

化学制药

双鹤药业 (600062. SH) / 24.40 元

华润入主 拐点来临

事项

经国务院国有资产监督管理委员会批准，北京国有资本经营管理中心将其持有的北药集团 1% 的国有股权无偿划转给中国华润总公司。

主要观点

一、 **华润入主有利于激励机制改善。**此次北京市国资委向华润集团转让北药集团 1% 股权确立了华润集团成为北药集团实际控制人地位，我们多次指出华润入主北药集团后将有利于双鹤药业激励机制改善。参照华润集团对华润三九和东阿阿胶管理方式，我们认为双鹤药业将会获得同样的激励机制改善，公司经营能力和盈利预期将会大幅好转。双鹤药业基本面良好，其主导产品降压 0 号为基本药物独家品种，盈利贡献占到公司 70% 利润，一季度该产品增长快速达到 20% 增长，保证了公司盈利持续性。同时，公司盈源、果糖等新产品增长快速，匹伐他汀钙市场前景巨大，公司与 LG 生命科学合作开发的 DPP-IV 抑制剂预计 2013 年可上市，未来发展前景值得期待。公司大输液市场占有率超过 12%，虽然只有科伦药业的一半，但公司产品布局完善，产品结构趋于合理，通过增加塑瓶/塑袋及治疗性大输液占比，2010 年大输液毛利率达到 40.83%，较 2009 年提高 2.08 个百分点。

二、 **产业整合有利于增强公司竞争力。**我们预计华润北药集团成立后将会有 5-6 个医药产业平台，即华润三九中药产业平台、东阿阿胶保健品产业平台、双鹤药业化学药及生物制剂产业平台、万东医疗医疗器械产业平台、华润医药商业平台和/或紫竹药业生殖保健产业平台。如此，则属于北药集团控制主营降压药的赛科药业及华润集团控制主营大输液的华源长富将极有可能首先注入到双鹤药业，赛科药业注入将增强公司在中高端降压药市场地位和竞争能力，华源长富注入将有利于公司大输液在上海市场的竞争能力。

三、 **投资建议：强烈推荐（维持）。**我们维持公司 2011、2012、2013 年 EPS 为 1.21、1.53 元、1.8 元的盈利预测，对应 PE 分别为 20X、16X 和 14X。我们认为华润入主将给公司带来根本改变，公司未来成长性值得期待，维持“强烈推荐”评级。

风险提示

激励机制改善和资产注入属于预期，方式和进程对公司经营将产生不同影响

证券分析师： 廖万国
执业编号： S0360210100002
Tel： 0755-82027735
Email： liaowanguo@hczq.com

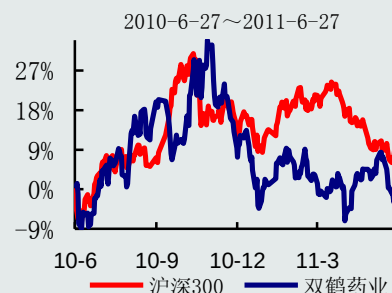
投资评级

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)	57170/0
资产负债率(%)	27.60
每股净资产(元)	7.09
市盈率(倍)	72.87
市净率(倍)	3.44
12 个月内最高/最低价	34.8/22.88

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

《业绩增长稍缓 华润入主将是转折点》
2011-04-26
《业绩平稳增长，华润入主有利长远发展》
2011-03-10
《收购恩世制药，批文资源收获颇丰》
2010-12-31
《业绩稳定增长，拐点渐行渐近》
2010-10-28
《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

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3193	3959	4819	5807
现金	1057	2080	2865	3817
应收账款	648	585	602	612
其它应收款	77	84	84	82
预付账款	209	194	186	196
存货	710	638	649	666
其他	493	377	433	434
非流动资产	2012	1881	1835	1777
长期投资	85	83	84	84
固定资产	1313	1223	1162	1103
无形资产	178	161	171	167
其他	435	413	418	423
资产总计	5206	5840	6654	7585
流动负债	1190	1134	1155	1164
短期借款	279	294	284	286
应付账款	361	340	349	350
其他	549	500	522	528
非流动负债	90	75	86	97
长期借款	13	18	24	32
其他	76	57	62	65
负债合计	1280	1209	1241	1261
少数股东权益	63	76	87	100
股本	572	572	572	572
资本公积金	1168	1168	1168	1168
留存收益	2123	2816	3586	4485
归属母公司股东权益	3863	4556	5326	6224
负债和股东权益	5206	5840	6654	7585

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	510	1041	886	1037
净利润	533	705	889	1041
折旧摊销	0	72	68	69
财务费用	-2	-4	-7	-12
投资损失	-8	-8	-8	-8
营运资金变动	0	171	-39	-29
其它	-13	105	-17	-24
投资活动现金流	-308	-43	7	22
资本支出	370	0	0	0
长期投资	0	75	-13	-16
其他	62	31	-6	6
筹资活动现金流	-154	26	-107	-108
短期借款	1	15	-10	2
长期借款	13	4	6	8
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-169	6	-103	-118
现金净增加额	0	1023	785	952

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5367	5965	6569	7246
营业成本	3425	3812	4140	4504
营业税金及附加	39	44	48	53
营业费用	974	954	998	1101
管理费用	322	334	348	384
财务费用	-2	-4	-7	-12
资产减值损失	24	16	20	18
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	8	8	8	8
营业利润	593	816	1029	1205
营业外收入	41	0	0	0
营业外支出	17	0	0	0
利润总额	617	816	1029	1205
所得税	84	111	140	164
净利润	533	705	889	1041
少数股东损益	13	13	12	12
归属母公司净利润	520	692	877	1029
EBITDA	591	884	1090	1262
EPS（元）	0.91	1.21	1.53	1.80

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	6.5%	11.1%	10.1%	10.3%
营业利润	9.3%	37.7%	26.1%	17.1%
归属母公司净利润	14.6%	33.1%	26.7%	17.3%
获利能力				
毛利率	36.2%	36.1%	37.0%	37.8%
净利率	9.7%	11.6%	13.4%	14.2%
ROE	13.5%	15.2%	16.5%	16.5%
ROIC	16.8%	26.9%	33.6%	39.3%
偿债能力				
资产负债率	24.6%	20.7%	18.6%	16.6%
净负债比率	22.88%	26.26%	24.95%	25.38%
流动比率	2.68	3.49	4.17	4.99
速动比率	2.09	2.92	3.61	4.41
营运能力				
总资产周转率	1.08	1.08	1.05	1.02
应收帐款周转率	9	10	11	12
应付帐款周转率	9.67	10.87	12.02	12.88
每股指标(元)				
每股收益	0.91	1.21	1.53	1.80
每股经营现金	0.89	1.82	1.55	1.81
每股净资产	6.76	7.97	9.32	10.89
估值比率				
P/E	28.89	21.70	17.13	14.60
P/B	3.89	3.30	2.82	2.41
EV/EBITDA	24	16	13	11

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