

公司研究

项目进程和期间费用拖累业绩

生物医药

2011 年 03 月 10 日

评级：谨慎推荐

52 周走势



报告作者：

国联证券研究所医药研究组

周静

执业证书编号：S0590210100010

联系人：

联系人：周静 王佳悦

电话：0510-82833217

 Email: zhoujing@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

双鹤药业（600062）2010 年年报点评

事件： 2010 年公司实现主营业务收入 53.03 亿元，同比增长 6%，实现净利润 5.2 亿元，同比增长 15%；扣除非经常损益后净利润为 4.6 亿，同比增长 5.89%。累计实现经营活动现金净流量(含票据影响)5.89 亿元，现金回款控制在较好水平；净资产收益率 14.1%，同比提升 0.3 个百分点。利润分配方案：每 10 股派发现金 2.30 元。

业绩低于市场之前的普遍预期。

点评：

- **四季度收入略低于预期，产品结构调整毛利率持续提高。**公司业绩在前三季度的增长符合预期，不过第四季度仅实现销售收入 12.4 亿元，略低于之前预期。不过由于商业占比的下滑和工业主要品种毛利率的提高，公司 2010 年综合毛利率为 36.18%，同比提高了 2.23 个百分点。
- **销售费用率上升较快，资产减值损失大幅增长。**随着发展重点向工业业务转移，公司加大医院的开发和维护，重点推广核心品种，导致销售费用率从 09 年同期 16.61% 上升至 18.14%。另外由于科研费用、咨询顾问费用和差旅费的提高使得管理费用率超出预期。而资产减值损失同比增长 175.69%，主要是由于坏账损失、存货跌价损失和固定资产减值损失增加所致。
- **募集项目投产和新产品放量以及国际化进程将保障后续发展。**公司 08 年的募投项目需要通过国际认证，未能按时建成，预计将在 2011 年陆续投产。另外开始量产的匹伐他汀钙、替米沙坦、晋新泰等新产品和美洛昔康申报资料递交至 FDA 以及万辉双鹤启动欧盟认证项，这些都为公司后续发展提供了广阔的空间。
- **盈利预测：**预计 2011 年-2013 年 EPS 分别为 1.19 元、1.42 元和 1.68 元，我们认为公司在大输液领域上的龙头优势，再加上心血管以及内分泌领域优势的加强，以及华润入主之后经营的变化和高层的激励机制，我们看好公司发展，给予“谨慎推荐”评级。

盈利预测表:

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	3193.46	3562.01	3970.92	4214.31	营业收入	5,366.80	5,843.37	6,278.12	6,699.38
现金	1056.62	1321.66	1578.96	1695.34	营业成本	3424.94	3618.80	3823.37	4009.58
应收账款	647.56	684.84	734.54	770.43	营业税金及附加	39.40	42.07	45.83	48.91
其它应收款	77.27	116.87	125.56	133.99	营业费用	974.00	1022.59	1073.56	1112.10
预付账款	209.32	204.52	219.73	234.48	管理费用	321.90	338.92	345.30	355.07
存货	709.89	701.20	747.10	790.53	财务费用	-1.99	3.21	7.82	10.67
其他	492.80	532.92	565.03	589.55	资产减值损失	24.05	10.00	12.00	13.00
非流动资产	2012.05	1955.96	1839.24	1704.27	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	85.34	85.34	85.34	85.34	投资净收益	8.18	0.00	0.00	0.00
固定资产	1313.38	1246.38	1164.38	1072.38	营业利润	592.69	807.78	970.24	1150.06
无形资产	178.16	213.16	216.16	218.16	营业外收入	40.84	20.00	15.00	10.00
其他	435.17	411.08	373.36	328.39	营业外支出	16.63	5.00	4.00	3.00
资产总计	5205.51	5517.97	5810.16	5918.57	利润总额	616.90	822.78	981.24	1157.06
流动负债	1190.07	1306.75	1362.84	1423.39	所得税	83.91	123.42	147.19	173.56
短期借款	279.41	290.00	310.00	320.00	净利润	533.00	699.37	834.06	983.50
应付账款	361.49	403.19	415.61	435.46	少数股东损益	12.90	16.93	20.19	23.80
其他	549.17	613.55	637.23	667.93	归属母公司净利润	520.09	682.44	813.87	959.70
非流动负债	89.51	75.87	75.87	75.87	EBITDA	773.37	968.92	1138.21	1325.07
长期借款	13.40	15.00	15.00	15.00	EPS (元)	0.91	1.19	1.42	1.68
其他	76.11	60.87	60.87	60.87	主要财务比率				
负债合计	1279.58	1382.62	1438.71	1499.26	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	62.78	79.71	99.89	123.70	成长能力				
股本	571.70	571.70	571.70	571.70	营业收入	6.53%	8.88%	7.44%	6.71%
资本公积	1167.97	1167.97	1167.97	1167.97	营业利润	9.31%	36.29%	20.11%	18.53%
留存收益	2123.49	2792.94	3606.81	4566.51	归属于母公司净利润	15.20%	31.22%	19.26%	17.92%
归属母公司股东权益	3863.15	4532.61	5346.48	6306.18	获利能力				
负债和股东权益	5205.51	5994.93	6885.08	7929.13	毛利率	36.18%	38.07%	39.10%	40.15%
现金流量表					净利率	9.93%	11.97%	13.29%	14.68%
单位:百万元					ROE	13.46%	15.06%	15.22%	15.22%
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	偿债能力				
经营活动现金流	509.67	874.72	875.50	1083.09	资产负债率	24.58%	25.06%	24.76%	25.33%
净利润	533.00	699.37	834.06	983.50	净负债比率	-19.46%	-22.04%	-23.02%	-21.16%
折旧摊销	158.45	130.00	139.00	149.00	流动比率	2.68	2.73	2.91	2.96
财务费用	-1.99	3.21	7.82	10.67	速动比率	2.09	2.19	2.37	2.41
投资损失	-8.18	0.00	0.00	0.00	营运能力				
营运资金变动	-202.07	-34.00	-128.22	-87.27	总资产周转率	1.08	1.09	1.11	1.14
其它	30.46	76.14	22.86	27.19	应收账款周转率	8.79	8.77	8.85	8.90
投资活动现金流	-307.75	-367.89	-401.23	-438.76	应付账款周转率	15.15	15.28	15.33	15.74
资本支出	-370.18	-289.12	-201.12	-118.92	每股指标 (元)				
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益 (最新摊薄)	0.91	1.19	1.42	1.68
其他	62.43	50.00	43.00	38.00	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.89	1.53	1.53	1.89
筹资活动现金流	-154.01	-178.00	-191.00	-203.00	每股净资产 (最新摊薄)	6.76	7.93	9.35	11.03
短期借款	10.59	10.59	20.00	10.00	估值比率				
长期借款	1.60	1.60	0.00	0.00	P/E	28.89	22.02	18.46	15.66
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	3.89	3.31	2.81	2.38
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	5.63	4.25	3.52	4.53
其他	-166.20	-190.19	-211.00	-213.00					
现金净增加额	47.92	328.83	283.27	441.33					

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。