

双鹤药业(600062.sh)

收购子公司股权和引进在研降糖药对公司影响不大

葛峰 研究员
电话: 020-87555888-340
eMail: gqz@gf.com.cn

李平祝 研究助理
电话: 020-87555888-692
eMail: lpz@gf.com.cn

收购长沙双鹤部分股权对公司影响较小

公司董事会同意公司收购子公司长沙双鹤的部分股权, 收购完成后公司将持有长沙双鹤 66.96% 的股权, 最终收购价格尚需谈判确定。

我们认为此项收购对公司影响较小。长沙双鹤是公司医药商业的经营主体。公司 08 年商业收入 23.83 亿元, 其中长沙双鹤实现 22.61 亿元, 占比达 95%。公司医药商业成长性较差, 盈利能力较低。08 年长沙双鹤贡献的净利润在归属于母公司净利润中占比仅为 3.6%。

与韩国 LG 生命合作引进降糖类药物短期不会影响业绩

董事会同意公司与韩国 LG 生命签署具有排他性的授权经营代号为 LC15-0444(DPP-IV 抑制剂)的产品合作意向书。

08 年 LC15-0444 尚且处于一期临床研究阶段, 因此该产品能否最终上市尚不确定, 即使最终能够上市也还需要较长的时间。

盈利预测与投资评级

降压零号明显受益于基本药物制度建设, 增长确定。大输液业务面临价格战风险, 但是长期来看, 必将浴火重生成为行业寡头。公司陆续推出的新品种如盈源、匹伐他汀等品种也为提供了新的增长点。我们维持盈利预测为 09 至 11 年实现 EPS 0.83 元、1.04 元和 1.29 元, 对应动态 PE 分别为 28 倍、23 倍和 18 倍, 维持“买入”评级。

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	4,556.62	4,951.52	5,170.90	5,731.71	6,283.51
EBITDA(百万元)	600.84	502.19	786.33	941.36	1,121.62
净利润(百万元)	437.58	380.57	467.97	595.09	734.43
净利润增长率	165.37%	-13.03%	20.06%	26.92%	23.23%
每股收益(元)	0.992	0.819	0.819	1.041	1.285
市盈率	33.83	29.41	28.36	22.63	18.25
市净率	6.74	3.73	3.67	3.27	2.88
EV/EBITDA	40.34	17.99	12.09	9.70	7.68
每股红利(元)	0.19	0.14	0.24	0.30	0.38
股息率(%)	0.55	0.56	1.10	1.40	1.70

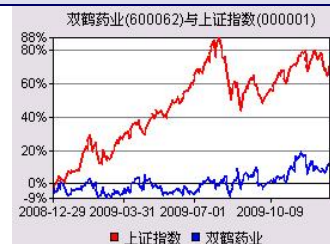
来源: 北京双鹤药业股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级



当前价格(元)	23.54
目标价格(元)	25.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	4.34%	11.88%	15.10%
上证综指	1.46%	10.66%	69.66%

股票数据

总股本(万股)	57,169.59
流通 A 股(万股)	31,590.65
主要股东:	
北京医药集团有限责任公司	
主要股东持股比例	40.93%
流通 A 股比例	55.26%

财务比率

ROE	12.36%
ROA	8.91%
资产负债率	26.20%
每股净资产(元)	6.46

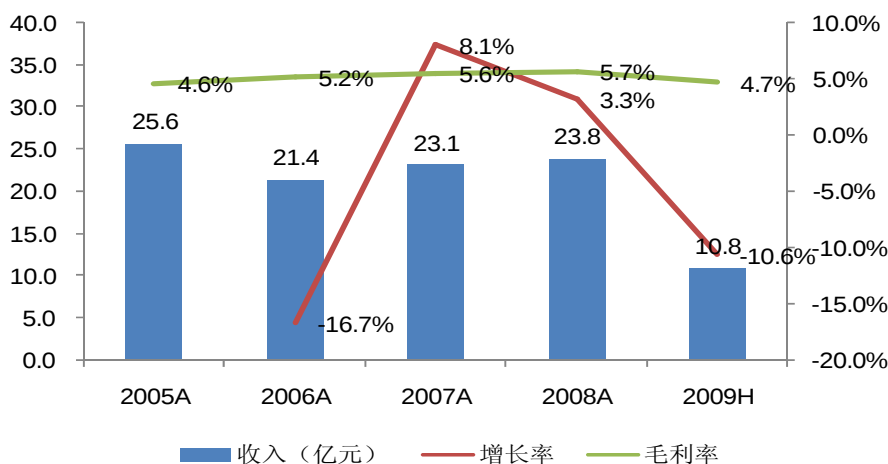
2008 年报数据。

收购长沙双鹤部分股权对公司影响较小

公司董事会同意公司收购长沙双鹤第四大和第五大股东高伟荣、邹波士分别持有的6.92%、3.36%的股权。收购完成后公司将持有长沙双鹤66.96%的股权，最终收购价格尚需谈判确定。

我们认为此项收购对公司影响较小。长沙双鹤是公司医药商业的经营主体。公司08年商业收入23.83亿元，其中长沙双鹤实现22.61亿元，占比达95%。公司医药商业近年来成长性较差，06年-08年CAGR为5.5%，09H同比减少10.6%。盈利能力较低，08年实现净利润2349.55万元，净利润率为1%，处于医药流通领域平均水平。08年长沙双鹤贡献的净利润在归属于母公司净利润中占比为3.6%，净利润贡献比例较低。

图1：双鹤药业近几年医药商业收入增长情况



数据来源：公司公告

引进降糖类药物短期不会影响业绩

董事会同意公司与韩国LG生命签署具有排他性的授权经营代号为LC15-0444(DPP-IV抑制剂)的产品合作意向书。

韩国LG生命科学有限公司介绍

韩国LG生命科学有限公司的前身为LG公司的一个事业部，其历史可以追溯至1981年，2002年公司成为独立子公司。公司专注于生物药和化学合成药。2008年实现销售收入2819亿韩元，折合人民币16.3亿元，同比增长10%；实现净利润151亿韩元，折合人民币8735万元，同比下降18%。

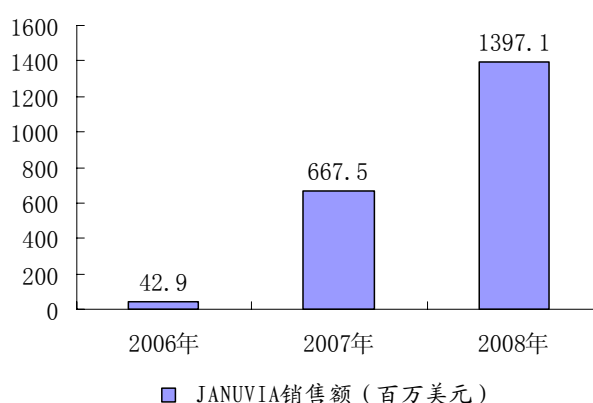
DPP-IV抑制剂市场前景较为广阔

口服和静脉输注葡萄糖后，胰高血糖素样肽1（GLP-1）和葡萄糖依赖性促胰岛素分泌多肽（GIP）开始分泌，从而促进胰岛素分泌。这个过程被称为肠促胰岛素分泌效应（incretin effect）。肠促胰岛素分泌效应受损（GIP和GLP-1分泌减少）是导致2型糖尿病发病的一个重要原因。补充

外源性GLP-1，很快会被二肽基肽酶（DPP-IV）降解，临床价值不大。目前上市的DPP-IV抑制剂口服制剂被证明可以提高内源性GLP-1水平，提高葡萄糖耐量，持久改善A1C，改善B细胞功能。DPP-IV抑制剂一般不会引起体重增加，且患者耐受性较好。

默克公司的DPP-IV抑制剂口服制剂西他列汀（sitagliptin phosphate），商品名为JANUVIA，（加鲁维亚）于2006年上市。该产品上市后销售快速增长，08财年销售额达14亿美元，上市第三年即成为重磅炸弹。诺华公司的DPP-IV抑制剂维格列汀(vildagliptin，商品名：Galvus)于2007年9月获得欧盟委员会批准上市。07年和08年分别实现销售收入800万美元和4300万美元。

图2：默克产品西他列汀的销售情况



数据来源：公司公告

LC15-0444研发情况介绍

根据文献检索情况，我们推测LC15-0444目前完成一期临床，处于二期临床研究阶段，因此该产品能否最终上市尚不确定，即使最终能够上市也还需要较长的时间。短期来看对公司的业绩不构成影响，是公司降糖类药物长期发展的种子。

注：Pharmacokinetics and pharmacodynamics of LC15-0444, a novel dipeptidyl peptidase IV inhibitor, after multiple dosing in healthy volunteers. Br J Clin Pharmacol. 2009 Dec;68(6):883-90.

Pharmacokinetics, pharmacodynamics, and tolerability of the dipeptidyl peptidase IV inhibitor LC15-0444 in healthy Korean men: a dose-block-randomized, double-blind, placebo-controlled, ascending single-dose, Phase I study. Clin Ther. 2008 Oct;30(10):1817-30.

盈利预测与投资评级

降压零号明显受益于基本药物制度建设，增长确定。大输液业务面临价格战风险，但是长期来看，必将浴火重生成为行业寡头。公司陆续推出的新品种如盈源、匹伐他汀等品种也为提供了新的增长点。我们维持盈利预测为09至11年实现EPS 0.83元、1.04元和1.29元，对应动态PE分别为28倍、23倍和18倍，维持“买入”评级。

表 1: 公司主要产品销售预测

		2008A	2009E	2010E	2011E
大输液	收入	1,171	1323	1521	1643
	增速	23.34%	13%	15%	8%
	毛利率	36.96%	37%	35%	33%
降压 0 号	收入	524	609	761	990
	增速	7%	16%	25%	30%
	毛利率	84%	84%	84%	84%
糖适平	收入	191	195	199	203
	增速	4%	2%	2%	2%
	毛利率	66%	66%	66%	66%
其他产品	收入	637	733	821	895
	增速	14%	15%	12%	9%
	毛利率	45%	50%	50%	50%
医药商业	收入	2384	2265	2378	2497
	增速	3.27%	-5%	5%	5%
	毛利率	5.7%	6.3%	6.7%	7.0%
合计	收入	4,907	5,124	5,680	6,227
	增速	8.70%	4.43%	10.85%	9.63%
	毛利率	30.98%	32.04%	32.95%	34.20%

数据来源: 广发证券发展研究中心

表 2: 利润表预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	4133.35	4556.62	4951.52	5170.90	5731.71	6283.51
减: 营业成本	2966.52	3186.25	3417.72	3513.93	3842.85	4134.77
营业税金及附加	24.50	28.09	32.47	32.15	35.63	39.06
营业费用	536.10	660.69	748.56	760.12	802.44	848.27
管理费用	255.64	224.68	290.88	310.25	343.90	377.01
财务费用	19.27	11.43	12.80	-7.00	-12.93	-18.50
资产减值损失	126.11	52.00	27.04	5.00	10.00	25.00
加: 投资收益	5.99	0.30	29.98	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	211.19	393.76	452.03	556.45	709.82	877.90
加: 其他非经营损益	32.09	180.92	18.62	17.00	18.00	19.00
利润总额	243.29	574.68	470.65	573.45	727.82	896.90
减: 所得税	63.90	117.08	74.20	97.49	123.73	152.47
净利润	179.38	457.61	396.46	475.97	604.09	744.43
减: 少数股东损益	14.64	20.03	15.88	8.00	9.00	10.00
归属母公司股东净利润	164.74	437.58	380.57	467.97	595.09	734.43

数据来源: 广发证券发展研究中心

表 3: 资产负债表预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	334.47	523.62	954.59	1381.75	1924.48	2556.16
应收和预付款项	902.54	1127.80	1011.07	1075.87	1169.82	1276.75
存货	470.03	528.56	604.54	631.32	693.48	763.39
其他流动资产	0.00	0.00	37.30	37.30	37.30	37.30
长期股权投资	83.84	82.94	81.45	81.45	81.45	81.45
投资性房地产	107.10	102.47	97.80	86.23	74.65	63.08
固定资产和在建工程	1076.84	997.77	1223.93	1096.32	1067.70	987.09
无形资产和开发支出	153.88	164.43	156.86	146.13	134.80	122.77
其他非流动资产	1.96	0.91	1.91	0.96	0.00	0.00
资产总计	3130.66	3528.51	4169.46	4537.32	5183.69	5887.98
短期借款	318.50	304.00	325.50	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	778.62	802.55	640.06	668.42	734.22	808.24
长期借款	0.00	0.00	0.00	325.50	475.50	575.50
其他负债	29.88	57.27	53.44	53.44	53.44	53.44
负债合计	1127.00	1163.82	1019.00	1047.35	1263.16	1437.18
股本	441.08	441.08	476.41	476.41	476.41	476.41
资本公积	608.78	609.44	1163.74	1163.74	1163.74	1163.74
留存收益	779.95	1146.95	1439.39	1770.90	2192.46	2712.73
归属母公司股东权益	1829.80	2197.47	3079.54	3411.05	3832.61	4352.88
少数股东权益	173.86	167.21	70.92	78.92	87.92	97.92
股东权益合计	2003.66	2364.69	3150.46	3489.97	3920.53	4450.80
负债和股东权益合计	3130.66	3528.51	4169.46	4537.32	5183.69	5887.98

表 4: 现金流量表预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	303.56	246.89	344.51	616.51	722.39	875.56
投资性现金净流量	-87.25	26.60	-169.95	-61.89	-172.06	-152.23
筹资性现金净流量	-403.36	-103.10	262.15	-127.46	-7.60	-91.65
现金流量净额	-186.64	170.50	436.69	427.16	542.74	631.67

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

双鹤药业(600062)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。