

医药行业

2009 年 12 月 28 日



公司研究

公司投资价值分析

首次评级：短期-强烈推荐、长期-A

过度悲观预期后投资价值已经显现

—双鹤药业（600062）投资价值分析报告

核心观点

公司将成为大输液行业的领导者：目前国内大输液市场持续快速增长，但也面临着产业格局分散，产能过剩和竞争层次低的问题。目前行业的洗牌正在加速进行中，市场向规模企业集中的趋势非常明显。而公司已经完成了全国范围的产业布局，拥有了 6 大生产基地；同时公司产品结构也更具竞争力，公司高毛利率的非玻瓶产品占比已达 60%，远高于其他同行。这些竞争优势使得公司在价格战中能够保持稳定的毛利水平并不断挤占其他企业的市场份额。大输液行业在 2-3 年的大洗牌之后，公司必将成为行业的领导者。

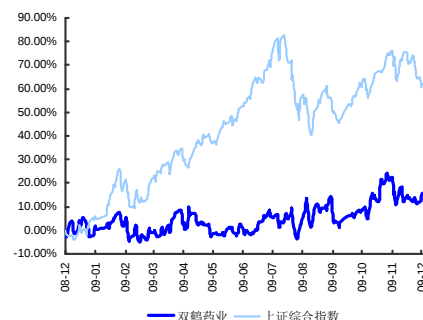
降压 0 号受益基本药物制度将成为 10 亿元的重磅产品：降压 0 号作为公司的独家品种，在国内降压药物领域领先优势明显。降压 0 号已经成功入选国家基本药物目录，而其竞争对手珍菊降压片和硝苯地平片等并未入选。相对于其他 5 种入选目录的降压药，降压 0 号在品牌知名度和疗效方面都具有十分显著的优势。降压 0 号 09 年销量将突破 9 亿片，销售额将突破 6 亿元，预计未来几年该产品将显著受益于基本药物制度，并保持 20%以上的增长，从而成为 10 亿元的重磅产品。

降糖药形成规模优势，新产品值得期待：公司降糖药主打品种糖适平属于第二代磺脲类降糖药，目前销售额在 2 亿元左右。公司近期又陆续推出了两个降糖新产品，“卜可”二甲双胍缓释剂和吡格列酮片。公司在降糖药领域规模化优势正逐步形成，系列化的产品结构将产生协同效应，从而促进新老产品的快速放量，09 年上半年二甲双胍缓释片的增速达到 169%。此外，公司的舒血宁、一君、盈源、儿泻康贴膜等产品正处在高速增长期，同时，匹伐他汀、美洛西康、氟西汀等新产品也值得期待，出口业务在 2010 年以后也将贡献收益。

给予公司“短期-强烈推荐，长期-A”投资评级。09 年公司股价表现不佳，涨幅远落后于其他医药股。我们认为这已经是对大输液降价等不利因素进行了充分反应。随着大输液行业洗牌进程的加快，以及降压 0 号显著受益于基本药物制度，公司的投资价值正在逐步显现。我们预计公司 09-11 年 EPS 分别是 0.85 元，1.10 元和 1.37 元，以 12 月 25 日收盘价 23.54 元计算，PE 分别为 27、21 和 17 倍，估值优势明显。我们认为公司 2010 年合理动态 PE 应在 25-30 倍之间，对应合理股价应在 27.5-33.0 元之间。给予公司“短期-强烈推荐，长期-A”的投资评级。

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

最近 12 个月走势特征



数据来源：wind

公司主要财务指标

项目	数值
总股本	57,170 万股
实际流通股本	31,591 万股
每股净资产	5.89 元
资产负债率	26.65%
ROE	10.46%

数据来源：公司公告，国都证券研究所

国都证券研究所

蔡建军

电话：010-84183153

E-mail: caijianjun@guodu.com

联系人：周红军

电话：010-84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

正文目录

1、聚焦医药工业，打造三大核心.....	4
2、公司将成为大输液行业的领导者.....	7
2.1、大输液市场洗牌进行时.....	7
2.2、公司将成为大输液行业的霸主.....	9
3、独家品种降压 0 号将成为 10 亿元的重磅产品.....	11
3.1 降压 0 号市场领先优势明显	11
3.2 基本药物制度将使降压 0 成长为 10 亿元的重磅产品	12
4、降糖药将形成规模效应.....	13
5、新产品值得期待	14
6、盈利预测与估值	14
6.1 盈利预测	14
6.2 公司估值和投资建议	16
7、风险提示	16

图表目录

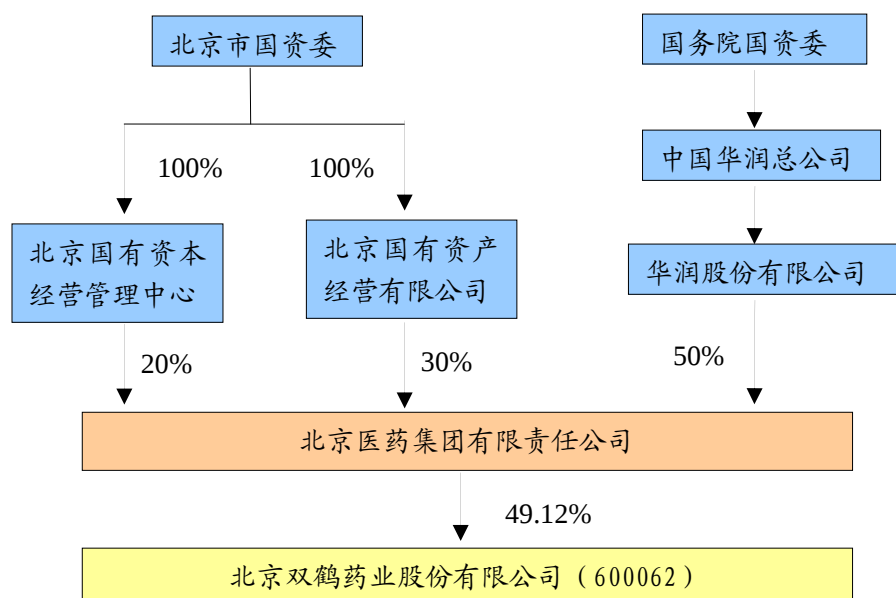
图表 1: 公司股权结构	4
图表 2: 公司组织结构	5
图表 3: 公司收入结构	5
图表 4: 公司毛利结构	5
图表 5: 公司医药工业业务情况	6
图表 6: 公司医药商业业务情况	6
图表 7: 三大核心产品收入占比情况	6
图表 8: 大输液的包装类型	8
图表 9: 大输液国内市场格局	8
图表 10: 大输液国际市场格局	8
图表 11: 公司大输液业务情况	9
图表 12: 100ml0.9%氯化钠注射液的最高零售限价情况	10
图表 13: 2009 年河南省 100ml0.9%氯化钠注射液招标情况	10
图表 14: 零售药店店员提及率前十大降压药品牌	11
图表 15: 主要降压药物对比	12
图表 16: 入选基本药物目录的降压药品种	12
图表 17: 降糖药分类情况	13
图表 18: 降糖药市场格局	13
图表 19: 磺酰脲类降糖药市场格局	13
图表 20: 公司主要产品销售收入预测(单位: 万元)	14
图表 21: 盈利预测表 (万元)	15
图表 22: 同类上市公司主要估值指标比较 (单位: 元、倍)	16

1、聚焦医药工业，打造三大核心

北京双鹤药业股份有限公司是由北京制药厂等五家单位于 1997 年共同发起设立的，并于同年在上交所上市。目前，公司业务涉及新药研发、制剂生产、原料药生产、医药销售及制药装备等多个领域，公司已经发展成为年收入超过 50 亿元的大型现代化国有医药企业。

公司控股股东为北京医药集团有限责任公司（北药集团），持股比例为 49.12%。公司大股东北药集团实力十分雄厚，拥有双鹤药业、万东医疗、紫竹药业、北京医药股份、安徽华源等 20 多家医药企业。2008 年集团总资产达到 137.12 亿元，净资产 31.45 亿元，销售收入 241.41 亿元，利润总额 7.48 亿元。

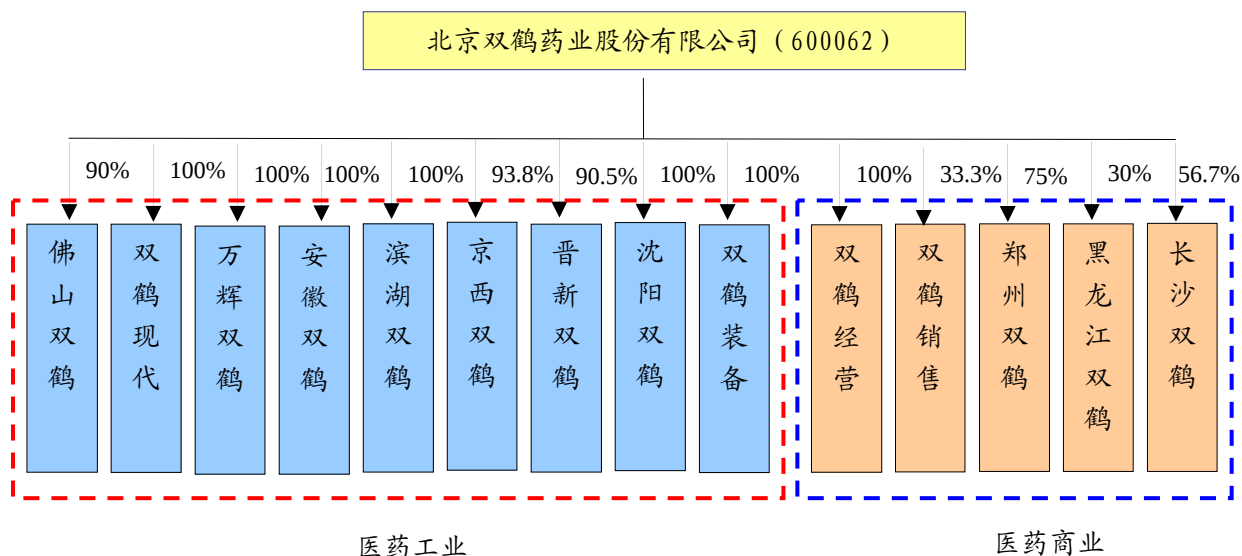
图表 1：公司股权结构



数据来源：公司公告，国都证券研究所

公司总部位于北京，拥有 10 多家控股公司，其中安徽双鹤、滨湖双鹤、京西双鹤、沈阳双鹤、佛山双鹤以及公司北京总厂负责大输液产品的生产；万辉双鹤负责生产心脑血管和内分泌药物；而双鹤经营、双鹤销售等公司则负责药品的销售。

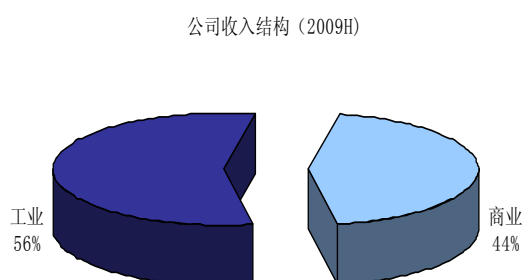
图表 2：公司组织结构



数据来源：公司公告，国都证券研究所

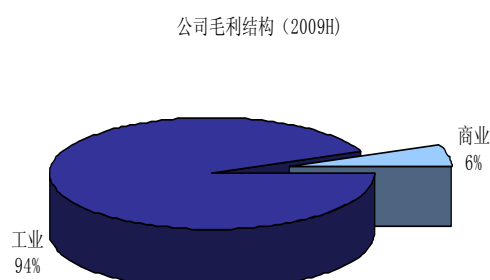
目前，公司业务主要包括医药工业和商业两部分，其中工业业务是公司利润的主要来源，占公司毛利的 94%和收入的 56%。近几年公司实施了聚焦工业的发展战略，医药工业始终保持两位数的增长，09 年上半年公司工业业务实现收入 13.64 亿元，同比增长 12%，而低毛利率的商业业务被不断压缩。09 年上半年公司商业业务实现收入 10.83 亿元，同比下降 10.63%。公司聚焦工业的发展战略使得公司整体毛利率呈现不断上升的趋势，公司的盈利能力也得到明显改善。

图表 3：公司收入结构



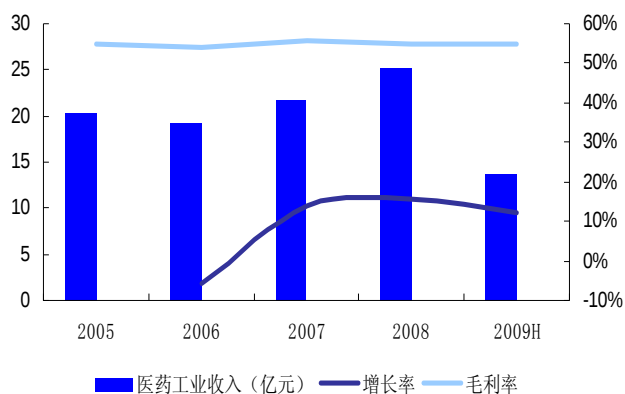
数据来源：公司公告，国都证券研究所

图表 4：公司毛利结构



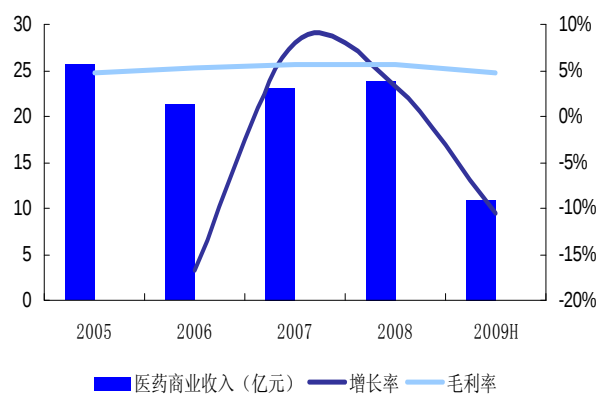
数据来源：公司公告，国都证券研究所

图表 5: 公司医药工业业务情况



数据来源: 公司公告, 国都证券研究所

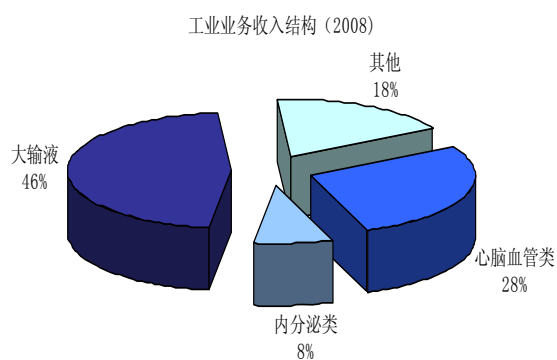
图表 6: 公司医药商业业务情况



数据来源: 公司公告, 国都证券研究所

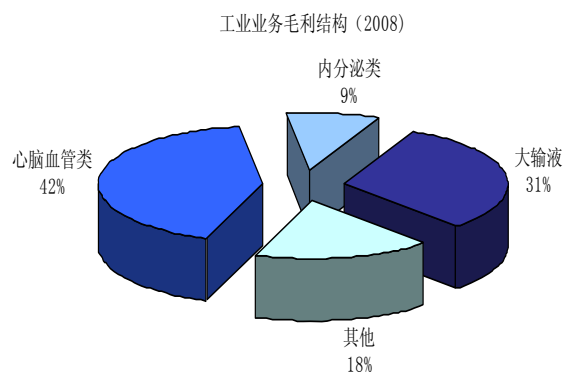
公司战略重点是发展大输液、心脑血管类疾病和内分泌类疾病的预防和治疗药物, 打造“中国输液第一品牌”、“中国降压药第一品牌”、“中国降糖药第一品牌”。经过近几年的持续发展, 目前大输液、心脑血管用药、内分泌用药也成为公司三大核心品种, 在公司工业收入和利润中的占比已经超过 82%, 是公司的重中之重。

图表 7: 三大核心产品收入占比情况



数据来源: 公司公告, 国都证券研究所

图表 8: 三大核心产品毛利占比情况



数据来源: 公司公告, 国都证券研究所

2、公司将成为大输液行业的领导者

2.1、大输液市场洗牌进行时

大输液是指容量在 100ml 或以上的大容量注射剂，临床应用十分广泛。根据功能分类可以分为基础性大输液、营养性大输液和治疗性大输液；根据包装材料又可以分为玻瓶、塑料瓶（PE、PP）和软袋（PVC，非 PVC）三类。

目前国内大输液行业呈现以下几个特点：

1、市场需求旺盛，但产能过剩明显，价格战不可避免

我国大输液市场呈现快速增长的态势，08 年我国大输液销售约为 70 亿瓶（袋），比 07 年增长 9.4%。04 年至 08 年大输液市场复合增长率超过 10%。我国大输液市场的快速增长得益于医疗机构就诊人次数和住院人次数的持续快速增长。

随着医改政策的实施，医保覆盖率的提高和基层医疗机构的建设，大输液作为临床普遍使用的基础用药，需求仍将持续释放，预计未来几年大输液市场整体增长率仍接近 10%。预计 2010 年市场容量将接近 80 亿瓶（袋）

虽然大输液市场需求依旧旺盛，但目前已出现明显的产能过剩的现象。08 年国内市场容量 70 亿瓶（袋），但产能已达到了 80 亿瓶（袋）。而且由于近两年大输液市场的持续回暖，很多企业纷纷上马新的生产线，随着新生产线的陆续投产，未来两年产能过剩现象将越发严重，价格大战仍将不可避免。

2、竞争层次较低

从产品结构来看，国内企业生产的品种主要集中在附加值较低的基础性输液上，基础性大输液占全部大输液的 55%至 60%，营养性大输液和治疗性大输液占比较低而且品种相对单一。而国外市场大输液品种有 200 多种，除了基础性大输液，还有品种丰富的治疗性和营养性大输液。

从包装结构来看，我国大输液仍然以玻瓶为主。玻瓶占比在 65%以上，而高端的塑瓶和软袋的占比合计只有 35%。反观国外，低端玻瓶的占比只有 35%，高端的塑瓶和软袋的占比相对较高，特别是在美国和加拿大这样的国家，软袋的占比甚至达到 80%以上。

3、产业格局分散

目前，国外的大输液市场已经形成寡头垄断的竞争格局。在美国，百特公司占有输液市场的 80%，麦高公司和阿波特公司占 20%左右；欧洲大输液市场基本上被费森尤斯、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 50%以上的市场份额；

而看国内，截至 2009 年 10 月，全国有 401 家大容量注射剂生产企业通过了 GMP 认证，但其中多数是技术含量低、产能规模小的作坊式企业，年产量超

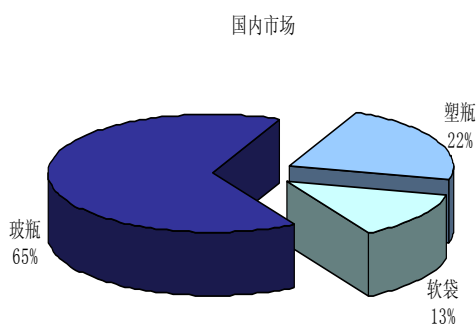
过一亿瓶的企业不到 15 家,目前国内前 10 大厂家的市场份额合计不到 50%。

图表 8: 大输液的包装类型



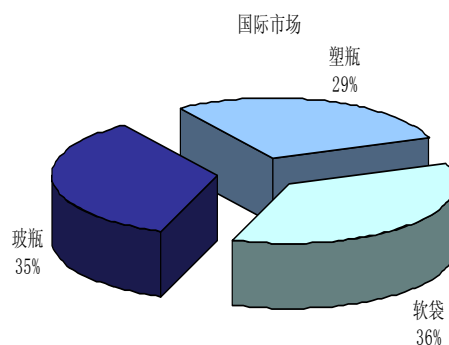
数据来源: 公司网站、国都证券研究所

图表 9: 大输液国内市场格局



数据来源: 公司公告, 国都证券研究所

图表 10: 大输液国际市场格局



数据来源: 公司公告, 国都证券研究所

正是由于我国大输液市场产业格局分散,产能过剩现象严重,企业更多是通过价格战来进行恶性竞争,导致了大输液的价格不断下降,部分品种甚至不及矿泉水的价格。

这种无序竞争非常不利于行业的持续发展,行业整顿是大势所趋。目前行业的洗牌正在进行中,一方面国家加强了对大输液行业的管理与整顿,新版 GMP 认证、注射剂生产工艺及处方核查、大容量注射剂派驻监督员制度等政策陆续实施,使得行业门槛不断提高。另一方面残酷价格大战,也使得中小企业无利可图,正在加速退出。据了解,目前全国实际生产的大输液企业已经由原

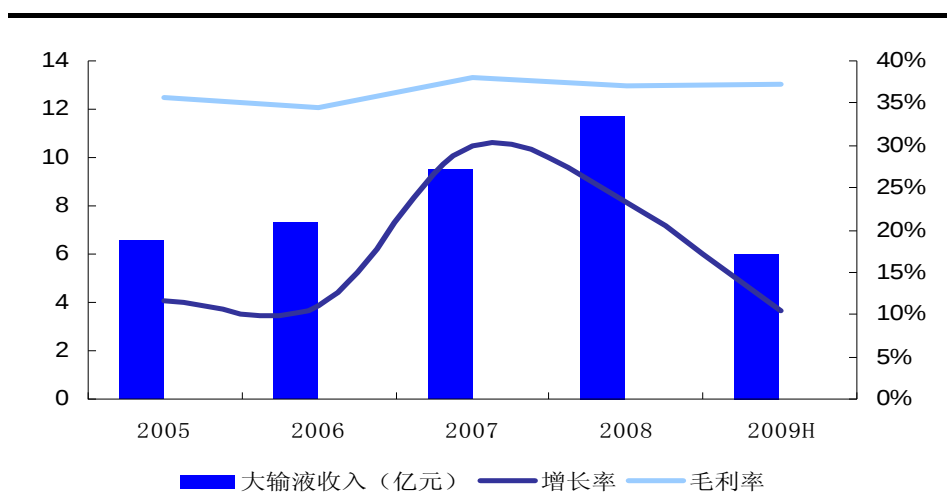
来的 400 多家减少到 200 多家，市场向优势规模企业集中的趋势非常明显。

2.2、公司将成为大输液行业的霸主

1、大输液持续快速增长

目前，公司输液生产线有 40 多条，设计产能近 13 亿瓶/袋。2008 年公司大输液实现收入 11.70 亿元，同比增长 23.34%。09 年上半年大输液实现收入 6.01 亿元，同比增长 10.44%，增速虽有所放缓，但仍保持了较快增长的态势，随着 09 年下半年以及 10 年新生产线的陆续投产，大输液产品仍有望延续快速增长的态势。

图表 11：公司大输液业务情况



数据来源：公司公告，国都证券研究所

2、公司已经形成全国范围布局

大输液产品都需要面对运输半径问题，一般对于玻璃瓶其运输半径为 200 公里，塑料瓶的运输半径为 400 公里，塑料软袋的运输半径为 800 公里。因此在全国范围内布局对于龙头企业来说至关重要。因为，全国范围的布局一方面有利于公司解决运输半径问题，降低产品的运输成本，另一方面也更有利于公司产品进入当地的招标体系。

目前，国内实现全国范围布局的企业只有两家：一家是四川科伦，另一家就是双鹤。公司在全国六大区域都有自己的生产基地：华北有北京大输液生产基地、华东地区有安徽双鹤，西北有陕西京西双鹤，华中有湖北的滨湖双鹤，华南有佛山双鹤、东北有辽宁新民双鹤。

3、公司产品结构更具竞争优势

目前公司大输液包装结构(玻瓶/塑瓶/塑袋)比重约为 4.1/4.6/1.3。公司非玻瓶产品的占比已接近 60%，远高于行业平均约 35%的水平。

同时，公司营养性和治疗性产品占比也明显高于行业平均水平。公司成功研制了羟乙基淀粉，使得营养类输液产品盈源的原材料实现了自给自足，大幅提高了该产品的毛利率。

4、大输液降价对双鹤影响不大

对于市场普遍担心的大输液降价问题，我们认为对公司影响并不大。

首先，从目前大输液实际招标情况来看，以 100ml0.9%的氯化钠为例，各厂家的实际中标价已经远低于国家规定的最高限价标准，特别是玻瓶，实际中标价不到最高限价的 1/3，因此下调最高限价对大输液产品的出厂价并没有太大的影响。当然，塑瓶和软袋的招标价格可能还有一定的下降空间，但这种降价只会进一步挤压中小输液企业的生存空间，在阵痛之后，反而会给公司这样的规模企业提供空间。

其次，公司产品结构竞争优势明显。一方面，公司非玻瓶产品的占比已接近 60%，而且占比还在不断提高。而塑瓶和软袋的最高限价明显是高于玻瓶，塑瓶和软袋的毛利率也显著高于玻瓶。另一方面，公司营养性和治疗性产品占比也在不断提高，而营养性和治疗性输液的毛利率又明显高于基础型输液。这都使得公司大输液产品的毛利率能够保持稳定。

图表 12: 100ml0.9%氯化钠注射液的最高零售限价情况

100ml0.9% 氯化钠	发改委最高限价	基本药物最高限价	毛利率
玻瓶	3.3	2.7	20%
塑瓶	5.3	3.7	30%
软袋	7.3	5.2	40%

数据来源：发改委网站，国都证券研究所

图表 13: 2009 年河南省 100ml0.9%氯化钠注射液招标情况

100ml0.9% 氯化钠	玻瓶	塑瓶	软袋
双鹤药业	1.12	2.01	3.08
华鲁制药	1.08	2.01	3.08
石家庄四药	1.12	2.35	3.45
鲁抗辰欣	1.19	2.01	3.49

数据来源：国都证券研究所

3、独家品种降压 0 号将成为 10 亿元的重磅产品

3.1 降压 0 号市场领先优势明显

公司的降压 0 号即复方利血平氨苯蝶啶片为复方制剂，由氢氯噻嗪、氨苯蝶啶、硫酸双肼屈嗪和利血平组成。其中氢氯噻嗪和氨苯蝶啶为利尿药，硫酸双肼屈嗪和利血平是降压药。利尿和降压药物合用，能充分发挥协同作用。这也使得降压 0 号的降压功效显著优于其他降压产品。

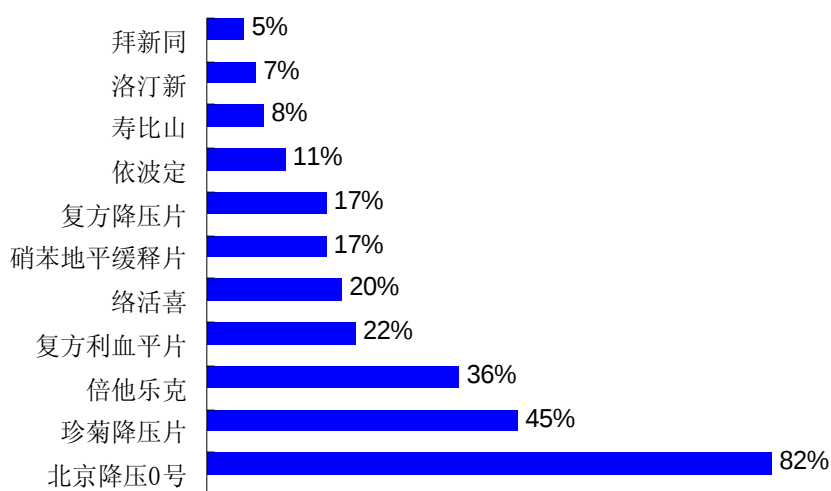
由于目前拥有复方利血平氨苯蝶啶批件的仅有公司和上海黄海制药两家。而据了解目前上海黄海并没有生产复方利血平氨苯蝶啶。因此，可以说**复方利血平氨苯蝶啶就是公司的独家品种**。

09 年上半年公司的降压零号销售额达 3.41 亿元，同比增长 26.4%。预计降压 0 号全年销量在 9 亿片以上，全年收入将突破 6 亿元。

目前降压 0 号 60%以上的市场集中在药店终端。据中国医药报 08 年做的一项调查显示，目前在药店销售较好的品牌降压药中店员提及率最高的就是北京降压 0 号、它甚至超出第二位珍菊降压片近 37 个百分点。

价格和品牌是影响药店产品销售的两个最关键因素。一方面降压 0 号相对于拜新同、络活喜、洛汀新这样的洋品牌具有非常明显的价格优势，其日服用成本不到 1 元，这对于需长期服药的高血压患者有很大的吸引力。另一方面，相对于珍菊降压片、复方降压片、复方利血平片这样的国内产品，虽然降压 0 号的价格优势并不明显，但强大的品牌效应也使其成为患者的首选。

图表 14：零售药店店员提及率前十大降压药品牌



数据来源：中国医药报，国都证券研究所（调查样本为北京、上海、广州、成都、杭州、沈阳、南京等地 240 家样本药店）

图表 15: 主要降压药物对比

品种	用法用量	日服用成本（元）
降压 0 号	一次 1 片，一日 1 次	0.95
珍菊降压片	一次 1 片，一日 3 次	0.75
拜新同	一次 1 片，一日 1 次	5.00
络活喜	一次 1 片，一日 1 次	5.71
倍他乐克	一次 2 片，一日 2 次	1.80
复方利血平	一次 2 片，一日 3 次	0.45
洛汀新	一次 1 片，一日 1 次	3.59
降压 0 号	一次 1 片，一日 1 次	0.95

数据来源：金象网，国都证券研究所

3.2 基本药物制度将使降压 0 成长为 10 亿元的重磅产品

在 09 年颁布的国家基本药物目录中，公司的复方利血平氨苯蝶啶（降压 0 号）顺利入选。

虽然此次入选基本药物目录的口服降压药一共有 6 种，但公司最大的竞争对手珍菊降压片和硝苯地平片等并未入选，相对于其他 5 种产品，公司的降压 0 号无论是在品牌知名度还是疗效方面都具有十分显著的优势。

由于基本药物在基层医疗机构必须全部配备使用，在其他医疗机构也会按比例配备使用，这将使得公司降压 0 号的市场显著扩容。而且公司从 08 年就已经开展了针对农村卫生院和城市社区诊所的“两网”建设，公司在基层的医药代表多达 600 多人。公司的“两网”建设和丰富的基层推广经验将有力助推降压 0 号在基层的销售，降压 0 号将很快就成为销售超 10 亿的重磅产品。

图表 16: 入选基本药物目录的降压药品种

品种	用法用量
卡托普利	口服常释剂型
依那普利	口服常释剂型
硝普钠	注射剂
硫酸镁	注射剂
尼群地平	口服常释剂型
吲达帕胺	口服常释剂型、口服缓释剂型
酚妥拉明	注射剂
复方利血平	口服常释剂型
复方利血平氨苯蝶啶（降压 0 号）	口服常释剂型

数据来源：金象网，国都证券研究所

4、降糖药将形成规模效应

糖尿病分为两种类型，I 型糖尿病为胰岛素依赖型，II 型为非胰岛素依赖型，可通过口服降糖药来降低血糖。目前 90%以上的糖尿病患者都属于 II 型糖尿病。

公司口服降糖药的主打产品为糖适平，属于第二代磺脲类降糖药“格列喹酮”。目前，公司的糖适平占据了格列喹酮市场 95%的份额。

公司在口服降糖药领域除了糖适平以外，近期又推出了两个产品，“卜可”二甲双胍缓释剂和吡格列酮片。其中二甲双胍片与糖适平合用可以形成协同作用增强降糖效果。吡格列酮是近年来新上市的胰岛素增敏剂，市场前景看好。同时，公司后续还将收购其他降糖药物陆续投放市场。公司在降糖药领域将会形成一个系列化产品梯队。

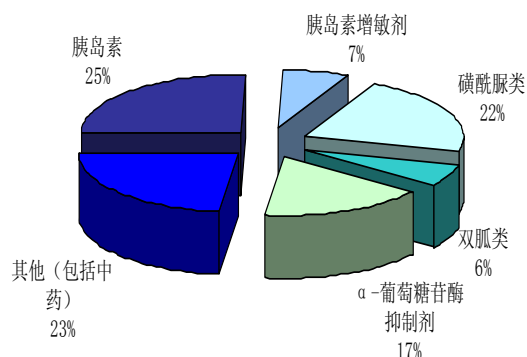
由于公司在降糖药销售方面原先已经积累了丰富的经验，再加之目前产品结构日趋丰富，降糖药的规模效应将会不断得以体现，新产品的推广将也会显著加快。09 年上半年公司的二甲双胍缓释片的销售额就同比增长了 169%。

图表 17：降糖药分类情况

大类		代表品种
胰岛素	胰岛素	速效、中效、长效胰岛素
	胰岛素增敏剂	罗格列酮、吡格列酮、曲格列酮、环格列酮、
	磺酰脲类	格列喹酮、格列奇特、格列美脲、格列吡嗪、
	双胍类	二甲双胍、苯乙双胍
口服降糖药	α -葡萄糖苷酶抑制剂	阿卡波糖
	其他	瑞格列奈、中成药

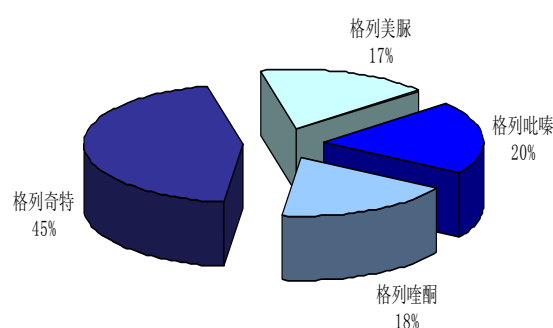
数据来源：国都证券研究所

图表 18：降糖药市场格局



数据来源：SFDA 南方医药经济研究所，国都证券研究所

图表 19：磺酰脲类降糖药市场格局



数据来源：SFDA 南方医药经济研究所，国都证券研究所

5、新产品值得期待

除了三大核心品种之外，公司其他产品也不发亮点，公司的舒血宁、一君、盈源、儿泻康贴膜等产品虽然目前规模还不大，但都处在高速增长期，未来都将成为公司利润的重要来源。

另一方面公司研发实力突出，后续新产品也在不断推出，匹伐他汀、美洛西康、氟西汀等产品都值得期待。

匹伐他汀属于第三代他汀类药物，是目前国际临床应用中降血脂效果最好的他汀类药物，具有高效、安全、不与其他常规药物竞争代谢等特点，被誉为“超级他汀”，其原研药于03年在日本上市，双鹤于08年11月成为国内唯一一家获得原料药和制剂生产批文的药企。

公司2007年底购买了Meloxicam片剂(美洛西康)和Fluoxetine胶囊(氟西汀)ANDA产权，目前正努力将万辉双鹤的现有生产线改造成符合美国FDAcGMP标准的年产10亿片片剂/粒胶囊的固体药品生产基地，并同期完成Meloxicam片剂(美洛西康)和Fluoxetine胶囊(氟西汀)的ANDA产品技术转移认证。

美洛西康抑制已知的炎症介质前列腺素的生物合成，抗炎镇痛效果出色。用于类风湿关节炎、骨关节炎和强直性脊柱炎的治疗，是目前全球应用广泛的高效安全的烯醇酸类非甾体抗炎药。

氟西汀(Fluoxetine)是一种选择性血清再吸收抑制剂(SSRI)型的抗抑郁药，其药物形态为盐酸氟西汀(Fluoxetine hydrochloride)，商品名为“百优解”或“百忧解”(Prozac)。在临床上用于成人抑郁症、强迫症和神经性贪食症的治疗。

简化新药申请(ANDA)是仿制药进入美国市场的第一步，通过ANDA审批后，该仿制药就可以在美国生产销售了。而公司进行FDAcGMP认证将为未来开拓国际市场奠定基础。预计公司出口业务在2010年以后就将能够给公司带来收益。

6、盈利预测与估值

6.1 盈利预测

图表 20: 公司主要产品销售收入预测(单位: 万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
大输液	117,064	134,623	154,817	173,395
(+/-%)	23.34%	15%	15%	12%
降压0号	52,400	60,260	72,312	86,774
(+/-%)	7%	15%	20%	20%
糖适平	19,100	19,482	21,430	23,573

(+/-%)	4%	2%	10%	10%
其他	63,755	73,319	86,516	103,819
(+/-%)	14%	15%	18%	20%
工业收入合计	252,319	287,684	335,075	387,561
增长率	15.60%	14.02%	16.47%	15.66%
毛利率	54.97%	54.85%	55.66%	56.77%
商业收入	238,415	214,573	225,302	236,567
增长率	3.27%	-10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	5.72%	6.00%	6.00%	6.00%
收入总计	490,734	502,257	560,377	624,128
增长率	9.26%	2.35%	11.57%	11.38%
毛利率	31.04%	33.98%	35.69%	37.53%

资料来源：公司公告、国都证券研究所

图表 21：盈利预测表（万元）

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	495,152	502,257	560,377	624,128
营业收入	495,152	502,257	560,377	624,128
营业总成本	452,947	444,822	486,362	531,907
营业成本	341,772	331,576	360,360	389,911
营业税金及附加	3,247	3,516	3,923	4,369
销售费用	74,856	76,845	85,177	94,243
管理费用	29,088	29,633	33,623	38,072
财务费用	1,280	251	280	312
资产减值损失	2,704	3,000	3,000	5,000
其他经营收益				
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	2,998	0	0	0
营业利润	45,203	57,435	74,014	92,221
加：营业外收入	4,116	3,000	3,500	4,000
减：营业外支出	2,254	2,000	2,000	2,000
利润总额	47,065	58,435	75,514	94,221
减：所得税	7,420	9,764	12,582	15,678
净利润	39,646	48,671	62,932	78,544
减：少数股东损益	1,588	-97	63	79
归属于母公司的净利润	38,057	48,768	62,869	78,465
每股收益	0.82	0.85	1.10	1.37

数据来源：国都证券研究所

6.2 公司估值和投资建议

我们选取与公司业务较为相似的 5 家公司，以 09 年 12 月 25 日的收盘价进行动态市盈率比较。目前业务相似公司 09-11 年平均估值分别为 36.4 倍、29.1 倍和 23.1 倍。而我们预计公司 09-11 年 EPS 分别是 0.85 元，1.10 元和 1.37 元，对应动态 PE 分别为 27.7、21.4 和 17.2 倍，公司的估值优势十分明显。

09 年以来，公司股价表现不佳，涨幅远落后于其他个股。我们认为这已经是对大输液降价等影响公司的不利因素进行了充分反应。随着大输液行业洗牌进程的加快，以及降压 0 号显著受益于基本药物制度，公司的投资价值正在逐步显现。我们认为公司 2010 年合理动态 PE 应在 25-30 倍之间，对应合理股价应在 27.5-33.0 元之间。我们给予公司“短期强烈推荐-长期 A”的投资评级，

图表 22：同类上市公司主要估值指标比较（单位：元、倍）

公司代码	公司简称	股价（元）		EPS			PE			
		2009-12-25	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
600276	恒瑞医药	51.70	0.82	1.10	1.30	1.60	63.0	47.0	40.0	32.3
000566	海南海药	15.23	0.20	0.35	0.57	0.89	76.2	43.5	26.7	17.1
000513	丽珠集团	39.32	0.17	1.48	1.60	1.90	231.2	32.0	26.6	20.7
600664	哈药股份	18.64	0.69	0.79	0.89	0.99	27.0	23.6	20.9	18.8
002004	华邦制药	40.83	0.67	0.92	1.05	1.25	60.9	44.4	38.9	32.7
600062	双鹤药业	23.54	0.82	0.85	1.10	1.37	28.7	27.7	21.4	17.2
	平均值		0.56	0.92	1.09	1.33	81.2	36.4	29.1	23.1

数据来源：wind，国都证券研究所

7、风险揭示

大输液降价超出预期的风险。

FDaGMP 认证进展晚于预期。

国都证券投资评级

表1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。