

化学制药

双鹤药业 (600062. SH) / 19.48 元

整合已经开始 拐点有望来临

事项

双鹤药业公告：为进一步完善输液在全国重点区域的生产布局，并在产品结构调整上丰富了附加值较高的治疗性输液和肾科产品，董事会同意公司以股权置换的方式将所持北京医药股份有限公司 3.95% 股份转让给华润北药投资有限公司(以下简称“华润北药投资”)，参与竞购华润北药投资所持上海长征富民金山制药有限公司 96.296% 股权。

主要观点

1、华润医药产业整合已经开始。继 9 月 29 号华润三九公告收购华润北药旗下本溪三药、合肥神鹿、双鹤高科、北京北药四家公司 100% 股权的关联交易后，双鹤药业将通过股权置换的方式收购上海长征富民金山制药股权，表明华润北药对旗下医药资产整合已经开始。华润北药 5 大医药产业平台建设有望于今明两年完成，即以双鹤药业为平台的化学制药和生物制药产业、以华润三九为平台的中药产业、以万东医疗为平台的医疗器械产业、以北药集团为平台的医药流通产业和以东阿阿胶为平台的医药保健品产业。我们将跟踪华润北药对紫竹药业未来发展定位，即整合至双鹤药业还是单独发展？

2、双鹤药业拐点有望来临。双鹤药业收购上海长征富民金山制药后将丰富公司治疗性大输液产品线、肾透析产品得到补充，同时，双鹤药业大输液上海市场地位将得到大幅加强，这有利于公司长远发展。我们认为双鹤药业继收购完成金山制药后，出于解决华润北药旗下医药产业同业竞争问题，双鹤药业有可能将盈利能力较强的赛科药业收归旗下。同时，我们认为在华润北药的主导下，公司管理层激励机制也将得到改善，公司业绩拐点有望来临。

3、投资建议：强烈推荐（维持）。我们维持公司盈利预测 2011 年、2012 年及 2013 年 EPS 分别为 1.05 元、1.48 元和 1.57 元。目前双鹤药业业绩增速下滑表面上是成本上升及价格下降所致，但根本原因是缺乏激励机制。我们认为华润北药医药产业整合已经开始，双鹤药业主业将更加突出。华润入主后对管理层激励机制改变也将得到兑现，双鹤药业业绩拐点有望来临。目前公司估值 19 倍，明显低估公司价值，维持对公司强烈推荐评级。

风险提示

1. 大输液行业竞争激烈有可能影响公司盈利能力。
2. 产业整合进程和管理层激励机制改善进程和方式不明，有可能影响公司短期业绩兑现。

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

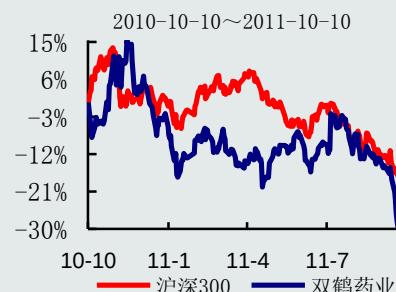
投资评级

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(%)	28.89
每股净资产(元)	7.05
市盈率(倍)	37.61
市净率(倍)	2.77
12 个月内最高/最低价	34.8/19.2

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

《拐点前期，内外兼修》	2011-09-05
《业绩增速放缓 静待华润入主概念兑现》	2011-08-28
《华润入主 拐点来临》	2011-06-27
《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

医药组分析师廖万国介绍

解放军军事医学科学院医学硕士和上海中欧国际工商管理学院工商管理硕士/从业 4 年。1990 年起先后从事基础医学研究和药品营销管理，任产品经理、销售经理和营销总监。2008 年进入平安证券综合研究所任医药行业研究员，2009 年底进入华创证券研究所任高级医药行业研究员和首席医药行业研究员、医药组组长。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinyong@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

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	3795	4643	5452
现金	1057	1916	2689	3462
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	1822	1723	1622
长期投资	85	83	84	84
固定资产	1313	1167	1049	933
无形资产	178	149	142	123
其他	435	423	447	482
资产总计	5206	5617	6366	7075
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	2593	3298	3974
归属母公司股东权益	3863	4333	5038	5714
负债和股东权益	5206	5617	6366	7075

现金流量表

单位：百万元

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	510	981	866	886
净利润	533	614	860	911
折旧摊销	158	141	141	142
财务费用	-2	-26	-51	-75
投资损失	-8	-14	-8	-10
营运资金变动	-202	172	-38	-29
其它	30	95	-37	-54
投资活动现金流	-308	-38	7	24
资本支出	370	0	0	0
长期投资	0	75	-13	-16
其他	62	36	-7	8
筹资活动现金流	-154	-84	-100	-136
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	-103	-95	-146
现金净增加额	48	859	773	773

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5367	5862	6570	7226
营业成本	3425	3830	4085	4580
营业税金及附加	39	36	37	37
营业费用	974	975	1125	1228
管理费用	322	345	387	426
财务费用	-2	-26	-51	-75
资产减值损失	24	20	18	21
公允价值变动收益	0	10	20	30
投资净收益	8	14	8	10
营业利润	593	706	997	1048
营业外收入	41	37	35	38
营业外支出	17	16	14	16
利润总额	617	727	1018	1071
所得税	84	113	158	160
净利润	533	614	860	911
少数股东损益	13	13	12	12
归属母公司净利润	520	601	848	898
EBITDA	749	821	1087	1115
EPS（元）	0.91	1.05	1.48	1.57

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	6.5%	9.2%	12.1%	10.0%
营业利润	9.3%	19.2%	41.1%	5.2%
归属母公司净利润	14.6%	15.5%	41.2%	5.9%
获利能力				
毛利率	36.2%	34.7%	37.8%	36.6%
净利率	9.7%	10.3%	12.9%	12.4%
ROE	13.5%	13.9%	16.8%	15.7%
ROIC	16.8%	22.6%	32.2%	34.4%
偿债能力				
资产负债率	24.6%	21.5%	19.5%	17.8%
净负债比率	22.88%	26.26%	24.94%	25.38%
流动比率	2.68	3.35	4.02	4.68
速动比率	2.09	2.78	3.45	4.11
营运能力				
总资产周转率	1.08	1.08	1.10	1.08
应收账款周转率	9	10	11	12
应付账款周转率	9.67	10.93	11.86	13.10
每股指标(元)				
每股收益	0.91	1.05	1.48	1.57
每股经营现金	0.89	1.72	1.52	1.55
每股净资产	6.76	7.58	8.81	9.99
估值比率				
P/E	27.39	23.71	16.79	15.86
P/B	3.69	3.29	2.83	2.49
EV/EBITDA	18	16	12	12

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。

华创证券研究所

北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编:100033
传真:010-66500801

深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编:518040
传真:0755-82027731

上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编:200122
传真:021-50583558