

证券研究报告

化学制剂



分析师 王晞

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

SAC:S0190510110011

推荐 (维持)

联系人: 季文华

021-388565748

jiwh@xyzq.com.cn

双鹤药业 (600062)

阳光总在风雨后

2012年1月3日

投资要点

最近我们调研了双鹤药业并与管理层作了充分的沟通交流。我们认为: 1) 目前大输液行业正面临行业降价、洗牌的阵痛, 短期内给公司的经营业绩带来一定影响, 然而阳光总在风雨后, 这也有利于加速大输液行业的优胜劣汰, 最终形成区域性寡头垄断的市场格局, 有竞争力的企业如双鹤、科伦都会受益。双鹤在大输液领域的市场份额仅次于科伦, 目前也活跃在行业并购的第一线; 2) 公司药品业务增长稳定, 老产品降压 0 号 2011 年销量有望达到 11 亿片, 成为单品销量最大的产品; 目前正在推广的新产品超过 15 个, 而且不乏匹他汀、盈源等大品种, 未来有望成为利润增长的源泉。3) 华润入主北药成为公司大股东后, 有望给公司带来激励机制, 完善公司治理结构。4) 公司战略清晰, 执行力强。

我们认为, 短期的波动并不影响公司长期的盈利能力和成长性。预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.95, 1.10 和 1.28 元, 对应 2011 年 PE 约为 16 倍, 维持推荐评级。

- **大输液行业洗牌, 阳光总在风雨后。**受全国各省基药招标降价的影响, 大输液行业竞争日趋激烈, 价格显著下滑。以双鹤为例, 中期毛利率下滑 3.6 个百分点 (科伦大输液产品的毛利率提升主要受益于软袋取代玻瓶的结构升级; 但双鹤的玻瓶很少, 以中高端的软塑产品为主, 因此招标价格下降导致毛利率下滑), 预计对年报的影响仍然较大, 行业洗牌给公司经营业绩带来一定的压力。然而阳光总在风雨后, 我们认为本次大输液行业的洗牌将迫使企业优胜劣汰, 最终有望形成寡头垄断的市场格局, 有竞争力的企业如双鹤、科伦都反而会从中受益。目前国内大输液行业拥有生产企业 300 多家 (正常生产经营的大约有 100 多家), 行业集中度不高, 招标降价对于中小企业影响或更为严重。不仅如此, 新版 GMP 对于制药企业在硬件和软件上提出的更高要求, 使中小企业雪上加霜。展望未来, 双鹤的 817 软袋输液产品目前已经投放市场并参与江苏、浙江等区域的招标, 能增强公司在大输液领域的竞争力。
- **并购出击, 提升市场份额。**处于洗牌阶段的大输液行业, 大企业或面临更多收购整合的机会, 提升市场份额, 巩固行业地位, 双鹤也不例外, 2011 年公司先后并购了河南双鹤华利和上海长征富民金山制药。双鹤华利是河南省最大的大输液生产企业, 目前拥有 3 条玻瓶生产线, 2 条塑瓶生产线和 1 条软袋生产线, 其中玻瓶生产线和塑瓶生产线已经通过新版 GMP 认证。目前大输液产能约 2 亿瓶, 占河南省 30% 左右的市场份额。

上海长征富民金山制药是我国首家输液专业生产企业, 2010 年收入 1 个亿, 净利润 820 万元。公司在营养输液、替代血浆、透析等领域拥有较强的优势, 与双鹤目前输液领域的产品线形成较强的互补, 未来有望借助双鹤的渠道, 将特色输液产品向外推广。此外, 双鹤也可以借助公司位处上海的区域优势, 进军

拥有丰厚医疗资源的上海市场。

- **药品业务增长平稳。**公司药品业务相对平稳，预计 2011 年增长 10% 左右。其中降压 0 号是一个双跨品种，药房收入占 60%，医院占 40%，2011 年销售量有望超过 11 亿片，收入达 6-7 个亿，同比增长 10%；内分泌线由于营销改革，糖适平的销售出现了下滑，预计 2011 年收入 1.5 个亿；舒血宁预计收入超过 2 个亿，同比增长 15%，公司药品业务增长较为稳健。
- **二线产品有看点。**公司主导产品目前增长平稳，目前正在大力推广二线产品，其数量超过 15 个，其中不乏类似匹伐他汀这样市场潜力巨大的品种。虽然这些产品目前销售收入都在千万级的水平，但未来很可能成为销售过亿的重磅产品，成为公司业绩增长的源泉。如抗血脂药匹伐他汀是双鹤的首仿药，目前已经进入 11 省医保目录，预计 2011 年收入约 7000 余万，同比增长 50%。此外，二线产品中，如一君、盈源、科立苏、氨溴索、利复星、果糖等六个产品也拥有较大的市场前景，我们看好公司二线产品广阔的成长空间。
- **华润入主，目标百亿工业。**双鹤作为老牌的国有企业，质地优良，产品丰富。华润入主之后，有望进一步完善激励机制，考核指标也可能更为严格，公司治理或有一定的改善空间。同时，双鹤作为华润旗下的化学药整合平台，也具备一定资产注入的预期，公司有外延式扩张的可能性。我们认为，华润入主可能成为公司的拐点，有望加速公司以往平缓的增长轨迹。“十二五”期间，公司百亿工业的目标，不仅需要公司自身的快速发展，并购整合或将成为另一个重要的主题。
- **公司战略清晰，执行力强。**公司业务板块的三大支柱，大输液、心血管用药和内分泌用药，都拥有较强的优势。目前双鹤在大输液领域已经位居榜眼，但仍然利用行业洗牌的机遇，加快并购整合的步伐；心血管领域，降压 0 号销量有望达到 11 亿片，成为国内单品销量最大的品种，收入超过 6 个亿，后备产品如匹伐他汀等，同样具有广阔的市场前景；内分泌领域，糖适平、卜可等产品形成了较好的梯队，其它领域也有产品覆盖。根据公司的规划，我们推测药品领域将是未来成长的源动力。
- **盈利预测。**预测 2011-2013 年 EPS 分别为 0.95、1.10 和 1.28 元，对应 2011 年 PE 约为 16 倍。我们认为，短期的波动并不影响公司长期的盈利能力和成长性，华润入主也有望给公司提供支持，加速增长的步伐，维持推荐评级。
- **风险提示：**大输液降价幅度高于市场预期；并购整合存在不确定性。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3193	4590	4909	5767
货币资金	1057	2262	2379	3030
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	648	728	834	939
其他应收款	77	87	100	112
存货	710	737	708	688
非流动资产	2012	2127	2099	2087
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	85	85	85	85
投资性房地产	90	90	90	90
固定资产	1313	1435	1500	1537
在建工程	250	175	127	94
油气资产	0	0	0	0
无形资产	178	160	143	125
资产总计	5206	6717	7008	7854
流动负债	1190	2280	1933	2040
短期借款	279	420	350	300
应付票据	207	240	276	310
应付账款	361	795	914	1025
其他	342	825	393	405
非流动负债	90	90	90	90
长期借款	13	13	13	13
其他	76	76	76	76
负债合计	1280	2369	2023	2129
股本	572	572	572	572
资本公积	1168	1168	1168	1168
未分配利润	1867	2225	2790	3448
少数股东权益	63	73	82	91
股东权益合计	3926	4348	4985	5725
负债及权益合计	5206	6717	7008	7854

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	520	544	628	731
折旧和摊销	158	148	163	175
资产减值准备	-82	42	43	44
无形资产摊销	21	21	21	21
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-2	2	-3	-10
投资损失	-8	-6	-6	-6
少数股东损益	13	10	9	9
营运资金的变动	250	-321	126	97
经营活动产生现金流量	383	1047	718	846
投资活动产生现金流量	-92	-249	-135	-155
融资活动产生现金流量	-111	407	-467	-40
现金净变动	180	1206	116	651
现金的期初余额	1024	1057	2262	2379
现金的期末余额	1203	2262	2379	3030

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5367	6034	6914	7779
营业成本	3425	3976	4570	5127
营业税金及附加	39	44	51	57
销售费用	974	1026	1175	1322
管理费用	322	350	387	428
财务费用	-2	2	-3	-10
资产减值损失	24	15	10	10
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	8	6	6	6
营业利润	593	627	730	851
营业外收入	41	50	30	30
营业外支出	17	10	10	10
利润总额	617	667	750	871
所得税	84	113	112	131
净利润	533	554	637	740
少数股东损益	13	10	9	9
归属母公司净利润	520	544	628	731
EPS (元)	0.91	0.95	1.10	1.28

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	6.5%	12.4%	14.6%	12.5%
营业利润增长率	9.3%	5.8%	16.3%	16.6%
净利润增长率	14.6%	4.5%	15.5%	16.4%
盈利能力(%)				
毛利率	36.2%	34.1%	33.9%	34.1%
净利率	9.7%	9.0%	9.1%	9.4%
ROE	13.5%	12.7%	12.8%	13.0%

偿债能力(%)

资产负债率	24.6%	35.3%	28.9%	27.1%
流动比率	2.68	2.01	2.54	2.83
速动比率	2.08	1.68	2.17	2.48

营运能力(次)

资产周转率	1.08	1.01	1.01	1.05
应收帐款周转率	7.08	7.13	7.19	7.13

每股资料(元)

每股收益	0.91	0.95	1.10	1.28
每股经营现金	0.89	1.83	1.26	1.48
每股净资产	6.76	7.48	8.58	9.86

估值比率(倍)

PE	17.15	16.41	14.20	12.20
PB	2.31	2.09	1.82	1.58

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。