

湘财证券研究所

医药行业研究小组

陈国栋

Tel: 021-68634510-8721

 E-Mail: cgd2854@xcsc.com

叶侃

Tel: 021-68634510-8721

 E-Mail: yk2880@xcsc.com

王师

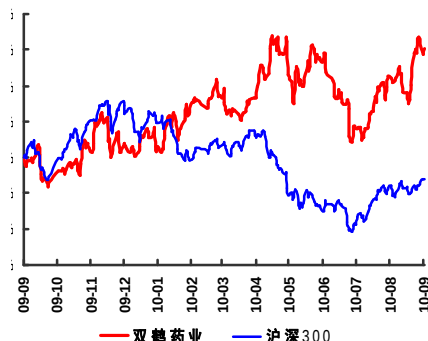
Tel: 021-68634510-8228

 E-Mail: ws2978@xcsc.com

基础数据:

收盘价:	28.87 元
流通 A 股市值:	83.95 亿元
总市值:	164.99 亿元
沪深 300 指数:	2980.97

一年内股价与大盘走势:



近期我们实地调研双鹤药业，了解公司大输液、制剂产品销售情况和未来发展规划。

调研要点:

- q** 大输液产能仅次于科伦药业，在全国布局选择方面，尽量与其竞争对手相错开。目前共有六个输液生产基地，销售重点区域在华北、华中地区，未来重点开发华南、东北地区，华南地区包括海南和福建新增市场。华南地区主要靠佛山输液基地，以生产软袋输液为主，今年已扭亏，原先有三条生产线，现又新增一条生产线。东北区域缺少 5000 万以上产能的生产厂家，所以能快速占领市场。武汉滨湖生产基地引进两条集合吹、灌、封于一体的德国生产线，提高输液产品的安全性和洁净度，能有单独定价权，预计下半年能投产。公司调整输液包材结构，上半年玻璃瓶销量减少百分之十几，塑料瓶和软袋销量都增长 50% 以上，今年玻璃瓶比例降到 30% 以下。与科伦药业相比，双鹤药业的输液包材结构更为合理，作为输液龙头企业，能受益于整个行业集中度的提高。
- q** 制剂品种主要聚焦心血管和糖尿病领域，均是增速较快的细分领域。降压 0 号和糖适平有较高知名度，销售增速保持平稳。一季度降压 0 号销售额增长 30%，二季度由于经销商囤货较多，使得上半年销售不尽如人意，但全年 10.2 亿片的销售目标完成难度不大。盈源、珂立苏、果糖等二线品种近几年增速较快。未来值得期待的品种有匹伐他汀，交给下属双鹤药业经营有限责任公司做推广，计划进入 9 个地方医保目录，作为降脂效果最好的他汀类药物之一，成长空间广阔。后续在研产品有降糖药 DPP-抑制剂（与韩国 LG 生命合作）和降压 0 号。公司每年研发投入 5000-6000 万元，专注做心血管、抗感染领域的首仿药。
- q** 双鹤药业作为华润医药旗下主要经营化学药的上市公司，将很有可能成为整合平台。生产心血管药物的赛科药业和大输液企业长征富民能很好地与公司原有业务相交叉，今后整合几率较大。

投资建议:

我们预测双鹤药业 2010 年、2011 年、2012 年每股收益分别为 1.01、1.27、1.58 元。从短期看，受益于包材结构调整，公司大输液业务增速明显，匹伐他汀等新品种的放量也能增厚业绩。华润旗下医药资源整合给公司带来做大做强的机会，目前估值合理，我们首次给予双鹤药业“买入”评级。

风险因素: 新产品销售推广受阻；大输液产能扩张过快

盈利预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入 (百万元)	4951.52	5037.95	5529.61	6121.15	6794.42
增长率	8.67%	1.75%	9.76%	10.70%	11.00%
净利润 (百万元)	380.57	451.46	574.88	725.51	901.4
增长率	-13.03%	18.63%	27.34%	26.20%	24.24%
摊薄后每股收益 (元)	0.67	0.79	1.01	1.27	1.58

三张表预测

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2870	3489	4209	4949
现金	1024	1511	2224	2662
应收账款	573	714	664	858
其他应收款	92	132	158	142
预付账款	153	196	193	218
存货	600	594	596	597
其他流动资产	428	342	375	472
非流动资产	1847	1742	1678	1717
长期投资	83	78	82	81
固定资产	1352	1270	1215	1242
无形资产	180	203	211	231
其他非流动资产	232	191	170	162
资产总计	4717	5231	5887	6665
流动负债	1128	1181	1245	1261
短期借款	278	300	300	300
应付账款	347	389	407	423
其他流动负债	503	492	538	538
非流动负债	54	55	53	52
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	54	55	53	52
负债合计	1182	1235	1299	1313
少数股东权益	64	84	106	135
股本	572	572	572	572
资本公积	1168	1168	1168	1168
留存收益	1731	2173	2743	3478
归属母公司股东权益	3471	3912	4482	5217
负债和股东权益	4717	5231	5887	6665

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	342	601	965	778
净利润	463	594	747	930
折旧摊销	136	136	140	150
财务费用	-1	3	-3	-8
投资损失	-3	-2	-3	-3
营运资金变动	-211	-180	58	-349
其他经营现金流	-42	51	25	58
投资活动现金流	-232	-6	-101	-182

利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5038	5530	6121	6794
营业成本	3328	3534	3807	4112
营业税金及附加	35	38	42	46
营业费用	837	912	1010	1121
管理费用	292	332	367	408
财务费用	-1	3	-3	-8
资产减值损失	9	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	2	3	3
营业利润	542	693	881	1099
营业外收入	29	30	30	30
营业外支出	9	10	10	10
利润总额	561	713	901	1119
所得税	98	118	153	188
净利润	463	594	747	930
少数股东损益	12	20	22	29
归属母公司净利润	451	575	725	901
EBITDA	677	831	1018	1240
EPS (元)	0.79	1.01	1.27	1.58

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	1.7%	9.8%	10.7%	11.0%
营业利润	19.9%	27.8%	27.1%	24.7%
归属于母公司净利润	18.6%	27.3%	26.2%	24.3%
获利能力				
毛利率(%)	33.9%	36.1%	37.8%	39.5%
净利率(%)	9.0%	10.4%	11.9%	13.3%
ROE(%)	13.0%	14.7%	16.2%	17.3%
ROIC(%)	18.2%	23.5%	31.3%	34.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	25.1%	23.6%	22.1%	19.7%
净负债比率(%)	23.52%	24.75%	23.66%	23.40%
流动比率	2.54	2.96	3.38	3.92
速动比率	2.00	2.44	2.89	3.44
营运能力				
总资产周转率	1.12	1.11	1.10	1.08

资本支出	285	0	50	150	应收账款周转率	7	7	7	7
长期投资	1	-32	23	-5	应付账款周转率	10.13	9.61	9.57	9.91
其他投资现金流	54	-37	-28	-36	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-164	-108	-151	-158	每股收益(最新摊薄)	0.79	1.01	1.27	1.58
短期借款	-48	22	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	1.05	1.69	1.36
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.07	6.84	7.84	9.13
普通股增加	95	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	4	0	0	0	P/E	27.20	21.37	16.93	13.62
其他筹资现金流	-216	-130	-151	-158	P/B	3.54	3.14	2.74	2.35
现金净增加额	-54	487	713	438	EV/EBITDA	17	14	11	9

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5038	5530	6121	6794
收入同比(%)	2%	10%	11%	11%
归属母公司净利润	451	575	725	901
净利润同比(%)	19%	27%	26%	24%
毛利率(%)	33.9%	36.1%	37.8%	39.5%
ROE(%)	13.0%	14.7%	16.2%	17.3%
每股收益(元)	0.79	1.01	1.27	1.58
P/E	27.20	21.37	16.93	13.62
P/B	3.54	3.14	2.74	2.35
EV/EBITDA	17	14	11	9

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。