

双鹤药业(600062)年报点评

业绩符合预期, 维持评级

谨慎推荐

维持评级

健康护理/化学制药

2009 年 4 月 28 日

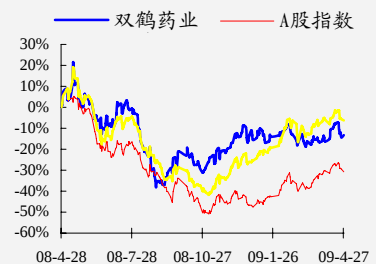
投资要点:

- 2008 年, 公司实现销售收入 49.5 亿元, 同比增长 8.67%, 营业利润 4.52 亿元, 同比增长 14.80%, 利润总额 4.7 亿元, 下降 18.10%, 属于母公司的净利润 3.8 亿元, 下降 13%, 每股收益 0.82 元, 符合我们的预期。
- 2009 年第一季度, 公司实现销售收入 12.3 亿元, 同比增长 5.88%, 属于母公司的净利润 1.46 亿元, 同比增长 35%, 每股收益 0.31 元。
- 大输液依然是公司增长的主要来源, 销售收入增长 23.33%, 心血管药物和内分泌药物分别增长 12.77% 和 5.6%, 工业部分的毛利率小幅下降, 但是由于占比增加, 公司整体的毛利率水平上升, 2009 年第一季度公司工业部分依然保持 15% 左右的增长速度。
- 2008 年的费用率上升, 但是 2009 年公司的费用率水平会保持以往的下降趋势。
- 公司的资产负债表和现金流量表都非常良好, 10 亿元的现金储备是公司未来发展的保障。
- 未来公司大输液产品依然将维持较快的增长速度, 医改带来的医药消费下沉对公司的普药销售也有一定的刺激左右, 维持对公司 2009-2010 年的业绩预测, 维持谨慎推荐的评级。

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(%)
2008E	495,152	8.67	38,057	(13.03)	0.82		30.23	
2009E	532,662	7.58	49,249	29.40	1.03		24	
2010E	564,124	5.91	60,928	23.72	1.28		19	
2011E								

走势图



市场数据

2009-4-27

收盘价:	24.76 元
52 周最高价:	35.89 元
52 周最低价:	17.51 元
平均持仓成本:	24.88 元

基本数据

2009Q1

总股本 (万股):	47,641
流通 A 股 (万股):	47,641
每股收益 (元):	0.31
每股净资产 (元):	6.77
每股经营现金流 (元):	0.22
市净率:	3.66

分析师: 宋晗

TEL: (8621)6336 7000-254

FAX: (8621)6337 3209

Email: songh@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

2009 年 4 月 28 日,双鹤药业公布了 2008 年和 2009 年第一季度业绩报告,2008 年公司实现销售收入 49.5 亿元,同比增长 8.67%,营业利润 4.52 亿元,同比增长 14.80%,利润总额 4.7 亿元,下降 18.10%,属于母公司的净利润 3.8 亿元,下降 13%,每股收益 0.82 元,符合我们的预期。

2009 年公司第一季度实现销售收入 12.3 亿元,同比增长 5.88%,属于母公司的净利润 1.46 亿元,同比增长 35%,每股收益 0.31 元。

大输液依然是公司增长的主要动力

虽然公司的整体销售收入增长速度不高,但是公司的工业实现销售收入 25.23 亿元,同比增长 15.66%,超过商业成为公司销售收入的主要来源,商业实现销售收入 23.84 亿元,同比微增 3%。

在工业产品中,大输液系列产品实现销售收入 11.7 亿元,同比增长 23.33%,是公司各个业务板块中增长速度最快的板块,虽然由于成本上升,公司玻璃瓶输液的毛利率下降了 4-5 个百分点,但是由于高毛利的塑料瓶输液在输液中的占比上升到超过 50%,输液产品整体的毛利率只下降了 1 个百分点,实现毛利 4.32 亿元,超过了降压 0 号,成为贡献毛利最多的品种。

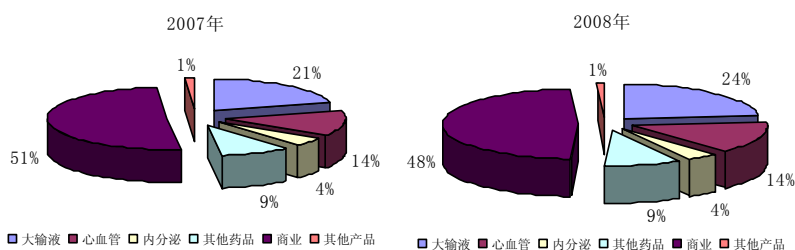
心血管板块中,北京降压 0 号销售数量超过 8 亿片,销售额超过 5 亿元,同比增长 6.7%,舒血宁注射液销售收入增长 42.5%,销售收入达到 1.7 亿元,带动心血管板块销售收入增长 12.77%。心血管板块贡献销售毛利 5.86 亿元,依然是公司利润的主要来源。

内分泌板块销售增长依然缓慢,主要产品糖适平销售收入基本没有增长,而二线品种二甲双胍虽然增长较快,但是由于占比依然较小,无法带动板块整体的增长,内分泌板块实现销售收入 1.95 亿元,同比增长只有 5.6%,贡献毛利 1.25 亿元。

公司其他药品销售收入只增长了 6.6%达到 4.5 亿元,但是由于毛利率提高 4 个百分点,毛利润增长 14.46%,贡献 2.4 亿元毛利。

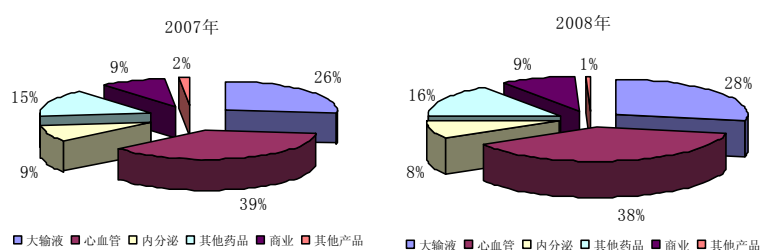
2009 年第一季度虽然没有公布分部门的数据,但是我们看到公司的整体毛利率提高近两个百分点,说明工业部门的销售收入的增长要原快于商业部分的增长,我们预测工业部门销售收入增长依然能维持在 15%的水平。

图一、双鹤药业各个板块销售收入占比图



数据来源：上市公司公告、东北证券研究所

图二、双鹤药业各个板块销售毛利占比图



数据来源：上市公司公告、东北证券研究所

费用率微幅提高

2008 年受到各种成本上升的因素影响，公司的费用也有所增加，销售费用增长 13.3%，管理费用增长 29.5%，销售费用的增长幅度基本上和工业部分销售收入增长幅度相同，但是管理费用的增幅更高。但从工业的角度来看，三项费用率为 25.45%，比 2007 年增加了 0.35 个百分点，工业部分的毛利率也有 0.87 个百分点的下降，所以主营业务的利润只增长了 7.1%，低于销售收入的增长。

2008 年公司的非经常性损益虽然低于 2007 年，单是依然有近 5000 万元，占利润总额的 10%。另外公司及多家子公司的所得税率下调到 15%，使得公司的所得税比 2007 年大幅下降，也增加了公司的净利润水平。

2009 年第一季度，公司的三项费用和去年同期基本持平，在经过了 2008 年的波动以后，公司在费用控制上的能力再次显现，保证公司的利润增长快于销售收入的增长。

资产健康、现金充裕

公司的资产负债率下降到 26.2%，是历史的最低水平，公司应收账款周转率 9.5 倍，存货周转率 6 倍，均处于历史较好水平。在经过 2005-2007 年的大幅清理坏账之后，公司目前 3 年以上的应收款和其他应收款都已经基本计提完毕，公司的资产质量得到了大幅的提升。公司的有息负债从最高时候的近 9 亿元下降到 2009 年第一季度末的 2.5 亿元，手握 10 亿元现金，可以为公司未来的发展提供足够的资金支持。

公司的经营性现金流略低于净利润，但是我们可以看到经营性现金流较低的原因是公司在不断归还应付款项，除了应付账款，其他的应付款比 2007 年底减少了 2.5 亿元。

公司良好的资产质量保证公司在未来的发展中不再重蹈 2002-2004 年扩张失误的覆辙。

投资建议

虽然公司的销售收入增长表现的并不明显，但是公司主要业务来源工业部分的增长在大型的医药企业中表现较佳，公司在 2008 年开始的新一轮大输液布局奠定了公司成为我国大输液垄断寡头之一的地位，2009 年在公司新的塑料瓶生产线和软袋生产线建成后，已经完成了从产品到地域的布局。虽然未来大输液由于产能扩张速度较快可能会形成新一轮价格竞争，进而影响毛利率的水平，但是市场份额的扩大和产品升级可以有效的弥补毛利率的下降。心血管和内分泌以及其他产品都属于普药产品，未来在医疗系统向下倾斜的过程中可以保持一个行业平均的增长速度。

双鹤药业由于目前的销售规模已经较大而且产品线并不是非常的丰富，所以未来的增长速度并不会非常的显著，鉴于公司在大输液产品中的领先地位以及目前并不高的估值水平，维持公司谨慎推荐的投资评级。

盈利预测表

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
营业收入	455662	495153	532662	564124
营业总成本	416316	452947	475519	492837
其中：营业成本	318625	341772	357860	370000
营业税金及附加	2809	3247	3800	4500
营业费用	66069	74856	79899	83490
管理费用	22468	29088	31960	32719
财务费用	1143	1280	799	1128
资产减值损失	5200	2704	1200	1000
投资收益	30	2998	200	200
营业利润	39376	45204	57344	71486
营业外收支净额	18092	1862	2000	2000
利润总额	57468	47066	59344	73486
所得税	11708	7420	9495	11758
净利润	45760	39646	49849	61728
属于母公司的净利润	43757	38058	49249	60928
少数股东损益	2003	1588	600	800
每股收益	0.9185	0.8191	1.0337	1.2789

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