

化学制药

双鹤药业 (600062. SH) / 27.95 元

收购恩世制药，批文资源收获颇丰

事项

公司公告，拟收购恩世国际持有的恩世制药 100% 的股权，收购价格为人民币 9064 万元。

主要观点

一、恩世制药药品资源丰富。沈阳恩世制药有限公司是一家集药品研发、生产和销售为一体的现代化中西药制药企业，目前拥有 151 个中西药品种，包括国家级新药、医保药品、中药保护品种等，涵盖 6 种剂型：胶囊剂（含头孢菌素类）、片剂、颗粒剂、软胶囊剂、丸剂（大蜜丸、水蜜丸、水丸）、散剂。2010 年 1-4 月实现主营业务收入 243 万元，净利润-328 万元。

其中，豨薟通栓胶囊为独家品种、国家级新药，用于治疗中风；羚黄氨咖敏片为独家中西结合感冒药；心安软胶囊为独家剂型，主要成分为山楂叶，用于治疗冠心病、心绞痛、高血压、高脂血症。

二、批文资源收获颇丰，产品结构不断丰富。双鹤现有产品线聚焦大输液、心脑血管、内分泌三大治疗领域；恩世制药产品线涵盖抗生素、心脑血管、感冒类、消化类等。通过本次收购，公司可补充软胶囊生产剂型、提升头孢产品生产能力、拓展感冒类及消化类产品线，产品结构更加丰富。

根据公司“十二五”期间总体规划，计划自 2010 年起用 5 年至 7 年时间实现百亿元的工业销售收入。本次收购有望进一步扩大工业销售规模，提高盈利能力，有利于实现百亿工业收入的战略目标。

三、打造央企医药平台，整合内部医药资源，业绩拐点渐行渐近。我们在之前的报告《华润与北药重组，两强联合带来新的投资机遇》和《世界是可以重组的》中指出，华润和北药集团的医药类资产重组完成后，双鹤很可能成为华润的化学制药和生物制剂产业平台，华润集团介入后将对公司的管理体制和激励机制形成实质有利影响，可能采取与华润三九和东阿阿胶同样的管理方法促使双鹤经营改善；另外，北药集团下属赛科药业及华源长富注入有可能成行，将对公司长远发展形成重大利好。

目前公司控股股东的北药集团的股东之一华润股份有限公司，已将其所持有的北药集团 50% 的股权转给其持有 100% 权益的子公司华润医药投资有限公司。我们认为双鹤很可能成为最先完成重组的医药资产，业绩拐点渐行渐近。

四、投资建议：强烈推荐（维持）。我们维持对公司 2010-2012 年 EPS 1.02、1.21 和 1.53 元的业绩预测，对应 PE 分别为 27X、23X 和 18X。基于公司未来良好的成长性及估值吸引力，维持“强烈推荐”评级。6 个月目标价 36.3 元。

证券分析师： 廖万国

执业编号： S0360210100002

联系人： 陈海刚

Tel： 010-59370822

Email： chenhaigang@hczq.com

投资评级

投资评级：	强推
评级变动：	维持

公司基本数据

总股本(万股)	57170
流通 A 股/B 股(万股)	29088/0
资产负债率(%)	25.06
每股净资产(元)	6.07
市盈率(倍)	35.39
市净率(倍)	4.60
12 个月内最高/最低价	34.8/21.75

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《业绩稳定增长，拐点渐行渐近》	2010-10-28
《世界是可以重组的》	2010-09-13
《基本面良好，拐点来临》	2010-08-27
《主营业务稳定增长，看好长远发展》	2010-08-20
《华润与北药重组，两强联合带来新的投资机遇》	2010-08-01

附录：恩世制药主要品种

类别	产品名称	产品规格	备注
抗 生 素	头孢羟氨苄胶囊	0.25g/粒*12 粒/盒	
	头孢拉定胶囊	0.25g/粒*20 粒/盒	
	阿奇霉素分散片	0.25g/片*6 片/盒	
	心可宁胶囊	0.4g*24 粒	
心脑血管类	豨莶通栓胶囊	0.37g*24 粒	独家品种
	复方脑蛋白水解物片	36 片/盒	
	冠心苏合软胶囊	0.5g/粒*24 粒/盒	
	心安软胶囊	0.65g/粒*36 粒/盒	独家剂型
感冒类	尼莫地平胶丸	24 粒*400 盒	
	枣仁安神颗粒	50 粒*400 盒	
	天麻头痛片	5g/袋*10 袋/盒	
	感冒软胶囊	0.31g/片	
清热解暑	复方氨酚烷氨片	0.5g/粒*24 粒/盒	
	复方板蓝根颗粒	0.5g/粒*16 粒/盒	
	羚黄氨咖敏片	12t	独家品种
	一清颗粒	15g*9 袋	
乙肝	大败毒胶囊	7.5g*6 袋	
	炎可宁片	0.5g*10 粒*2 板/盒	
	肝必复软胶囊	24 片/盒	
	肝必复胶囊	0.4g/粒*24 粒/盒	
痔疮类	肝必复胶囊	0.4g/粒*50 粒/盒	
	化痔胶囊	0.4g/粒*30 粒/盒	
	伤科跌打片	0.4g/粒*36 粒/盒	独家规格
	通便灵胶囊	0.26g/片*48 片	
泌尿	胃康灵胶囊	0.25g*24 粒	
	尿塞通片	0.4g/粒*24 粒/盒	
	幼泻宁颗粒	0.35g/片*36 片/盒	
		6g/袋*9 袋/盒	

数据来源：公司资料，华创证券研究所

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2870	3555	4251	5162
现金	1024	1695	2263	2945
应收账款	573	604	654	732
其它应收款	92	153	123	146
预付账款	153	179	198	198
存货	600	598	649	694
其他	428	326	364	445
非流动资产	1847	1671	1546	1430
长期投资	83	83	82	83
固定资产	1352	1211	1094	980
无形资产	180	151	142	140
其他	232	226	228	227
资产总计	4717	5226	5798	6592
流动负债	1128	1176	1167	1227
短期借款	278	303	302	294
应付账款	347	363	367	404
其他	503	511	498	528
非流动负债	54	49	48	50
长期借款	0	0	0	0
其他	54	49	48	50
负债合计	1182	1225	1215	1277
少数股东权益	59	75	90	104
股本	572	572	572	572
资本公积金	1168	1168	1168	1168
留存收益	1737	2187	2753	3472
归属母公司股东权益	3476	3926	4493	5211
负债和股东权益	4717	5226	5798	6592

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	342	850	688	845
净利润	463	599	708	890
折旧摊销	136	137	137	137
财务费用	-1	0	0	0
投资损失	-3	0	0	0
营运资金变动	-211	-60	-100	-161
其它	-42	175	-57	-20
投资活动现金流	-232	-78	7	5
资本支出	285	0	0	0
长期投资	1	79	-14	-17
其他	54	1	-7	-12
筹资活动现金流	-164	-101	-127	-168
短期借款	-48	25	-1	-8
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	95	0	0	0
资本公积增加	4	0	0	0
其他	-216	-125	-126	-160
现金净增加额	-54	672	568	682

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5038	5374	5848	6461
营业成本	3328	3427	3659	3909
营业税金及附加	35	36	40	44
营业费用	837	892	977	1086
管理费用	292	314	340	377
财务费用	-1	0	0	0
资产减值损失	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	0	0	0
营业利润	542	705	833	1047
营业外收入	29	0	0	0
营业外支出	9	0	0	0
利润总额	561	705	833	1047
所得税	98	106	125	157
净利润	463	599	708	890
少数股东损益	12	16	15	14
归属母公司净利润	451	583	693	875
EBITDA	677	842	970	1184
EPS（元）	0.79	1.02	1.21	1.53

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	1.7%	6.7%	8.8%	10.5%
营业利润	19.9%	30.0%	18.1%	25.7%
归属母公司净利润	18.6%	29.2%	18.8%	26.3%
获利能力				
毛利率	33.9%	36.2%	37.4%	39.5%
净利率	9.0%	10.9%	11.9%	13.5%
ROE	13.0%	14.9%	15.4%	16.8%
ROIC	16.9%	25.5%	29.8%	36.4%
偿债能力				
资产负债率	25.1%	23.4%	21.0%	19.4%
净负债比率	23.52%	25.31%	25.50%	23.44%
流动比率	2.54	3.02	3.64	4.21
速动比率	2.01	2.50	3.08	3.64
营运能力				
总资产周转率	1.12	1.08	1.06	1.04
应收帐款周转率	9	9	9	9
应付帐款周转率	10.13	9.66	10.03	10.14
每股指标(元)				
每股收益	0.79	1.02	1.21	1.53
每股经营现金	0.60	1.49	1.20	1.48
每股净资产	6.08	6.87	7.86	9.11
估值比率				
P/E	35.39	27.39	23.05	18.25
P/B	4.60	4.07	3.56	3.07
EV/EBITDA	22	18	16	13

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

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:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;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;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801