

## 双鹤药业 ( 600062 ): 定位清晰, 外延扩张助增长

行业分类: 医药

2012. 03. 15

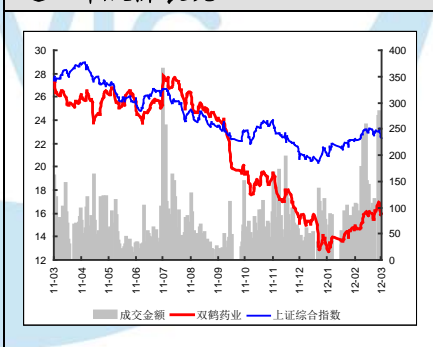
研究员: 张绍坤  
(执业证书编号: S0640511010008)  
联系人: 刁志学, 沈文文  
电话: 0755-83520492、83688575  
Email: diaozhixue@163.com

6 个月目标价	20.00
当前股价	15.70
投资评级	买入

### 基础数据

上证指数	2373.77
总股本 (亿)	5.72
流通 A 股 (亿)	5.72
流通 A 股市值 (亿)	89.76
总市值 (亿)	89.76
ROE	12.96%
资产负债率	28.53%
动态市盈率	15.70
动态市净率	2.11

### 近一年股价表现



### 事件回顾:

2011 年的年报显示, 公司年度营业收入为 6,383,375,275.46 万元, 同比增长 18.94%; 营业利润 655,223,532.71 万元, 同比增长 10.55%; 归属于上市公司股东的净利润 528,998,582.71 万元, 同比增长 1.71%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为 475,075,228.31 万元, 同比增长了 2.53%。

### 投资要点:

#### ◆ 营业收入增速平缓

双鹤药业在业务经营上工商并举, 医药工业去年整体收入为 345,566.05 万元, 同比增长 8.05%, 营业利润率为 54.78%, 同比下降 1.55 个百分点。其中公司招牌的大输液业务的营业收入为 191,849.17 万元, 同比增长 12.03%, 营业利润率为 40.49%, 同比下降了 2.92 个百分点; 非大输液业务的营业收入为 145,579.13 万元, 同比增长 1.52%, 营业利润率为 73.76%, 同比上升了 0.5 个百分点。医药商业的营业收入为 284,797.32, 同比大幅增长 35.31%, 营业利润率为 5.56%, 同比上升了 0.87 个百分点。

#### ◆ 收入结构变化导致利润增长滞后

公司利润的增长速度滞后于营业收入的增长, 主要是由于公司收入结构的变化。公司去年营业收入的平稳增长主要归因于医药商业业务的拉动, 而商业业务的毛利率极低, 拉低了公司的综合毛利率。而公司招牌的大输液业务则受制医药招标政策的影响, 增长缓慢, 毛利率也有所降低, 同比下降了 2.92 个百分点。

#### ◆ 积极进行营销整合, 产销分离格局成型

为整合全集团营销资源, 提升公司整体营销能力, 增强产品市场地位, 完成公司发展战略目标, 公司正式成立了营销事业部, 下设六条业务线, 总部直接管理并集合全集团营销资源。生产业务方面, 划分为北京工业园和输液事业部两大平台, 垂直管理子公司的各项业务, 至此, 公司的产销格局基本成型, 公司的经营效率或能够借此得以提高, 产品生产能力和市场拓展能力都会得到进一步的增强。

#### ◆ 定位清晰, 积极进行整合并购

作为华润医药集团的化学药平台, 公司的定位十分明确, 为实现百亿工业的目标, 积极进行外向收购整合, 其于 2011 年 11 月和 12 月分别收购了上海长征富民金山制药有限公司 (简称“长富金山”) 和河南双鹤华利药业有限公司 (简称“双鹤华利”), 通过整合收购实现公司产品线的扩充及区域战略布局, 保证了公司的快速增长能力。未来公司仍会进行外延式发展。

**投资评级:**

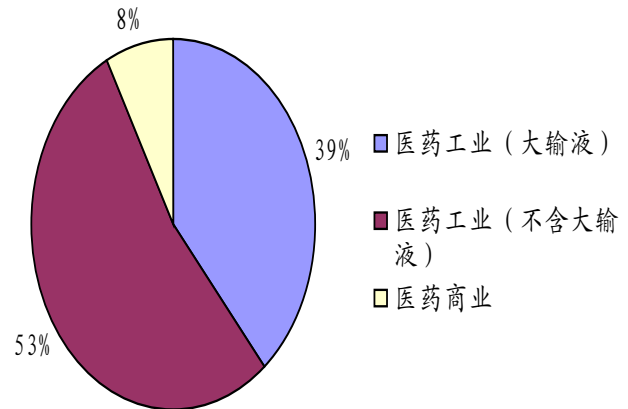
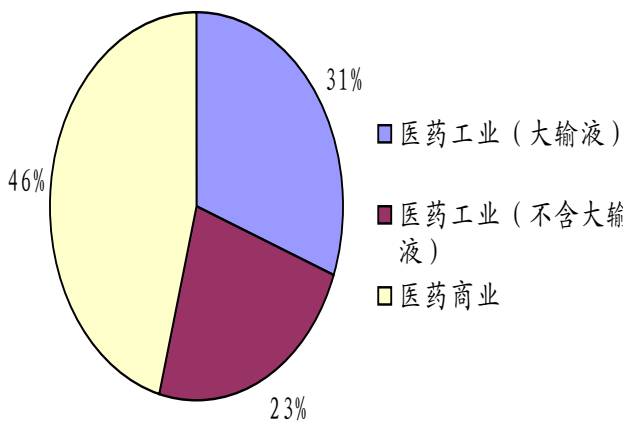
我们预计公司 12-14 年 EPS 分别为 1.00 元、1.09 元和 1.17 元，对应的动态市盈率分别为 15.70 倍、14.40 倍和 13.42 倍，考虑到公司营业收入的增速放缓以及医药行业整体市盈率的下降，我们给予公司 20 倍的 PE，目标价 20.00 元，买入评级。

**风险提示:**

药品降价的风险；外延发展低于预期。

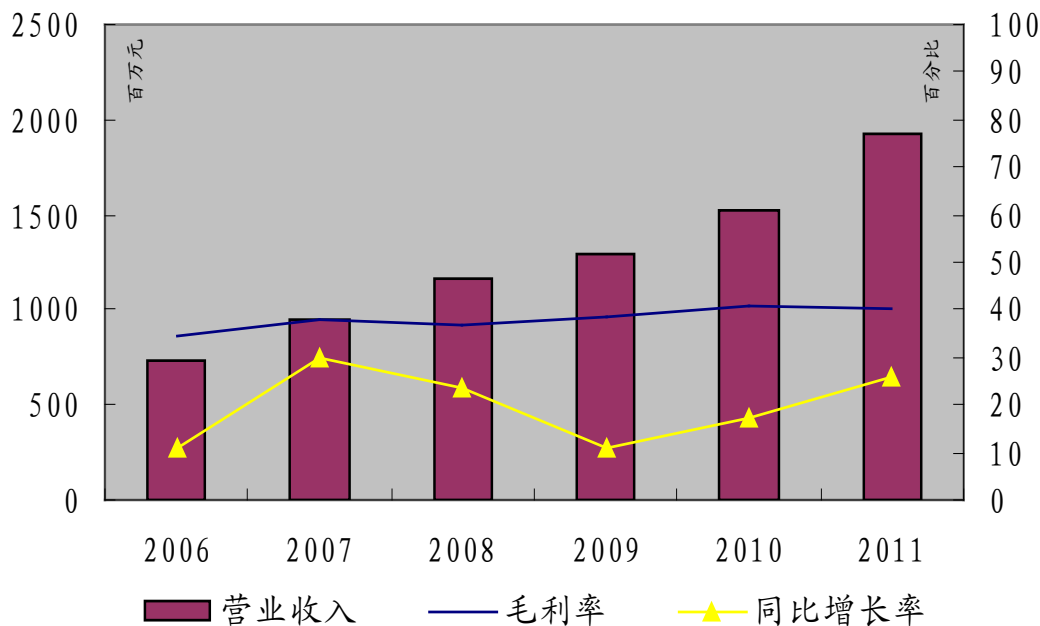


**工商并举。**双鹤药业在业务经营上工商并举，在收入构成上工业和商业差别不大，但由于医药工业和医药商业在毛利率上的差别，公司的利润主要来自医药工业。公司的医药工业包括大输液和非大输液部分，其中公司招牌的大输液业务的营业收入为 191,849.17 万元，同比增长 12.03%，营业利润率为 40.49%，同比下降了 2.92 个百分点。非大输液部分可以细分为心脑血管、内分泌、儿科及其它业务。心脑血管领域收入 8.6 亿元，剔除代理品种舒血宁销售区域调整的影响，同比增长 9.8%。其中 0 号收入完成 6.85 亿元，同比增长 9.2%。内分泌领域收入 1.75 亿元，同比下降 20%，其中糖适平销量完成 1.7 亿片，同比下降 18.8%。新兴业务儿科用药领域实现大幅增长，收入完成 8,687 万元，同比增长 65%。其中珂立苏、小儿氨基酸皆实现 60% 以上的增长，逐步形成了一批新的产品梯队。

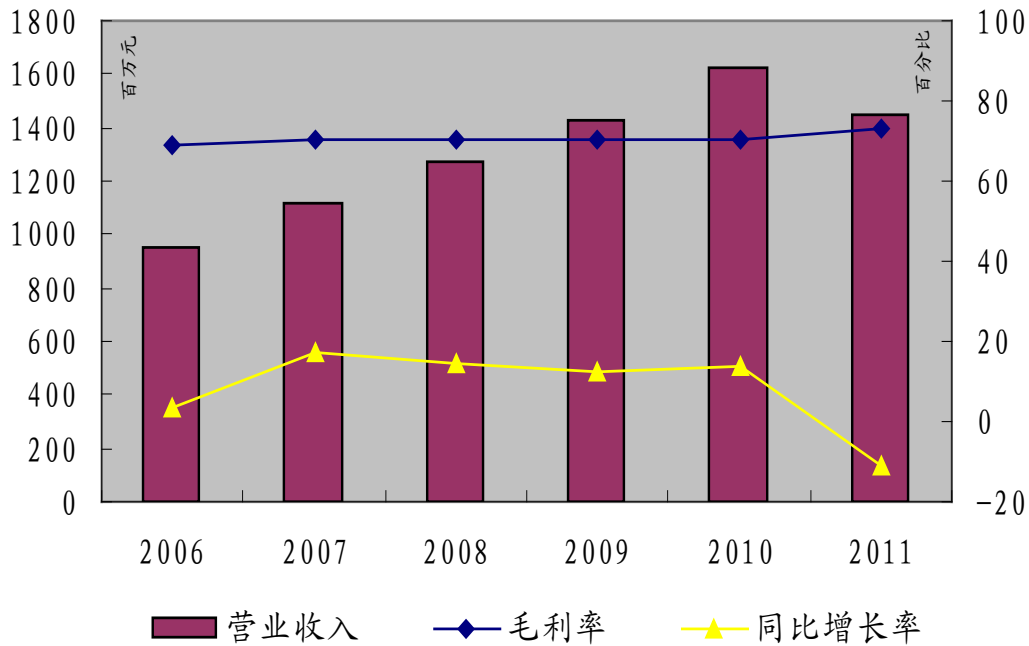
**图表 1：公司 2011 年营业收入构成**
**图表 2：公司 2011 年营业利润构成**


数据来源：公司年报，中航证券金融研究所

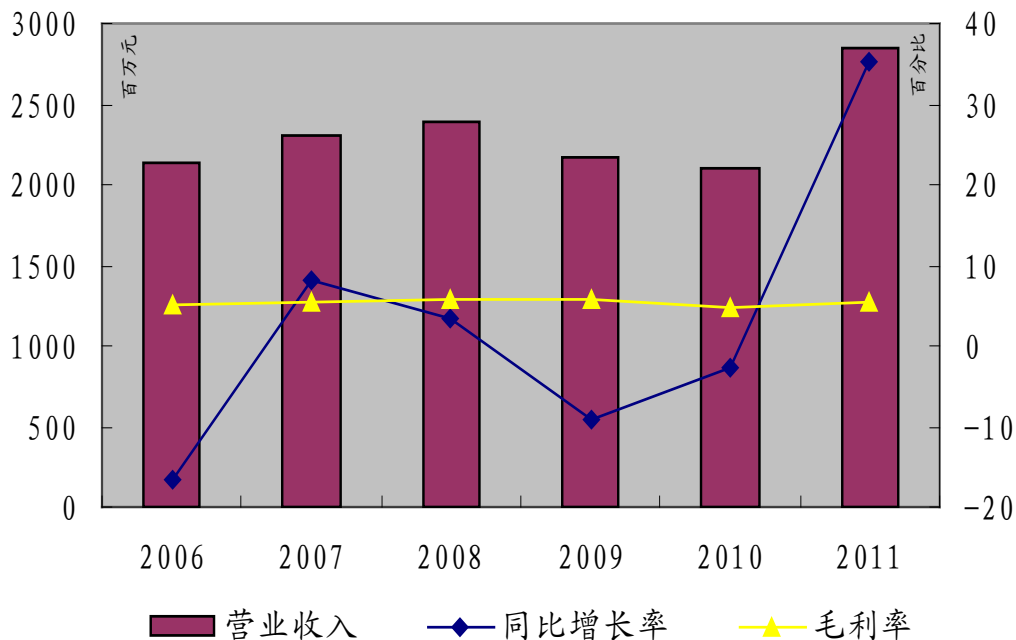
数据来源：公司年报，中航证券金融研究所

**图表 3：医药工业（大输液）的收入变动情况**


数据来源：wind，中航证券金融研究所

**图表 4: 医药工业 (不含大输液) 的收入变动情况**


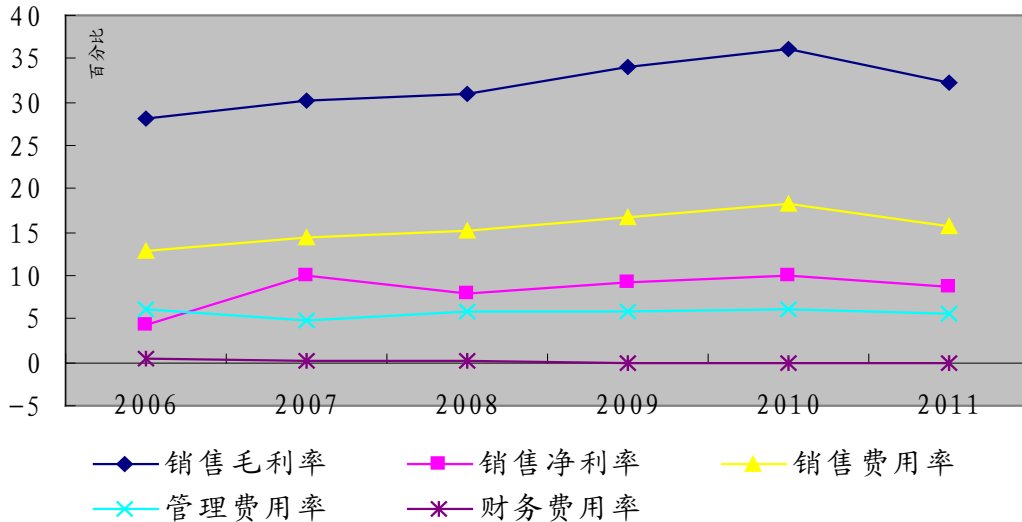
数据来源: wind, 中航证券金融研究所

**图表 5: 医药商业的收入变动情况**


数据来源: wind, 中航证券金融研究所

费用控制良好。公司的各项费用均控制在一个比较合理的范围内，预计公司的营销整合活动会进一步帮助公司提升经营效率，控制各项费用的比率，从另一个层面阻止公司销售毛利率的下滑。

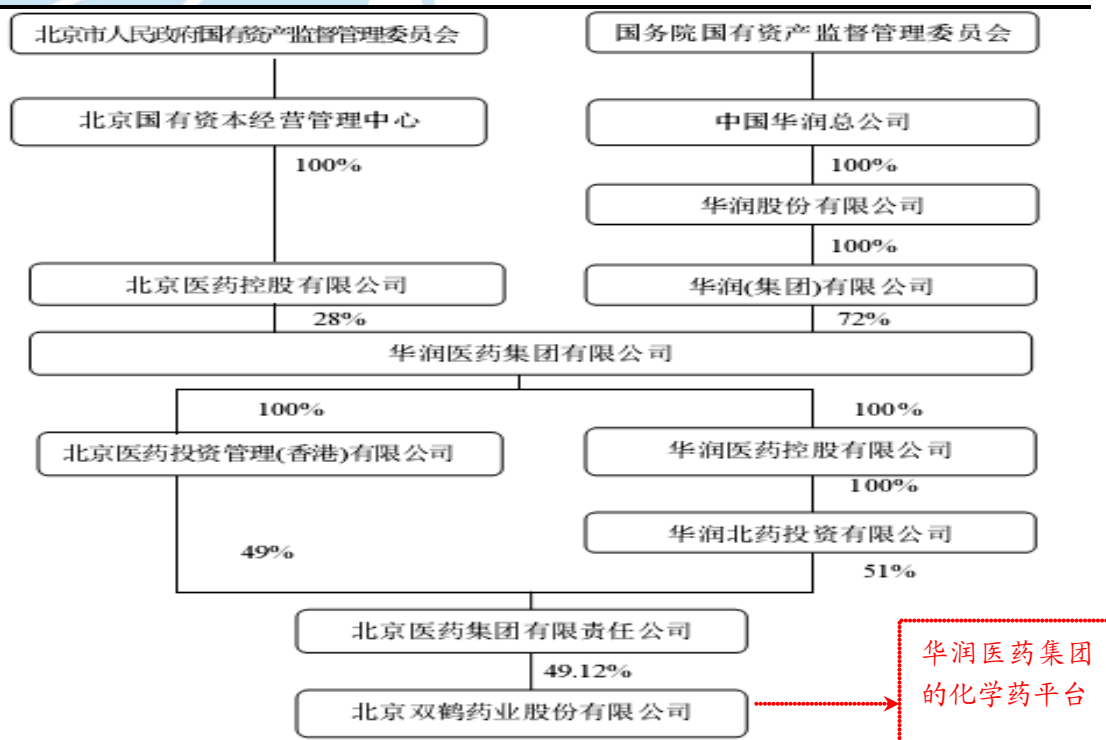
图表 6: 公司各项费率



数据来源: wind, 中航证券金融研究所

**定位清晰，积极进行整合并购。**6月27日，通过将北京国有资本经营管理中心持有的北药集团1%的股份无偿划转给中国华润总公司及之后一系列的股权操作，中国华润总公司成为双鹤药业的实际控制人，双鹤药业的定位彻底明确，即华润医药集团旗下的化学药平台。之后公司便开始了快速的外延式扩张，包括以2.31%的北医股份作价7926万元置换华润北药投资持有的长富金山96.3%的股权，收购价格为9205.9万元，不足部分以现金补足。然后又以10970万元的价格收购双鹤华利100%股权。

图表 7: 公司的股权结构图谱

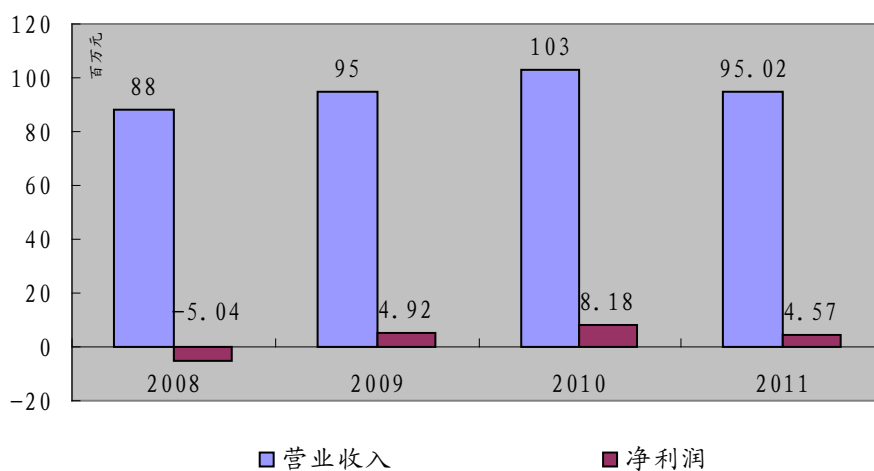


数据来源: 公司年报, 中航证券金融研究所

收购长富金山有助于双鹤药业实现在上海的区域布局，增加附加值较高的治疗性输液和肾科产品。长富金山 2011 年的营业收入 9,502.40 万元，是预期的 88%；净利润实际完成 456.74 万元，为预期的 85%。这主要是由两方面的原因造成的：一是中标价格大幅下降，二是股权并购活动对公司的日常经营产生了消极的影响。预计其在纳入双鹤药业之后，能够通过经营效率的提升实现预期的收入目标。

截至 2011 年 10 月 31 日，双鹤华利总资产 6113.87 万元，总负债为-690.12 万元，净资产为 6803.99 万元。收购的 PB 为 1.61，低于双鹤药业现在的 2.11 倍的 PB，收购价格合理。双鹤华利的经营范围为大容量注射剂(含五层共挤输液用膜制袋、聚丙烯输液瓶)、片剂(含激素类)、硬胶囊剂、颗粒剂，通过此次收购，实现公司在河南的区域布局，进一步提升公司输液产品的市场份额。为实现公司百亿工业的目标，可以期待公司未来进行更多的外延式扩展。

**图表 8：长富金山的营收增长状况**



数据来源：公司年报，中航证券金融研究所



图表 9：公司分产品营业收入及主要财务预测

	09A	10A	11A	12E	13E	14E
<b>医药工业—大输液</b>						
营业收入(百万元)	1299.91	1523.24	1918.49	2165.50	2436.19	2728.53
增加额(百万元)	129.27	223.33	395.25	247.01	270.69	292.34
增长幅度(%)	11.04	17.18	25.95	12.88	12.50	12.00
毛利率(%)	38.75	40.83	40.49	40.35	39.80	39.25
<b>医药工业(不含大输液)</b>						
营业收入(百万元)	1426.69	1627.25	1445.79	1615.75	1816.75	2012.05
增加额(百万元)	154.96	200.56	-181.46	169.96	201.00	195.30
增长幅度(%)	12.18	14.06	-11.15	11.76	12.44	10.75
毛利率(%)	70.53	70.65	73.36	73.15	73.00	72.55
<b>医药商业</b>						
营业收入(百万元)	2163.7	2104.83	2847.97	3310.50	3750.50	4060.50
增加额(百万元)	-220.45	-58.87	743.14	462.53	440.00	310.00
增长幅度(%)	-9.25	-2.72	35.31	16.24	13.29	8.27
毛利率(%)	5.72	4.69	5.56	5.50	5.40	5.30
<b>其他假设</b>						
营业费用/营业收入(%)	16.61	18.15	15.74	16.00	16.17	16.35
管理费用/营业收入(%)	5.80	6.00	5.71	5.71	5.71	5.71
税率(%)	17.45	13.60	21.40	15.50	15.50	15.50

数据来源：公司年报，中航证券金融研究所

**图表 10: 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	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	3697	4118	4854	5541	<b>营业收入</b>	6383	7091	8004	8802
现金	1105	1283	1605	2084	营业成本	4321	4853	5505	6064
应收账款	962	800	1186	1007	营业税金及附加	46	51	58	64
其他应收款	144	144	153	180	营业费用	1005	1135	1294	1439
预付账款	216	248	282	308	管理费用	365	405	457	503
存货	701	999	910	1179	财务费用	2	-6	-26	-40
其他流动资产	570	643	718	783	资产减值损失	2	2	2	2
<b>非流动资产</b>	2380	2208	2071	1906	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	64	63	63	63	投资净收益	13	13	13	13
固定资产	1426	1489	1438	1320	<b>营业利润</b>	655	663	725	783
无形资产	223	231	240	250	营业外收入	71	61	64	63
其他非流动资产	666	425	330	273	营业外支出	23	19	20	20
<b>资产总计</b>	6077	6326	6925	7447	<b>利润总额</b>	703	705	770	827
<b>流动负债</b>	1652	1329	1411	1376	所得税	150	109	119	128
短期借款	387	153	0	0	<b>净利润</b>	553	596	650	698
应付账款	516	471	651	583	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	749	705	760	793	<b>归属母公司净利润</b>	529	572	625	671
<b>非流动负债</b>	82	58	68	69	EBITDA	835	827	887	939
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.93	1.00	1.09	1.17
其他非流动负债	82	58	68	69					
<b>负债合计</b>	1734	1386	1478	1445	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	86	109	135	163	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	572	572	572	572	<b>成长能力</b>				
资本公积	1165	1165	1165	1165	营业收入	18.9%	11.1%	12.9%	10.0%
留存收益	2521	3093	3575	4103	营业利润	10.6%	1.2%	9.4%	8.0%
归属母公司股东权益	4258	4830	5312	5840	归属于母公司净利润	1.7%	8.2%	9.2%	7.4%
<b>负债和股东权益</b>	6077	6326	6925	7447	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	32.3%	31.6%	31.2%	31.1%
					净利率(%)	8.3%	8.1%	7.8%	7.6%
					ROE(%)	12.4%	11.8%	11.8%	11.5%
					ROIC(%)	14.8%	15.3%	16.1%	16.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	28.5%	21.9%	21.3%	19.4%
					净负债比率(%)	23.12%	11.04%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.24	3.10	3.44	4.03
					速动比率	1.81	2.34	2.79	3.16
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.13	1.14	1.21	1.22
					应收账款周转率	7	7	7	7
					应付账款周转率	9.85	9.84	9.81	9.83
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.93	1.00	1.09	1.17
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	0.73	1.10	1.05
					每股净资产(最新摊薄)	7.45	8.45	9.29	10.21
					<b>估值比率</b>				
					P/E	16.97	15.68	14.37	13.38
					P/B	2.11	1.86	1.69	1.54
					EV/EBITDA	10.14	11.22	9.80	9.18

数据来源: 天软估值, 中航证券金融研究所



## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。  
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。  
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

张绍坤, SAC执业证书号: S0640511010008, 南开大学经济学硕士, 2007年8月加入中航证券金融研究所, 从事消费行业的研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦(518000)

公司网址: [www.avicsec.com](http://www.avicsec.com)

联系电话: 0755-83692635

传真: 0755-83688539

### 免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。