势在于：

第一、公司占据了大输液需求最大的北京市场，由于大输液在手术中的应用最为广泛，因此在大医院云集的北京市，手术的台数在全国领先，大输液的使用量也名列前茅，销售价格也要高出其他地区，双鹤药业占据这一主要市场，不但产品的毛利率要高于其他的厂商，还使得公司能够获得扩张所需的稳定的现金流的支持。

图四、大输液企业毛利率对比图



数据来源：上市公司公告、东北证券研究所

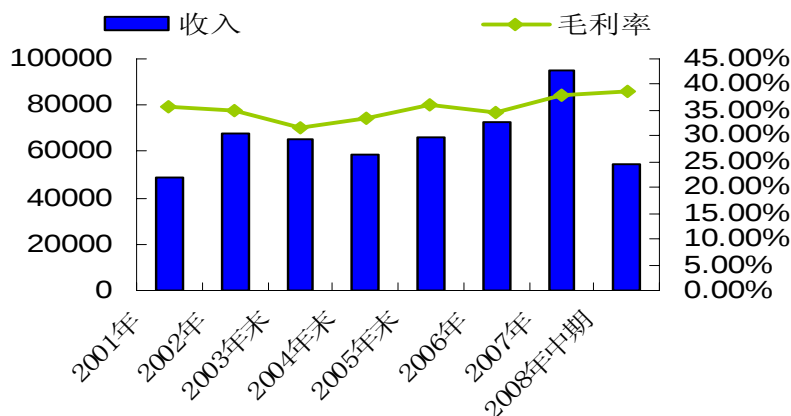
第二、公司全国布局较早，早 1997 年上市后，公司就已经开始了全国的布局，在安徽、湖北、陕西和云南等地建设了大输液生产基地，分别辐射华东、华中、西北和西南等地区。虽然在 2003-2005 年公司扩张过速而业绩大幅下滑，公司放缓了扩张的步伐，但是在 2007 年公司剥离不良资产后，在 2008 年收购了广东地区的神州制药，并改组成佛山双鹤，进入了华南市场，并且在辽宁新民兴建塑料瓶生产线，进入东北市场。至此公司已经基本上完成了在全国的布局，并把其生产能力扩大到 10 亿瓶以上，占到市场份额的 15-18%。

第三、公司的产品结构比较合理，在 2007 年定向增发，兴建 2.35 亿瓶塑料瓶，3000 万袋软袋的产能以后，公司玻璃瓶、塑料瓶和软袋产品的比例已经调整到 4.8: 4.1: 1.1。辽宁的 2 条塑料瓶生产线达产后，公司塑料瓶的产能将超过 50%。塑料

产品主要集中在北京等发达地区，而玻璃瓶主要在湖北、陕西和云南等不发达地区，分别满足各自的需求。另外公司在治疗性大输液上也有很多的产品，产品批文基本上覆盖了国内所有的品种，公司自主研制的羟乙基淀粉是比较好的血浆扩容剂，公司可以在产业升级的过程中，发挥近些年在大输液产品上的技术积累，顺势进入高端市场。

当然，由于大输液整个行业面临着产能过剩和价格战的风险，双鹤药业也不能避免，在 2003-2004 年玻璃瓶价格战期间，虽然公司的产品价格远高于其他地区的价格，但是也从 3.4 元下降到 1.6 元，毛利率也从 35%以上下降到 31%左右，在销售量增长的情况下，销售金额确有所下降。所以一旦新的价格战开始，公司虽然能够成为最终的胜利者之一，但是在过程中，也要承受产品毛利率下降，利润减少的影响。

图五、双鹤药业大输液产品销售收入和毛利率变动图



数据来源：上市公司公告、东北证券研究所

因此，双鹤药业大输液产品在 2009-2011 的三年中可能保持销售收入增长，但是毛利率保持稳定或略有下降的趋势，高毛利率的塑料瓶产品占比增加和产品价格下降对整体的毛利率产生相反的效果。

2) 心血管药物开拓低端市场

双鹤药业心血管药物 2007 年的销售额为 6.23 亿元，占公司工业销售收入的 30%，但是毛利率高达 84%，远高于其他产品的毛利率水平，毛利润占工业毛利的 40%，是公司重要的利润来源。由于双鹤药业在药品研发上的实力并不突出，所以公司在药品上要靠老产品来保持增长，公司在心血管药物上的主要产品是北京降压 0 号和舒血宁注射液，两者占据了心血管药物 95% 以上的销售额。

北京降压 0 号是一个复方降压药，由多种传统降压药组成，包括两种利尿剂和两种神经性降压药，用于轻中度高血压。该产品上市已经接近 30 年，在 2000

年销售收入只有 1 亿元，在经过 5 年左右的快速增长以后，在 2006 年销售收入已经接近 5 亿元，使用人群达到了 300 万人。北京降压 0 号的优势在于效果稳定，其主要的 4 种复方成分都是传统降压药物中经典的药物，所以降压的效果稳定，副作用较小；另外低廉的价格也使得其在竞争中占有一定的优势，北京降压 0 号每天服用量的价格在 1 元钱以下，低于其他普通降压药 2 元左右的价格，而最新的普利类和沙坦类降压药每天的价格在 5 元以上的；多年的运作也使北京降压 0 号形成了一定的品牌效应，区别于类似于复方利血平等相似药物。北京降压 0 号的劣势在于相对于最新的降压药，降压的速度和效果较慢，而且不能用于高度的高血压的控制；目前虽然只有 5 亿的销售额，但是 300 万人的使用规模已经占据经常服用降压药人群的 5%，相似产品众多，继续扩大市场份额的难度很大。虽然公司立足于第三终端市场，努力开发新的使用人群，但是在 5 亿销售额的基础上投入产出比会逐步消减。预计北京降压 0 号的增长会弱于行业的增长速度。

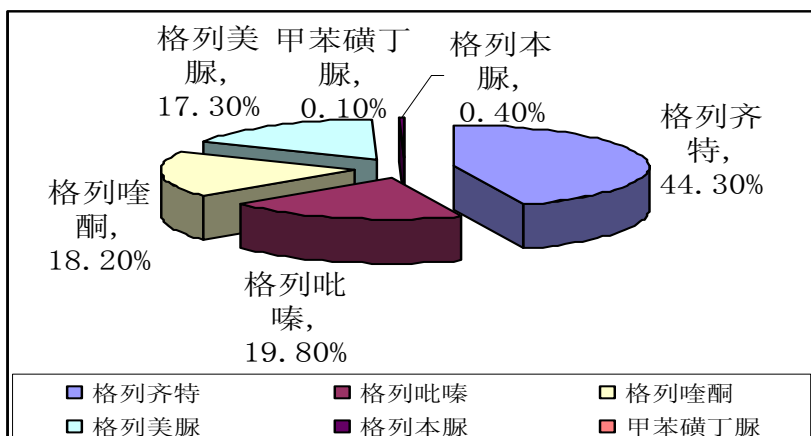
舒血宁注射液是一种银杏叶提取物，目前银杏叶提取物已经成为改善血液系统，治疗心脑血管疾病的热门药物。目前舒血宁注射液的市场厂家有 9 家，包括了黑龙江珍宝岛、上海先锋和神威制药等知名厂商。双鹤药业的舒血宁注射液主要由子公司双鹤高科天然植物药有限公司生产，2007 年的销售收入为 1.2 亿元，2008 年的销售预计在 1.6 亿左右，增长在 30% 以上。在没有其他新产品的情况下，舒血宁注射液将是公司在心血管药物上重点推广的产品。由于目前对于中药注射液质量安全的质疑，可能对舒血宁注射液的销售产生一定的负面影响。

3) 内分泌药物独木难支

公司的内分泌药物 2007 年销售额为 1.8 亿元，占工业销售收入的 9%，毛利率 66%，毛利润占整体的 10%。内分泌药物集中在降糖药，和心血管药物一样，由于后续产品推出较慢，公司目前在降糖药上也集中在两个品种上，糖适平和二甲双胍。

糖适平的通用名称是格列喹酮，是一种磺酰脲类促胰岛素分泌剂，磺酰脲类促胰岛素分泌剂通过促进胰岛素的分泌来提高体内胰岛素的水平，对于胰岛素功能没有完全丧失的患者具有较好的疗效，是经典的口服降糖药之一，但是长期服用可能会造成胰岛腺的永久性损伤，在各种新型的降糖药推出后，其市场地位有所下降。2007 年，格列喹酮占据了磺酰脲类药物 18.2% 的市场份额，而双鹤药业生产的糖适平几乎占据格列喹酮全部的市场份额，2007 年销售额为 1.6 亿元，但是相对于 2006 年几乎没有增长。由于磺酰脲类药物已经进入了下降周期，糖适平的销售已经处于成熟下降的趋势。

图六、磺酰脲类药物市场份额分布



数据来源：医药经济报、东北证券研究所

二甲双胍是双胍类的降糖药，主要是通过降低葡萄糖的吸收，增加对葡萄糖的利用来降低体内葡萄糖的含量，由于其作用的靶点广泛，而且价格低廉，因此经常被用于和其他的降糖药物联合使用，使用量很大，2007 年占整个糖尿病用药市场份额的 6%，但是目前国内有上百家企业生产二甲双胍，竞争非常激烈，双鹤药业的产品在市场中占据的市场份额较低，2007 年的销售额只有 2000 多万元。

因此，虽然糖尿病市场具有非常广阔的发展前景，但是以公司目前的品种来看，增长前景并不乐观。

4) 其他药物

双鹤药业制药的其他产品包括了母公司生产的中药普药和抗感染药物、山西晋新双鹤生产的中药和其他注射液品种、双鹤现代生产的复方杜仲健骨颗粒等，2007 年销售规模在 4.2 亿元左右，比 2006 年有所萎缩，由于没有进入公司三大主打系列，所以未来在公司内的重视程度会继续的下降，尤其是山西晋新药业，在 2004 年以后就持续的亏损，2007 年的亏损额超过 1000 万元，未来不排除被公司剥离的可能性。

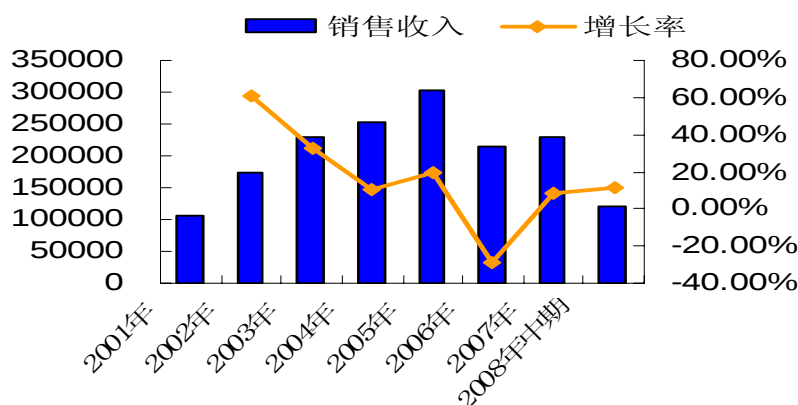
5) 医药商业业务逐步萎缩

在 2006 年以前，双鹤药业制定的工业和商业共同发展的战略，公司的医药商业业务也在全国各地全面铺开，在经历了行业不景气和管理不善的双重影响下，承受了较大的亏损，在 2006 年开始就逐步的剥离商业资产，目前只剩下北京和湖南两块较大的业务和郑州、山西等地的较小的业务，销售收入也在 2005 年达到巅峰的 30 亿元以后，在 2006 年下降到 21 亿元，主要是剥离了昆山双鹤的业务。2007 年以后恢复了自然的增长，但是增长速度在 10% 以下，明显地于工业的增长速度。

2007 年北京地区的销售收入为 11 亿元，占北京地区市场份额不到 5%，目前

北京地区已经形成了北京市医药集团、国药股份等大型的医药商业企业，前三名的市场份额在 50% 以上，双鹤药业在北京地区处于相对的劣势，但是 2007 年的利润达到了 1600 多万元，销售利润率要高于行业平均的利润率。在湖南市场的长沙双鹤销售规模为 22 亿元，占当地市场的 25% 左右的市场份额，是湖南市场医药商业的领先者，2007 年实现利润 2000 多万元，销售利润率也接近于 1%，高于行业的平均水平。因此，公司医药商业虽然规模不大，但是利润率水平要高于行业平均水平，对于公司来说，目前还是工业利润以外的重要补充。但是从行业发展趋势来说，虽然大型商业企业的全国布局，偏居一隅的医药商业企业面临着或者被收购或者在市场竞争中被淘汰的命运，所以从长期的角度来说，双鹤药业医药商业在公司中所占的比重会越来越小，甚至最终剥离出股份公司。

图七、双鹤药业医药商业销售收入变动图



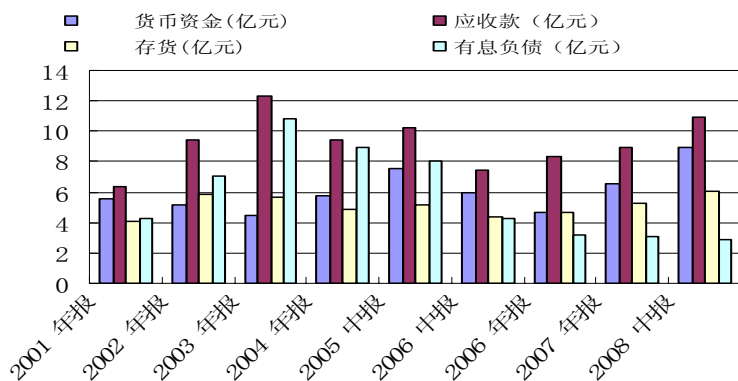
数据来源：上市公司公告、东北证券研究所

因此，公司未来 2-3 年销售收入增长的压力比较大，工业 15-20% 的增长，公司整体 12-15% 的增长的可能性较大，主要的增长来自于大输液的增长。

3. 财务分析——费用控制是提升利润

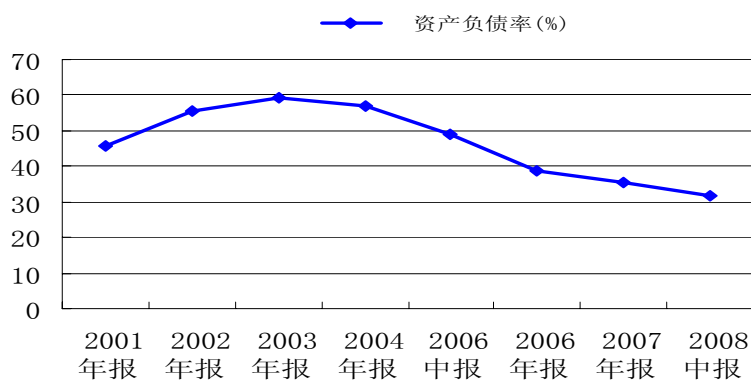
在 2001-2004 年的扩张阶段，公司的资产负债表逐步的恶化，货币资金从 5.5 亿元下降到 4.4 亿元，应收账款上升到 10.4 亿元，有息负债超过 10 亿元，资产负债率达到了 60%。在 2005 年以后，随着亏损子公司的剥离，公司的资产负债表显著的改善，2008 年中期货币资金上升到 8.9 亿元，应收账款和应收票据 9 亿元，有息负债只有 2.8 亿元，资产负债率已经下降到 31.73%，这为公司未来的收购和扩张奠定了坚实的基础。公司的运营效率也得到了较大的提升，2007 年底应收账款周转率 9.05 倍，存货周转率 6.38 倍，都是上市以来最高的水平，而且和同行业相比，也远高于行业的中值。

图八、双鹤药业资产负债表变动图



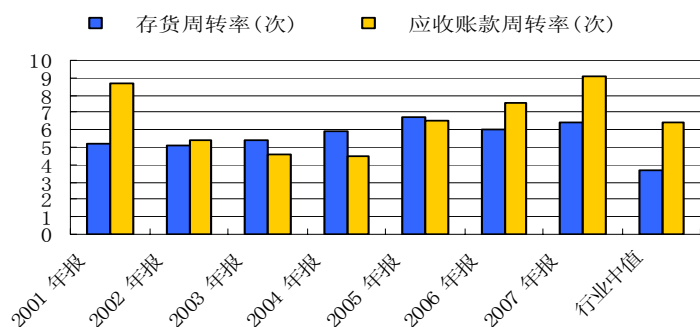
数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

图九、双鹤药业资产负债率变动图



数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

图十、双鹤药业应收账款和存货周转率

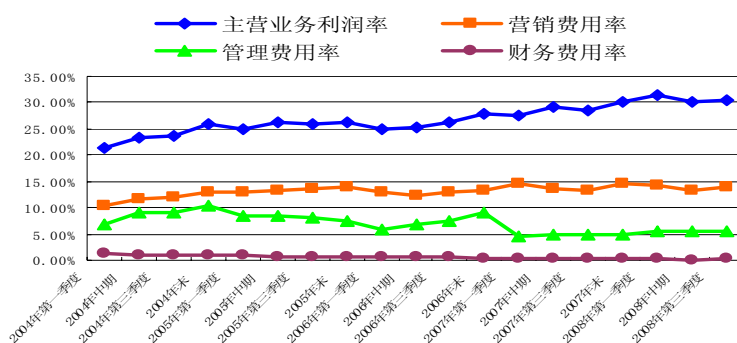


数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

从利润表来看，2007 年和 2005 年的销售收入基本上相同，但是由于工业占比

的提高以及大输液等产品毛利率提高，2007 年毛利率比 2005 年提高了 3.8 个百分点，但是营销费用却比 2005 年只增加了 3%，营销费用率只提高了 0.5 个百分点，管理费用 2007 年比 2005 年下降了 20%，管理费用率下降了 2.6 个百分点，财务费用下降了 70%，财务费用率下降了 0.5 个百分点，所以在营业利润的增加额中，结构调整占了利润增加的 60%，而费用控制占利润增加的 40%。2008 年随着工业占比的进一步提高，毛利率又提高了 0.5 个百分点，由于 2008 年各项成本都大幅提高，所以公司的三项费用率比 2007 年提高了 1.3 个百分点，主要来自营销费用和管理费用，人工成本的提高占了较大的比例。

图十一、双鹤药业主要成本费用比率

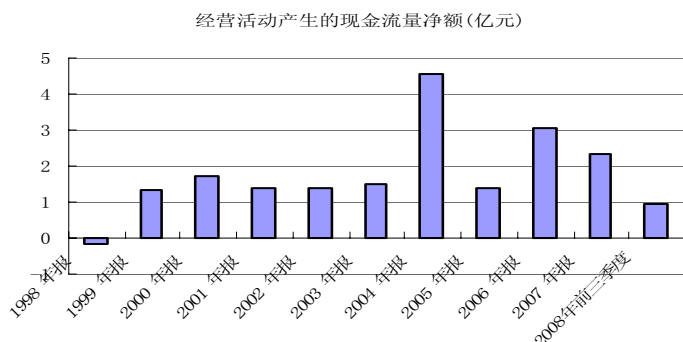


数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

2009 年公司在销售收入已经具有一定规模，无法快速增长的情况下，在成本费用控制上来实现利润的增长。公司经营的大输液品种运输成本占成本比重很高，2008 年的高油价给公司带来了很多的额外成本，在 2009 年随着油价的下降，运输费用上可以有效的降低，2008 年人工成本提高了 15%以上，2009 年随着经济的不景气，2009 年人工成本的增长幅度会大幅的下降，2009 年公司成本费用的增幅要低于销售收入的增长。2010 年预计公司还会继续在成本费用上下功夫，从而保证利润的增长高于销售收入的增长。

从现金流量表上来分析，2008 年前三季度公司的经营性现金流为 9200 万元，只有 2007 年同期的 1/2，只有净利润的 1/3。公司的应收票据比去年同期增加了 1.1 亿元，可以解释公司经营性现金流下降的原因，但是公司回款放缓是不争的事实，这和整个医药行业的大环境有关，虽然公司有较高的现金储备，但是还是要需要继续密切关注公司的现金流状况。

图十二、双鹤药业经营性现金流状况



数据来源: Wind 资讯、东北证券研究所

总体来说,双鹤药业的资产质量、运营能力和成本费用控制能力在医药企业,尤其是国有大型制药企业中名列前茅,但是还有通过管理上的提高来实现利润增长的空间。

4. 盈利预测与投资评级

预计双鹤药业 2008-2010 年每股收益为 0.75 元、0.92 元和 1.13 元,公司目前正在申请高新技术企业资格,下属子公司万辉双鹤和双鹤现代已经进入了第二批名单,公司获得高新技术企业资格,享受 15%所得税优惠的可能性很大,如果享受 15%所得税优惠,公司的每股收益将会提高到 0.85 元、1.03 元和 1.28 元。

公司目前的股价在 25 元左右,2008-2010 年的市盈率在 33 倍、27 倍和 22 倍(25%所得税率),或 29 倍、24 倍和 19.5 倍(15%所得税率)。公司专注于大输液产品领域,未来有很大机会成为国内大输液产品的巨头,是这一细分行业的龙头,虽然有可能承受大输液产品价格战的洗礼,但是可以享受到行业集中度大幅提高后的收益。公司的其他主要品种市场份额、收益和现金流都比较稳定,是好的防御性品种。

目前医药类上市公司 2009 年的市盈率在 25 倍左右,一线医药股的市盈率在 30 倍,双鹤药业存在一定的低估,给予初次谨慎推荐的投资评级。

5. 风险因素

大输液产品产能过剩、存在新的价格战的可能,使得产品价格下降。

股东之间对控股权的争夺对公司的经营产生影响。

公司未能进入所得税优惠名单

6. 盈利预测表

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
营业收入	455662	508263	515420	575399
营业总成本	416316	462363	458633	505151
其中：营业成本	318625	354107	344776	387024
营业税金及附加	2809	3300	3800	4500
营业费用	66069	74715	77313	80556
管理费用	22468	28463	30925	31072
财务费用	1143	762	619	600
资产减值损失	5200	1017	1200	1400
投资收益	30	200	200	200
营业利润	39376	46100	56988	70447
营业外收支净额	18092	2000	2000	2000
利润总额	57468	48100	58988	72447
所得税	11708	12025	14747	18112
净利润	45760	36075	44241	54336
属于母公司的净利润	43757	35575	43641	53636
少数股东损益	2003	500	600	700
每股收益	0.9185	0.7467	0.9160	1.1258

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209