



2010年2月8日星期一

双鹤药业 (600062)

推荐 (上调)

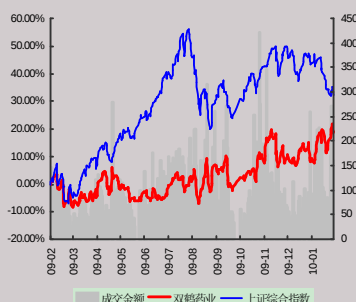
所属行业: 医药

行业评级: 推荐

股本结构

总市值 (百万元)	13457.72
流通市值 (百万元)	7436.44
总股本 (百万股)	571.70
流通 A 股 (百万股)	315.91

股价表现图



相关报告:

齐鲁证券研究所
行业公司部

分析师

胡德军
许均华
吕国启

Tel: (86531) 8177-6395
Fax: (86531) 8128-3791
Email: hudj@qlzq.com.cn

大输液布局成型，聚焦新领域增长

——双鹤药业 (600062) 调研简报

报告起因:

近日，我们调研了位于北京市的双鹤药业，就公司近期的生产经营情况以及目前公司各产品的销售情况与公司部分高管进行了深入的交流。

投资要点:

◇ 前三季度业绩回顾：工业增长迅速带动净利润提高。公司前三季度实现收入 37.72 亿元，其中工业收入 21 亿元，占比 56%；商业收入 16 亿元，占比下降 3%。前三季度实现净利润 3.52 亿元，同比增长 24%，这其中一部分得益于工业的快速增长，另外一方面还由于同期所得税大幅下降所致。

◇ 工业方面：收入提高得益于心脑血管和大输液类销售的稳定增长。从公司近三年的数据分析发现，心脑血管类收入每年维持在 12% 以上的增长，而大输液近两年更维持在 20% 以上增长。从工业收入来看，心脑血管类占到工业收入的 41%，其中拳头产品降压 0 号前三季度销售 7 亿片，全年销售有望突破 9 亿片，同比增长约 10%。有数据表明目前国内市场规模可以达到 50 亿片，这意味着该产品今后增量空间仍然巨大，市场潜力亟待挖掘，特别公司目前扩增销售人员，全国即将达到上千人的销售队伍，范围遍及 500 多个县市。因此随着第三终端市场的拓展，产品销售增速会逐渐提高，预计 10 年有望突破 10 亿片。另外占公司工业利润 30% 的大输液类结构调整效果明显，前三季度收入 9.5 亿元，同比增长 12%，其中玻瓶销售下降 14%，塑袋增长 31%，塑瓶增长 26%，总体毛利率提高近 1%。

◇ 大输液布局成型。输液产品是公司主要利润来源之一。公司目前有安徽双鹤、佛山双鹤、京西双鹤、新民双鹤以及北京双鹤六大输液基地，范围覆盖华东、华南、西北、华北、东北和华中等地区。特别是 08 年佛山双鹤及时、全面融入事业部生产经营管理，以及为拓展华南、东北市场，辽宁新民经济开发区输液生产基地 08 年也正式启动，至此公司地域的整体布局已经完成，其中新民 09 年已基本完成产区建设，10 年有望开始贡献业绩。从全国来看，公司合理的区域建设为大输液布局奠定了基础。从技术角度来看，公司充分利用国内塑料包装输液替换玻瓶输液的市场机遇和第三终端市场药品需求快速上升的新局面，积极发挥包装结构调整的速度优势，扩大公司输液的市场占有率，为进一步稳固双鹤输液第一品牌战略地位谋得先机。

重要声明：本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。



- ◇ 聚焦新领域增长。随着人们生活水平的提高，人口老年化，生活节奏的加快，将导致患有心脑血管、内分泌等慢性疾病的人群不断上升，这对于聚焦心脑血管和内分泌用药等慢性病治疗领域的企业将提供巨大的市场空间。公司近年来进一步加大对心脑血管和内分泌领域中二、三级市场的覆盖，加快上市新品的销售增长，加大临床推广队伍培训和营销人员的激励，满足新品上市要求。从前三季度来看糖适平销售 1.4 亿元、利复星系列销售 1.3 亿元、一君 2900 万，同比增长 74%，儿泻康也有 800 万元收入，另外增效联磺片、盈源等销售增速明显。因此随着产品市场认可度的提高以及销售区域的扩大，小产品将有望成为公司利润的重要部分，同时对公司整体利润增长将起到举足轻重的作用。
- ◇ 国际合作展望未来。今年公司与韩国 LG 生命科学股份有限公司签署了一份排他性的“许可、供应和经销协议”，根据该协议，双鹤药业将在中国独家许可供应和经销“LG 生命”正在研发的、治疗 2 型糖尿病的 LC-15-0444 药品。目前该产品在韩国已进入三期临床，国内二期临床效果良好，如果顺利预计会在 2013 年上市生产。同时公司积极推进国际化进程，扩大国际交流与合作，加强与日本、英国、美国等国家的领先医药公司合作，为公司产品进入国际市场创造条件。
- ◇ 加快新品研发速度，积极拓宽研发思路。公司的研发工作继续坚持长期、中期、短期相结合的产品研发策略。09 年上半年实现新品匹伐他汀钙片的上市，完成羧乙基淀粉 200/0.5 原料药和单硝酸异山梨酯缓释片的批产，低钙腹膜透析液申报生产，并获得 2 项发明专利证书、提交 1 项发明专利申请；目前公司正全力打造针对高端市场的降压 1 号产品，其上市将有望成为公司未来的重磅新药。
- ◇ 公司的成长稳定，具备积极的投资价值。公司降压 0 号和大输液的稳定增长以及二线产品逐步获得市场认可，预计 2009 年——2011 年的每股收益分别为 0.90 元、1.08 元和 1.28 元，鉴于公司的稳定性增长，我们认为公司具备积极的投资价值，上调公司为“推荐”的投资评级。

盈利预测及估值简表

项目	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万）	4952	5221	5786	6425
同比	8.67%	5.44%	10.82%	11.04%
归属母公司净利润（百万）	380.57	522.50	614.77	728.99
同比	-13.03%	37.29%	17.66%	18.58%
EPS(摊薄，元/股)	0.67	0.90	1.08	1.28

资料来源：公司年报、齐鲁证券研究所


表 1: 公司单季度财务分析

项目 (百万元)	2008 年单季度数据				2009 年季度数据			前三季度数据	
	08-1Q	08-2Q	08-3Q	08-4Q	09-1Q	09-2Q	09-3Q	1-3Q-08	1-3Q-09
主营业务收入	1162.46	1292.16	1267.87	1229.03	1230.83	1241.14	1300.41	3722.50	3772.38
增长率(同比)	15.89%	11.36%	7.10%	1.63%	5.88%	-3.95%	2.57%		1.34%
增长率(环比)	-3.87%	11.16%	-1.88%	-3.06%	0.15%	0.84%	4.78%		
营业成本	795.50	916.74	874.40	831.08	827.12	832.60	873.20	2586.64	2532.92
成本率	68.43%	70.95%	68.97%	67.62%	67.20%	67.08%	67.15%	69.49%	67.14%
主营业务税金及附加	7.64	6.88	8.47	9.48	7.36	8.48	10.13	22.99	25.97
主营业务利润	359.32	368.54	385.00	388.47	396.34	400.06	417.07	1112.86	1213.48
营业利润率	30.91%	28.52%	30.37%	31.61%	32.20%	32.23%	32.07%	29.90%	32.17%
毛利率	31.57%	29.05%	31.03%	32.38%	32.80%	32.92%	32.85%	30.51%	32.86%
主营毛利	366.96	375.42	393.47	397.95	403.71	408.54	427.20	1135.85	1239.45
增长率(同比)	33.51%	6.00%	18.80%	-2.97%	10.01%	8.82%	8.57%		9.12%
增长率(环比)	-10.52%	2.30%	4.81%	1.14%	1.45%	1.20%	4.57%		
销售费用	165.64	162.97	188.10	231.86	164.64	202.17	210.96	516.71	577.77
销售费用/收入	14.25%	12.61%	14.84%	18.86%	13.38%	16.29%	16.22%	13.88%	15.32%
管理费用	64.70	73.36	68.70	84.12	65.86	86.68	70.19	206.76	222.72
管理费用/收入	5.57%	5.68%	5.42%	6.84%	5.35%	6.98%	5.40%	5.55%	5.90%
财务费用	3.57	0.43	2.36	6.44	2.50	-0.65	-0.48	6.35	1.37
期间费用率	20.12%	18.32%	20.44%	26.23%	18.93%	23.22%	21.58%	19.61%	21.26%
投资收益	-	0.62	0.28	29.08	0.00	0.41	0.38	0.90	0.79
营业利润	125.06	127.95	123.72	75.29	163.15	111.61	138.03	376.74	412.78
增长率(同比)	70.88%	14.68%	34.65%	-35.71%	30.45%	-12.77%	11.57%		9.57%
增长率(环比)	6.79%	2.31%	-3.31%	-39.14%	116.68%	-31.59%	23.67%		
利润总额	142.58	126.16	125.42	76.49	174.64	115.35	136.56	394.17	426.55
增长率(同比)	79.37%	6.46%	39.04%	-73.30%	22.48%	-8.57%	8.88%		8.22%
增长率(环比)	-50.23%	-11.52%	-0.59%	-39.02%	128.32%	-33.95%	18.39%		
实际税率	21.75%	32.77%	26.86%	-41.63%	18.03%	17.37%	17.54%		
净利润	111.57	84.81	91.74	108.33	143.16	95.31	112.61	288.12	351.08
增长率(同比)	81.20%	-7.24%	27.11%	-53.39%	28.31%	12.38%	22.76%		21.85%
增长率(环比)	0.00%	-23.99%	8.16%	18.09%	32.15%	-33.42%	18.15%		
净利润率	9.60%	6.56%	7.24%	8.81%	11.63%	7.68%	8.66%	7.74%	9.31%
归属于母公司的净利润	108.14	83.21	91.98	97.25	146.05	94.12	111.98	283.32	352.15
每股收益(元)	0.245	0.175	0.193	0.204	0.307	0.198	0.196	0.496	0.616

资料来源: 公司季报、齐鲁证券研究所



图1: 公司股权结构

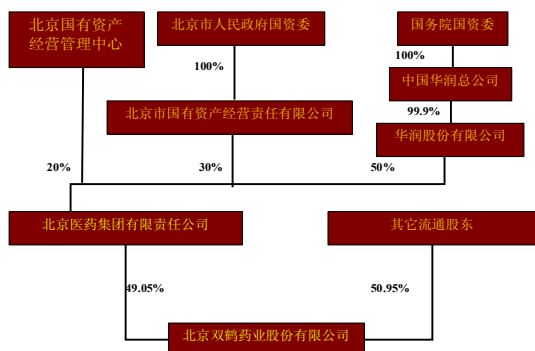
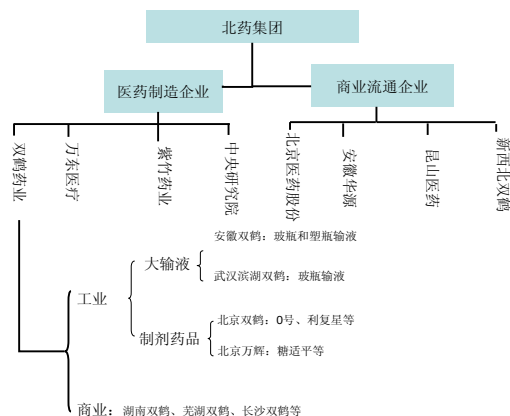
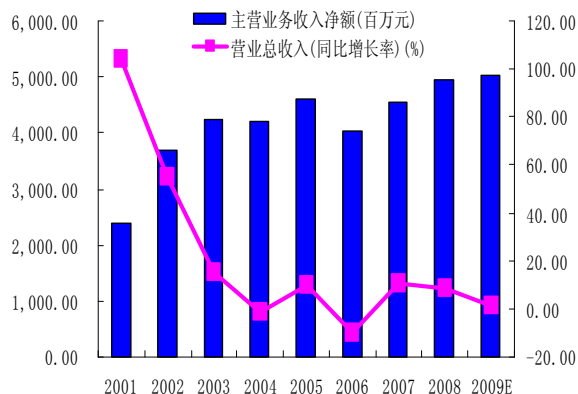


图2: 公司产业结构



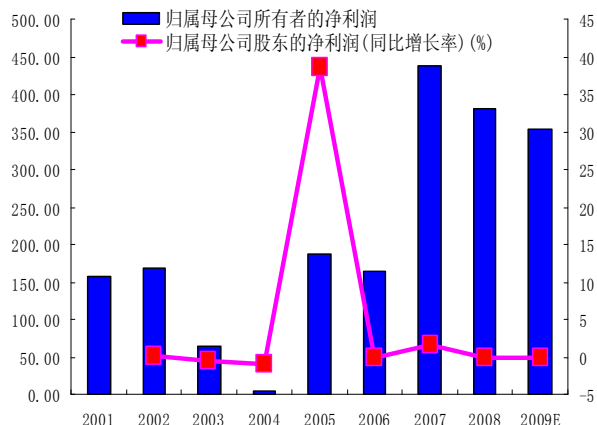
资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图3: 公司近年主营业务收入及增长率变化情况



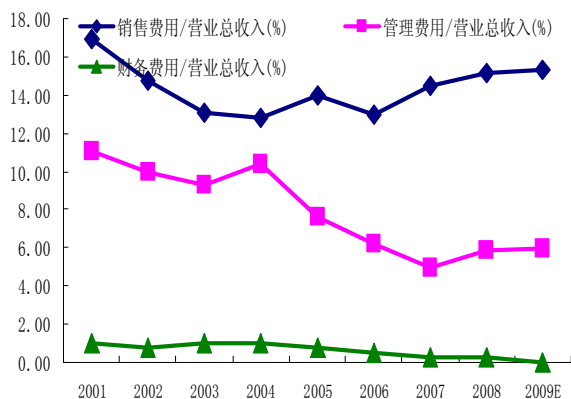
资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图4: 公司近年净利润以及同比增长率变化情况



资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

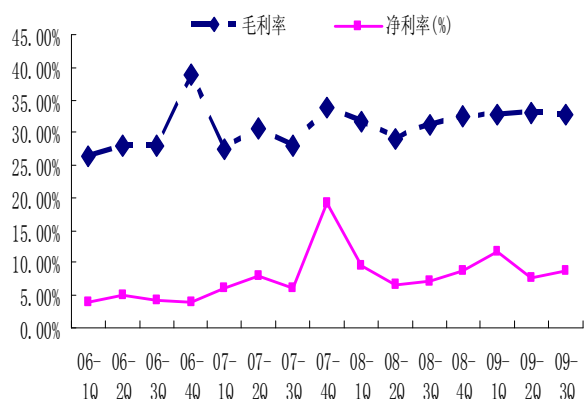
图5: 公司近年三项费用变化情况



资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

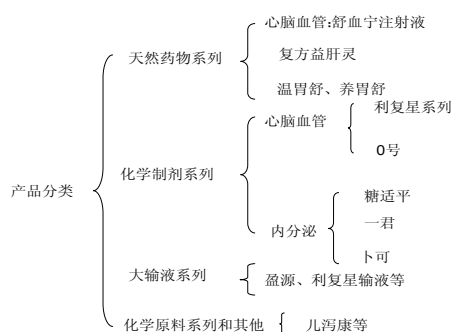
图6: 公司近年毛利率和净利率变化情况



资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

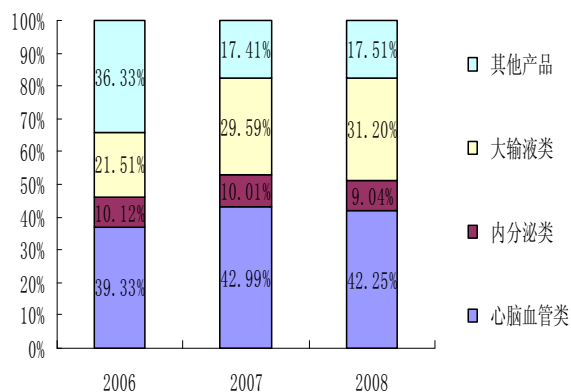


图7: 公司产品结构



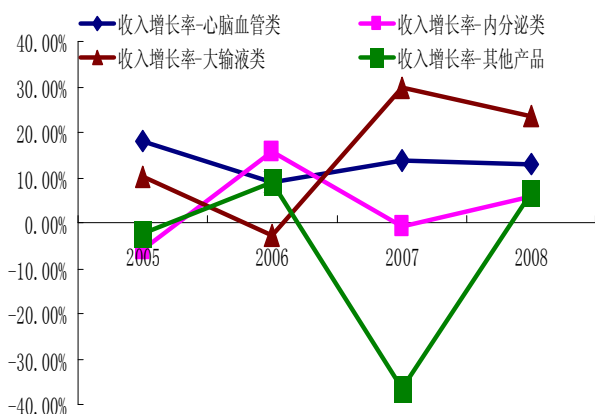
资料来源: 齐鲁证券研究所

图8: 公司近三年工业利润构成变化情况



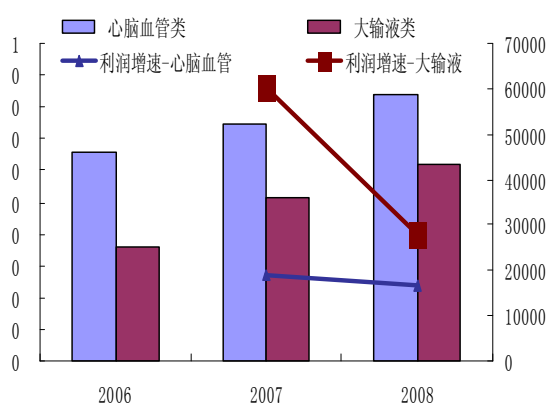
资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图9: 近年工业系列产品营业收入增长变化情况



资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图10: 公司近三年工业利润增长变化情况



资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所


投资评级说明

类别	级别	定义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归©齐鲁证券研究所®所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为©齐鲁证券研究所®，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

