

双鹤药业 (600062.sh)

股价“紧箍咒”破除，估值有望提升

葛峰 研究员
电话: 020-87555888-340
eMail: gz2@gf.com.cn

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

公司股价的“紧箍咒”破除

我们认为公司股价在过去的一年表现较差，估值处于医药行业最低水平（除原料药企业）的一个重要原因就是广发证券破产质押股份进入市场流通的不确定性。一方面是被质押量的不确定性，另一方面是解除质押时间的不确定性，这就形成了公司股价的“紧箍咒”。如今这一不确定性已逐渐明确，短期来看这部分股权过户后，由于总量较大且债权人较为分散对股价将会造成一定的冲击，但是中长期来看由于股价“紧箍咒”的解除，公司的估值水平有望得到提升。

降压零号作为基本药物独家品种增长确定

降压零号上市 30 多年来在国内赢得了较高的知名度。该品种（复方利血平氨苯蝶啶片）的批文共有两个，另一家为上海黄河制药有限公司，该公司至今未有该产品上市。因此可以认为降压零号是基本药物独家品种。全国高血压患病人数为 1.6 亿人。目前降压零号在全国有 500 多万人使用。随着医改的推进、基本药物制度的建立、医疗保障体系的完善，降压零号的使用人群将进一步扩大。

大输液包装升级加速进行，行业集中度必将提升

公司走在大输液行业产品包装结构升级的前沿。我们认为大输液行业集中度将加速提升，龙头企业将浴火重生。公司在大输液行业的竞争中具有明显的优势，我们认为公司在大输液的竞争中将胜出，未来将会成为大输液行业的寡头之一。

盈利预测与投资评级

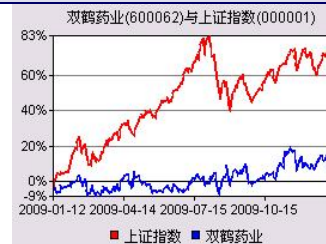
降压零号明显受益于基本药物制度建设，增长确定。大输液业务面临价格下降风险，但是长期来看，公司必将浴火重生成为行业寡头。公司陆续推出的新品种如一君、盈源、匹伐他汀等品种也提供了新的增长点。我们维持盈利预测为 09 至 11 年分别实现 EPS 0.83 元、1.04 元和 1.29 元，对应动态 PE 分别为 30 倍、23 倍和 19 倍，维持“买入”评级。考虑到广发证券破产清算的推进，公司股价的“紧箍咒”将解除，我们调高目标价至 30 元，对应 10 年 PE 为 29 倍。

公司评级

买入

当前价格(元)	24.29
目标价格(元)	30.00
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	-3.39%	6.74%	8.03%
上证综指	-1.79%	9.76%	67.78%

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。

主要观点

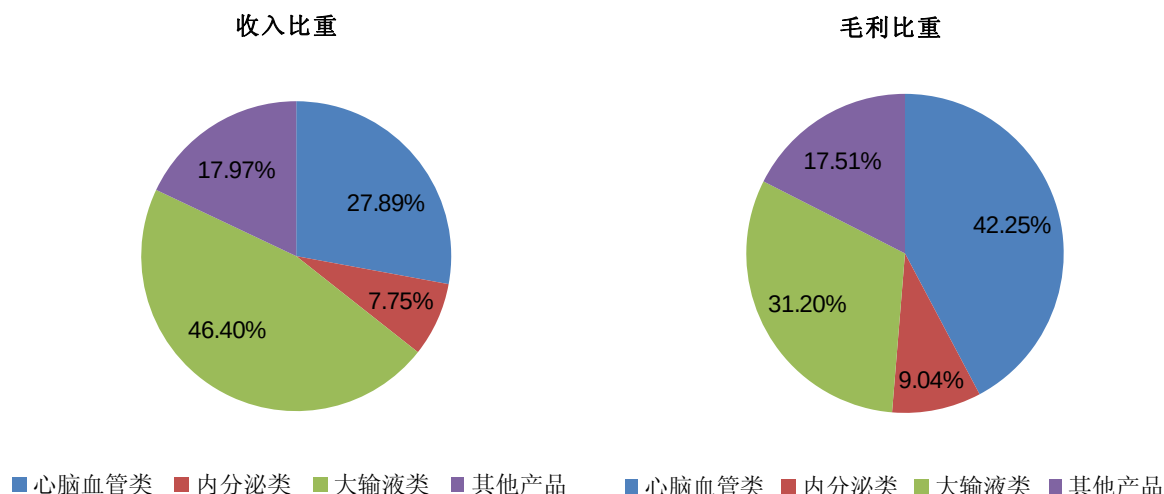
我们认为双鹤药业的股价在过去的一年表现较差，估值处于医药行业最低水平（除原料药企业）的一个重要原因就是闽发证券破产质押股份进入市场流通的不确定性。一方面是被质押的量的不确定性，另一方面是解除质押时间的不确定性，这就是双鹤药业股价的“紧箍咒”。如今这一不确定性已经变得明确了，短期来看这部分股权过户后，由于总量较大且债权人较为分散对股价会造成一定的冲击，但是中长期来看由于股价“紧箍咒”的解除，公司的估值水平有望得到提升。

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下降风险，但是长期来看，公司必将浴火重生成为行业寡头。公司陆续推出的新品种如一君、盈源、匹伐他汀等品种也提供了新的增长点。我们维持买入评级，考虑到闽发证券破产清算的推进，公司股价的“紧箍咒”将解除，我们调高目标价至30元，对应10年PE为29倍。

公司基本情况介绍

公司目前是国内普药生产的代表性企业。公司主业包含医药工业和医药商业，工业毛利润贡献比重达超过90%，并且呈逐年提高的趋势。公司的医药生产业务主要集中在三大领域，即大输液、心血管药和降糖药。三大块业务中大输液与心脑血管类分别贡献毛利润约30%和40%，我们估计大输液贡献的净利润约占20-25%，心脑血管（降压零号）贡献净利润的50%左右。

图1：2008年双鹤药业收入与毛利构成分析



数据来源：公司公告

降压零号作为基本药物独家品种增长确定

降压零号上市30多年来凭借突出的性价比,在国内赢得了较高的知名度。该品种复方利血平氨苯蝶啶片的批文共有两个,另一家为上海黄河制药有限公司,该公司至今未有该产品上市。因此可以认为降压零号是基本药物独家品种。

2004年公布的由卫生部、科技部和国家统计局开展的《中国居民营养与健康状况调查》显示,我国成人高血压患病率为18.8%,全国患病人数为1.6亿人。目前降压零号在全国有500多万人使用。随着医改的推进、基本药物制度的建立、医疗保障体系的完善,降压零号的使用人群将进一步扩大。

我们保守预计降压零号未来两年有望取得25-30%的增长。

大输液包装升级加速进行

我们认为大输液行业集中度将加速提升,龙头企业将浴火重生。在大输液行业包装材料升级换代的过程中,小型的输液企业由于跟不上产业升级的步伐而逐渐被淘汰,大输液行业集中度得到提高。输液生产企业由高峰时期的五百家左右降低到现在的叁佰多家。目前,年产能超过5000万瓶(袋)的输液企业也只有20余家。我们认为大输液行业的洗牌将会加速,龙头企业虽然也将经历利润水平降低的苦痛,但是大战之后小企业的淘汰将会为大输液行业迎来新生。

公司大输液包装结构的升级加速进行。前三季度塑瓶增长25%,塑袋增长28%,玻瓶下降10%。玻瓶销售收入3亿元、软袋2.2亿元、塑瓶4亿元。公司走在大输液行业产品包装结构升级的前沿。

塑瓶大输液目前存在降价压力。前三季度塑瓶毛利率降低了一个百分点。主要原因是塑瓶的生产成本已经低于玻瓶而价格仍远高于玻瓶。包装结构的转型仍有利于提升公司大输液的盈利能力。

公司大输液业务扩张迅速。目前,公司已经实现了全国范围的布局,东北有在建的辽宁新民大输液基地,华北有北京大输液生产基地,西北有陕西西京双鹤大输液基地,华东有安徽双鹤大输液基地,华中有湖北的滨湖双鹤大输液基地,华南有新收编的佛山双鹤大输液基地。各大输液项目达产后年产能将达10亿瓶(袋)。09年新增大输液产能1.85亿瓶(袋)。10年辽宁新民8000万的塑瓶项目将投产,滨湖双鹤的塑瓶生产线也将投产。

公司在大输液行业的竞争中具有明显的优势,我们认为公司在大输液的竞争中胜出的,未来将会成为大输液行业的寡头之一。

降糖药仍是公司的重点发展方向

我国糖尿病患病率近年来增长迅猛。据国际糖尿病联盟估计,我国

2007年糖尿病患病人数约为3980万,2025年将达到5930万;我国已成为全球糖尿病患病率增长最快的国家之一,每年增长120万人。糖尿病患者的增多直接导致糖尿病药物市场容量的扩大。

公司的降糖药主打产品为糖适平,属于第二代磺脲类口服降糖药“格列喹酮”。2007年格列喹酮占据了磺脲类口服降糖药18.20%的市场份额。公司的糖适平几乎垄断了格列喹酮的市场,占据了格列喹酮市场95%的份额。该产品近年来增长相对缓慢,2008年的销售收入仍然维持在2亿元左右的水平,保持个位数的增长。

除糖适平外公司目前在降糖药领域主要还有两个产品,卜可(二甲双胍缓释片)和吡格列酮片。缓释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。吡格列酮是噻唑烷二酮类口服降糖药,是近年来新上市的一类产品,属于胰岛素增敏剂。吡格列酮是目前降糖药中的热点品种。近期,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。该产品已经完成二期临床,预计2013年可以上市,市场前景广阔。我们认为公司在降糖药领域拥有丰富而合理的产品组合,并且糖适平已经具有一定的品牌知名度,一旦公司在降糖药领域的销售取突破,该领域取得放量增长的可能性较大。

新产品带来生机

公司的一君、盈源、儿泻康贴膜等新产品保持高速增长。新产品匹伐他汀发展空间巨大。前三季度一君同比增长400%,收入规模达到2000万元;儿泻康贴膜同比增长55%,收入规模达到800万元;盈源同比增长74%,收入规模达到2900万元。

匹伐他汀未来市场前景广阔。该产品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制药企业。该产品目前处于市场导入期,未来市场前景广阔。

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下降风险,但是长期来看,公司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30倍、23倍和19倍,维持“买入”评级。考虑到闽发证券破产清算的推进,公司股价的“紧箍咒”将解除,我们调高目标价至30元,对应10年PE为29倍。

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

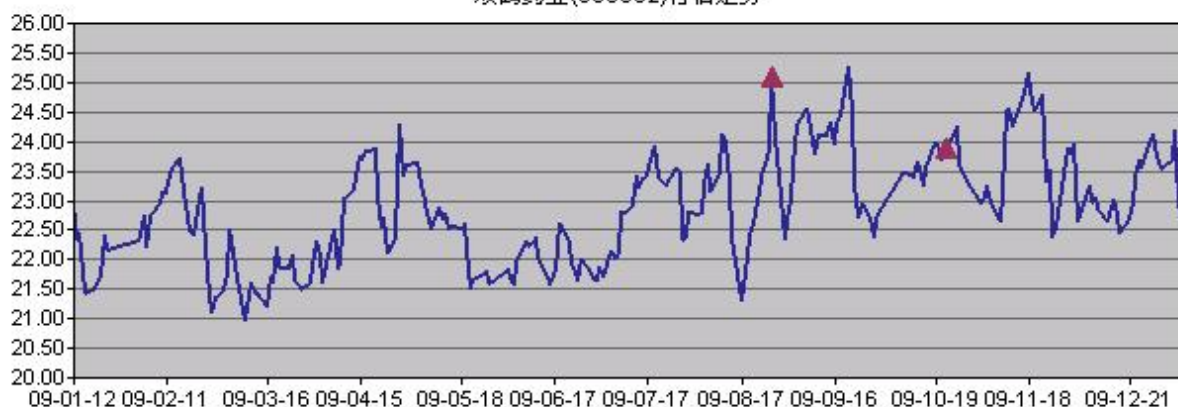
表 4: 现金流量表预测

	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



▲ 推荐买入 ▼ 推荐卖出 ● 推荐持有 ■ 相关报告

相关研究报告

双鹤药业(600062.sh): 点评报告	葛峥、李平祝	2009-12-28
双鹤药业(600062.sh): 三季度点评	葛峥、李平祝	2009-10-22
双鹤药业(600062.sh): 深度报告	葛峥、李平祝	2009-08-26

广州

地址 广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼
 邮政编码 510075
 客服邮箱 gfyf@gf.com.cn
 服务热线 020-87555888-390

上海

上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
 200120

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。