

双鹤药业 (600062.SH) 医药生物

业绩平稳增长，大输液增长或将提速

公司研究简报

◆上半年业绩基本符合预期

公司发布 2011 年中报：上半年实现收入 29 亿元，同比增长 11%；实现归属于母公司净利润 3 亿元，同比增长 2%，折合 eps 为 0.52 元。其中第二季度实现收入 15 亿元，同比增长 13%；实现归属于母公司净利润 1 亿元，同比下降 9%。

上半年公司实现医药商业收入 12 亿，同比增长 17%；实现净利润 3 亿，同比增长 2%，毛利率下降到 4.02%。工业收入 17 亿，同比增长 7%，毛利率微增到 56.18%。工业板块中心脑血管、大输液和内分泌三大核心收入 13 亿，增长 5%。其中大输液收入 8 亿，增长 7%，毛利率同比环比都下降 4 个百分点到 36.8%。其他制剂收入 9 亿，增长 7%，毛利率小幅上升到 73.62%。

◆大输液毛利率下滑致净利润率下降

2011 年上半年公司期间费率 23%，同比增加 1 个百分点，环比增加 0.6 个百分点，基本保持稳定。但因为大输液和商业板块毛利率下降，所以公司整体毛利率下降到了 34.6%，净利润率下滑到了 10.14%。

◆寡头联手开拓市场：大输液价值回归的开始

我们认为大输液行业在逐步走出残酷而混乱的价格竞争时代，寡头垄断格局基本形成。双鹤药业作为行业第二企业，在品牌价值、产品结构以及销售网络都有优势，将能成为未来行业寡头之一。科伦药业划定了市场占有率边界，对竞争对手的大输液业务发展有正面作用。同时科伦和双鹤联合申报 PP 软袋（双鹤 817 软袋）是一个行业发展的转折点：寡头企业将联手开拓市场，结束行业 10 年的价格战，大输液行业价值将回归。

根据行业信息，发改委基本完成了 41 种基本药物的统一定价。其中包括了玻瓶、塑瓶等大输液产品在内。双鹤的相关产品将能收益。

另外，高毛利率的新产品推出将使得输液及相关市场景气度将超越市场之前的判断。

◆投资建议：维持“买入”评级

我们认为双鹤药业的大输液板块增长将逐步加快，毛利率也有望提升，从而拉动业绩。此外，我们看好双鹤作为华润化学药平台的前景。

我们给出 11-13 年 eps 为 1.10、1.39、1.76 元，并给予目标价 30 元，维持“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	5,038	5,367	6,165	6,801	7,641
营业收入增长率	1.75%	6.53%	14.87%	10.32%	12.35%
净利润（百万元）	451	520	628	795	1,009
净利润增长率	18.63%	15.20%	20.84%	26.43%	26.96%
EPS（元）	0.79	0.91	1.10	1.39	1.76
ROE（归属母公司） （摊薄）	13.01%	13.46%	14.41%	15.90%	17.38%
P/E	32	27	23	18	14

买入（维持）

当前价/目标价：24.92/30.00 元

目标期限：6 个月

分析师

姚杰 (执业证书编号：S0930510120006)

021-22169153

yaoji@ebsecn.com

联系人

姜恩铸

021-22169319

jiangez@ebsecn.com

市场数据

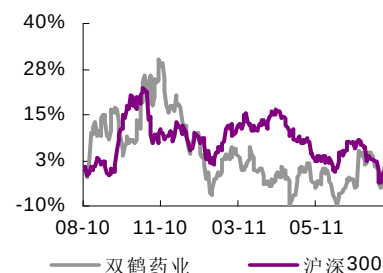
总股本(亿股)：5.72

总市值(亿元)：142.47

一年最低/最高(元)：23.05/34.80

近 3 月换手率：27.73%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.40	3.46	-7.09
绝对	-8.08	1.37	-5.59

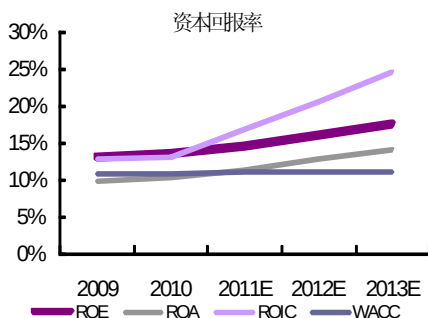
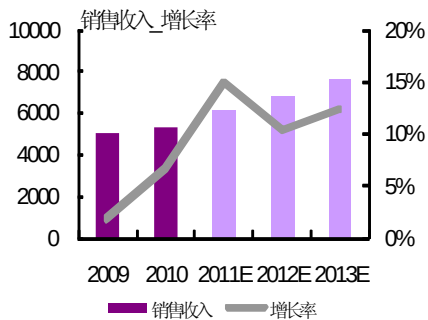
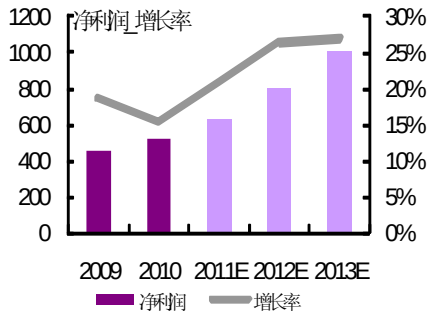
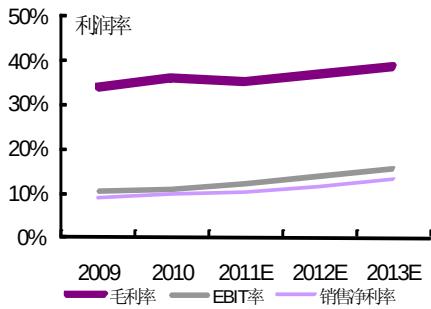
相关研报

业绩符合预期，关注华润整合

.....2011-03-10

华润双鹤或初展翅

.....2010-12-31



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5,038	5,36	6,165	6,801	7,641
营业成本	3,328	3,425	3,984	4,282	4,700
折旧和摊销	136	158	196	202	208
营业税费	35	39	43	48	53
销售费用	837	974	1,026	1,143	1,268
管理费用	292	322	339	364	401
财务费用	-1	-2	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	3	8	1	1	1
营业利润	542	593	740	941	1,193
利润总额	561	617	745	941	1,193
少数股东损益	12	13	5	5	5
归属母公司净利润	451.46	520.09	628.47	794.58	1,008.78

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	4,717	5,206	5,604	6,306	7,217
流动资产	2,870	3,193	3,843	4,647	5,666
货币资金	1,024	1,057	1,671	2,262	2,982
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	73	648	719	767	859
应收票据	421	468	369	437	504
其他应收款	92	77	123	136	153
存货	600	710	718	787	878
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	83	85	85	86	86
固定资产	1,352	1,313	1,286	1,223	1,145
无形资产	180	178	169	161	153
总负债	1,182	1,280	1,177	1,237	1,334
无息负债	904	987	1,163	1,223	1,321
有息负债	278	293	13	13	13
股东权益	3,535	3,926	4,428	5,069	5,883
股本	572	572	572	572	572
公积金	1,387	1,424	1,519	1,639	1,791
未分配利润	1,512	1,867	2,269	2,786	3,442
少数股东权益	64	63	68	73	78

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	342	510	940	816	977
净利润	451	520	628	795	1,009
折旧摊销	136	158	196	202	208
净营运资金增加	92	286	32	293	386
其他	-338	-455	83	-474	-626
投资活动产生现金流	-232	-308	46	-99	-99
净资本支出	-211	-242	45	100	100
长期投资变化	83	85	0	0	0
其他资产变化	-104	-151	1	-199	-199
融资活动现金流	-164	-154	-371	-127	-158
股本变化	95	0	0	0	0
债务净变化	-64	15	-279	0	0
无息负债变化	127	83	176	60	97
净现金流	-54	48	615	590	720

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	1.75%	6.53%	14.87%	10.32%	12.35%
净利润增长率	18.63%	15.20%	20.84%	26.43%	26.96%
EBITDA 增长率	19.93%	9.98%	26.23%	22.10%	22.56%
EBIT 增长率	23.67%	8.32%	26.91%	27.11%	26.82%
估值指标					
PE	32	27	23	18	14
PB	4	4	3	3	2
EV/EBITDA	21	19	15	12	9
EV/EBIT	27	25	19	14	11
EV/NOPLAT	32	29	22	17	12
EV/Sales	3	3	2	2	2
EV/IC	4	4	4	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	33.95%	36.18%	35.38%	37.04%	38.49%
EBITDA 率	13.37%	13.81%	15.17%	16.79%	18.32%
EBIT 率	10.67%	10.85%	11.99%	13.82%	15.60%
税前净利润率	11.14%	11.49%	12.09%	13.83%	15.61%
税后净利润率 (归属母公	8.96%	9.69%	10.19%	11.68%	13.20%
ROA	9.83%	10.24%	11.30%	12.68%	14.05%
ROE (归属母公司) (摊	13.01%	13.46%	14.41%	15.90%	17.38%
经营性 ROIC	12.79%	12.91%	16.84%	20.52%	24.54%
偿债能力					
流动比率	2.54	2.68	3.66	4.31	5.00
速动比率	2.01	2.09	2.98	3.58	4.22
归属母公司权益/有息债务	12.48	13.19	325.48	372.97	433.35
有形资产/有息债务	16.10	16.85	404.77	457.76	526.39
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.79	0.91	1.10	1.39	1.76
每股红利	0.23	0.23	0.28	0.35	0.44
每股经营现金流	0.60	0.89	1.64	1.43	1.71
每股自由现金流(FCFF)	1.05	0.91	1.37	1.11	1.33
每股净资产	6.07	6.76	7.63	8.74	10.15
每股销售收入	8.81	9.39	10.78	11.90	13.36

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

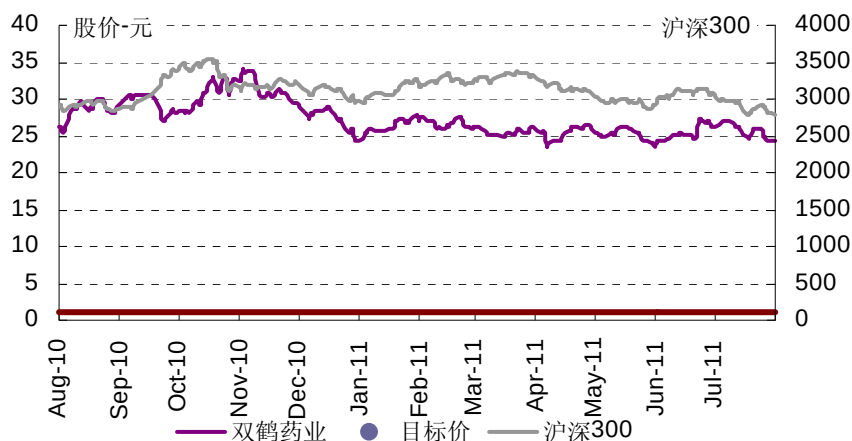
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

姚杰，中国药科大学药学专业，澳大利亚 VICTORIA UNIVERSITY 金融学硕士。2005 年 9 月加盟光大证券研究所，医药行业研究员。此前曾在多家医药企业从事过市场营销方面的工作，对于医药市场有深刻独到的见解。对于医疗体制改革有前瞻性的研究，能够全面把握医药股的投资机会。对于中药、医药商业，医疗服务有比较深刻的研究。重点覆盖公司有康缘药业（600557）、千金药业（600479）、益佰制药（600594）、汤臣倍健（300146）、三九医药（000999）、南京医药（600713）、上海医药（601607）等。

投资建议历史表现图

双鹤药业（600062）



日期	股价	目标价	评级
2010-07-30	26.26	28.50	买入
2010-08-27	25.70	34.00	买入
2010-11-24	25.70	42.00	买入
2011-01-02	28.49	36.00	买入
2011-03-01	28.49	36.00	买入
2011-03-10	26.28	34.50	买入
2011-05-04	26.28	34.50	买入
2011-07-05	26.28	34.50	买入

资料来源：光大证券研究所

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

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%至 15%；
 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。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com