

业绩增长稳定

事件:

公司公布三季报, 前三季度实现销售收入 40.63 亿元, 同比增长 7.7%; 实现净利润 4.27 亿元, 同比增长 21.4%, 实现基本每股收益 0.75 元。每股经营性现金流 0.63 元, 同比增长 54%。

研究结论

- **业绩持续稳定增长:** 公司业绩在前三季度保持了稳定的增长, 其中第三季度实现销售收入 14.09 亿元, 同比增长了 8.4%, 增速环比回升了 3.5 个百分点。第三季度实现净利润 1.38 亿元, 同比增长 22.9%, 增速基本保持平稳。公司利润增速快于销售增速的主要原因是工业业务的占比持续提升, 导致综合毛利率持续提高。第三季度公司综合毛利率为 35.85%, 同比提高了 3 个百分点。
- **费用率控制良好:** 公司费用率控制良好, 其中前三季度销售费用合计 6.84 亿元, 由于工业销售占比提高, 费用率同比略涨 1.8 个百分点至 16.8%; 而前三季度管理费用合计 2.19 亿元, 同比略降, 费用率则下降 0.5 个百分点。预计随着公司核心工业品种的稳定增长和新产品的持续放量, 公司工业销售占比仍将进一步提升, 销售费用可能仍将呈上涨趋势。
- **集团医药资源整合进行中:** 前期公司公告为打造央企医药平台, 整合内部医药资源, 华润股份有限公司将其所持有的北药集团 50% 的股权转卖给其持有 100% 权益的子公司华润医药投资有限公司, 标志集团层面的资源整合正在稳步进行。我们认为, 在华润和北药集团医药资产整合完成后, 华润集团有望将其运营管理经验输入双鹤药业, 其管理运营能力有望得到提高, 前景值得期待。
- **维持增持的投资评级:** 根据季报情况, 我们微调 2010-2011 年公司业绩至 0.98 元/股, 和 1.20 元/股 (原预测 1.01, 1.21 元每股)。我们维持公司增持的投资评级, 华润集团入主及与北药集团的整合有望给公司带来积极影响。
- **风险因素:** 药品降价风险, 老品种增速放缓。



东方证券
ORIENT SECURITIES

庄琰

医药行业分析师

8621-63325888 × 6069

zhuangyan@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860210030004

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860208110154

公司评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 10 月 27 日) 28.27 元

目标价格 33

总股本/A 股 (万股) 57170/57170

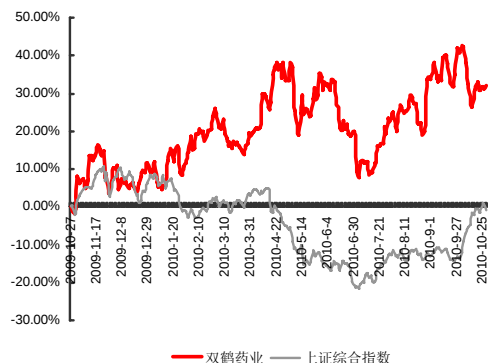
A 股市值 (百万元) 16161

国家/地区 中国

行业 医药

报告日期 2010 年 10 月 28 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-0.98%	13.77%	33.25%
相对表现 (%)	-16.14%	-4.75%	34.39%

资料来源: WIND

财务预测

主要财务指标	2008	2009	2010E	2011E
营业收入 (百万)	4952	5038	5470	6281
同比 (%)	9%	2%	9%	15%
净利润 (百万)	396	463	575	706
同比 (%)	-13%	17%	24%	23%
毛利率 (%)	31.0%	33.9%	36.6%	37.7%
ROE (%)	12.6%	13.1%	14.5%	15.6%
每股收益 (元)	0.80	0.79	0.98	1.20
P/E (倍)	35.39	35.80	28.83	23.48
P/B (倍)	4.27	4.57	4.06	3.58

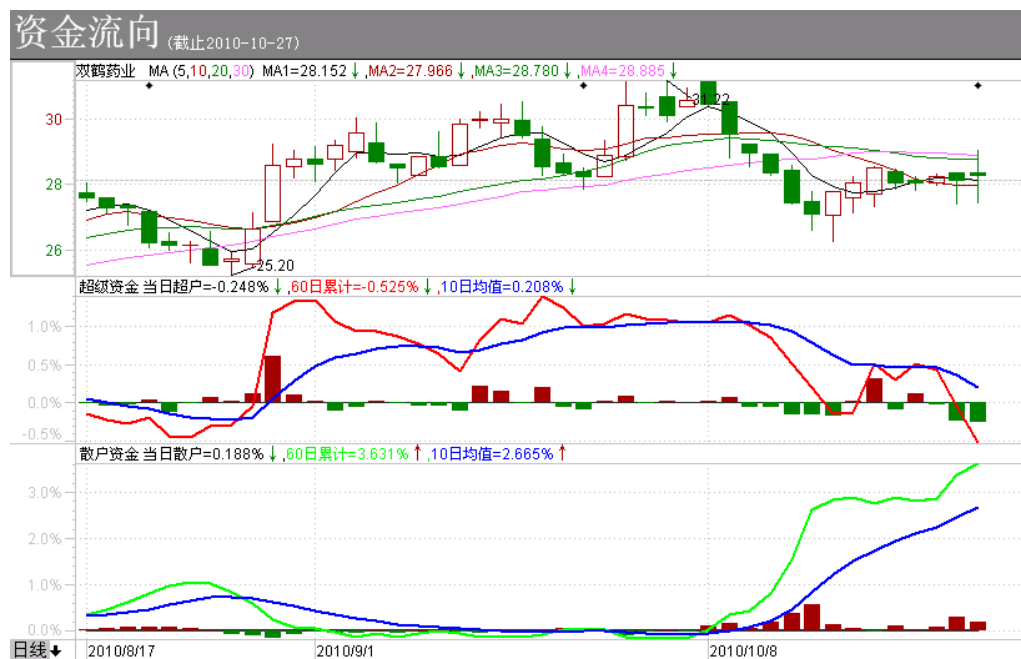
资料来源: 东方证券研究所预测

表：财务报表与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	会计年度	2008	2009	2010E	2011E
流动资产	2682	2870	3151	3795	营业收入	4952	5038	5470	6281
现金	1028	1024	1202	1581	营业成本	3418	3328	3468	3910
应收账款	535	573	623	715	营业税金及附加	32	35	38	43
其它应收款	81	92	98	113	营业费用	749	837	973	1164
预付账款	221	153	160	180	管理费用	291	292	316	328
存货	605	600	624	704	财务费用	13	-1	3	1
其他	212	428	444	502	资产减值损失	27	9	8	9
非流动资产	1587	1847	1949	1926	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	81	83	85	87	投资净收益	30	3	2	2
固定资产	1096	1352	1415	1423	营业利润	452	542	666	828
无形资产	131	180	180	180	营业外收入	41	29	20	20
其他	278	232	269	235	营业外支出	23	9	10	8
资产总计	4269	4717	5100	5721	利润总额	471	561	676	840
流动负债	1077	1128	1093	1172	所得税	74	98	101	134
短期借款	326	278	248	248	净利润	396	463	575	706
应付账款	310	347	347	391	少数股东损益	16	12	14	18
其他	441	503	498	533	归属于母公司净利润	381	451	561	688
非流动负债	41	54	31	35	EBITDA	612	655	808	974
长期借款	0	0	13	13	EPS (元)	0.80	0.79	0.98	1.20
其他	41	54	18	22					
负债合计	1119	1182	1124	1207					
少数股东权益	71	64	79	96					
股本	476	572	572	572					
资本公积	1164	1168	1168	1168					
留存收益	1249	1512	1900	2372					
归属母公司股东权	3080	3471	3898	4418					
负债和股东权益	4269	4717	5100	5721					
现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2008	2009	2010E	2011E	
经营活动现金流	332	463	609	660	成长能力				
净利润	396	463	575	706	营业收入	8.7%	1.7%	8.6%	14.8%
折旧摊销	178	113	142	146	营业利润	14.8%	19.9%	22.9%	24.3%
财务费用	13	-1	3	1	净利润	-13.4%	16.9%	24.0%	22.8%
公允价值变动损益	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-186	-109	-108	-193	毛利率	31.0%	33.9%	36.6%	37.7%
其它	-70	-4	-3	0	净利率	8.0%	9.2%	10.5%	11.2%
投资活动现金流	-170	-340	-244	-116	ROE	12.6%	13.1%	14.5%	15.6%
资本支出	309	-322	-263	-120	ROA	9.3%	9.8%	11.3%	12.3%
长期投资	1	-2	-2	-2	偿债能力				
其他	-481	-17	22	6	资产负债率	26.2%	25.1%	22.0%	21.1%
筹资活动现金流	262	-131	-186	-165	净负债比率				
短期借款	0	-64	-30	0	流动比率	2.49	2.54	2.88	3.24
长期借款	0	0	13	0	速动比率	1.93	2.01	2.31	2.64
普通股增加	35	95	0	0	营运能力				
资本公积增加	554	4	0	0	总资产周转率	1.16	1.07	1.07	1.10
其他	-327	-167	-169	-165	应收账款周转率	-	-	-	-
现金净增加额	456	-9	179	379	应付账款周转率	11.01	9.59	10.00	10.00
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.80	0.79	0.98	1.20
					每股经营现金流	0.82	0.81	1.07	1.15
					每股净资产	6.61	6.18	6.96	7.90
					估值比率				
					P/E	35.39	35.80	28.83	23.48
					P/B	4.27	4.57	4.06	3.58

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn